

КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ імені ТАРАСА ШЕВЧЕНКА

СІРКО Анатолій Васильович

УДК 332.012.324: 330.101.542

**СТАНОВЛЕННЯ І РОЗВИТОК КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА
В ПЕРЕХІДНІЙ ЕКОНОМІЦІ**

08.01.01 – економічна теорія

ДИСЕРТАЦІЯ
на здобуття наукового ступеня
доктора економічних наук

Науковий консультант –
доктор економічних наук, професор,
академік НАН України
ЧУХНО Анатолій Андрійович

Київ – 2005

ЗМІСТ

Вступ	3
Розділ 1. Теоретико-методологічні засади аналізу корпоративних відносин у ринковій економіці	16
1.1. Інститут підприємницької корпорації як об’єкт теоретико-економічного аналізу: огляд методологічних підходів.....	16
1.2. Діалектика нагромадження капіталу та розвитку індустріально-корпоративної економіки.....	33
1.3. Корпорація як інституціональна форма “зняття” протиріч розвитку приватновласницької системи господарювання.....	53
Висновки до першого розділу.....	77
Розділ 2. Інституціонально-еволюційні трансформації в корпоративному секторі економіки	80
2.1. Суб’єктна структура власності сучасної корпорації та її економічна інтерпретація.....	80
2.2. Специфіка світових моделей корпоративного управління та вплив на неї економічної глобалізації.....	93
2.3. Організаційні форми корпоративних утворень, їх місце та роль у сучасній ринковій економіці.....	113
Висновки до другого розділу.....	127
Розділ 3. Особливості корпоратизації в умовах перехідної економіки	129
3.1. Корпоратизація як засіб ринкового реформування відносин власності.....	129
3.2. Спонтанний переділ національного багатства та формування олігархічно-корпоративного капіталу на пострадянському просторі.....	153
3.3. Постприватизаційні тенденції перерозподілу прав власності в контексті проблеми “ефективного власника”.....	180

	5
3.4. Інвестиційні проблеми інсайдерської економіки.....	207
Висновки до третього розділу.....	232
Розділ 4. Становлення економіко-організаційного механізму саморозвитку корпоративного підприємництва.....	237
4.1. Розвиток економічної конкуренції – ключовий фактор активізації потенціалу корпоративної форми підприємництва.....	237
4.2. Реструктуризація як стратегія адаптації корпорації до ринкового середовища.....	251
4.3. Капіталізація ринково орієнтованої корпорації як засіб підвищення її інвестиційної привабливості.....	275
4.4. Налагодження раціональної системи корпоративного управління.....	297
Висновки до четвертого розділу.....	311
Розділ 5. Роль держави в забезпеченні ефективної діяльності корпоративного сектора економіки України.....	316
5.1. Формування державного сектора економіки та забезпечення ефективних механізмів управління корпоративною власністю держави.....	316
5.2. Основні напрями удосконалення нормативно-правової бази функціонування ділових корпоративних відносин.....	342
5.3. Розвиток взаємодії держави з корпоративним бізнесом у підвищенні ефективності інтеграційних процесів та реалізації стратегічних національних інтересів.....	368
Висновки до п'ятого розділу.....	381
Висновки.....	386
Список використаних джерел.....	391
Додатки.....	413

ВСТУП

Реальний перехід постсоціалістичних країн до ринкової системи господарювання виявився набагато складнішим і болючішим за своїми соціальними й економічними наслідками процесом, аніж це уявлялося на початку реформ. Швидка й масова приватизація державної власності, як первісно очікувалось, мала привести у дію могутні стимули приватної ініціативи людей, їх постійної зацікавленості в реструктуризації підприємств відповідно до ринкового попиту, в залученні інвестицій та в забезпеченні їх ефективного використання. Трансформація інституту власності, зміна організаційно-правової форми підприємств, звичайно, сприяла певним позитивним зрушенням у поведінці господарюючих суб'єктів, але здебільшого у сфері дрібного та середнього бізнесу. Найбільш проблемним у цьому плані виявився корпоративний сектор, що виник шляхом розпаювання, у тому числі акціонування, великих і середніх підприємств, наділення корпоративними правами працівників підприємств та населення країни. У підсумку тут до множини успадкованих і невирішених суто господарських проблем додалися ще й специфічні проблеми корпоративного управління, пов'язані з розподілом прав власності та боротьбою за контроль над підприємством, з відсутністю адекватної інституційно-правової бази. Ринкова реструктуризація підприємств корпоративного сектора виявилась заблокованою постприватизаційними процесами переділу власності.

Попри економічне зростання в Україні, досягнуте останніми роками в основному завдяки зовнішнім кон'юнктурним чинникам, корпоративний сектор в цілому перебуває у критичному стані. Свідченням того є вкрай низька конкурентоспроможність продукції, спрацьованість та застарілість основних фондів, високий рівень збитковості та зростання кредиторської заборгованості підприємств. При цьому більшість корпорацій відмежувалася від ринку акціонерного капіталу, іноземних інвестицій. Пасивну роль щодо урегулювання корпоративних відносин та управління власною корпоративною власністю зайняла держава.

Між тим розвинений світ своїм економічним і технологічним прогресом завдячує, у першу чергу, корпоративній формі організації. Більше того, транснаціональні корпорації стали рушіями сучасних глобалізаційних процесів, і тому запізнювання з радикальними ринковими реформами, особливо в корпоративному секторі, несуть загрозу національним економічним інтересам. Отож, проблема забезпечення ефективної діяльності й розвитку корпоративного сектора в перехідній економіці за своєю значимістю висувається наразі в число першорядних проблем для економічної науки й політики держави.

Актуальність теми. Корпоративна проблема відноситься до розряду малодосліджених і не лише у вітчизняній, а й у світовій економічній науці. Власне проблеми становлення й функціонування корпоративної форми власності в постсоціалістичному суспільстві стали водночас випробуванням і для усталеної у розвиненому світі економічної теорії, яка слугувала ідеологічним підґрунтям ринкових реформ. Та й країни з розвинутою ринковою економікою на власному досвіді пізнають негаразди корпоративного управління, а відтак і прогалини у їх теоретичному осмисленні й пропонуванні шляхів вирішення.

Ретроспективний аналіз економічної думки свідчить про наявність різних підходів до пізнання сутності та змісту корпоративних відносин. Одним із перших осмислити природу, суть та перспективу акціонерної власності в контексті класової теорії капіталізму спробував К. Маркс. На закономірність зміни функцій власників капіталу в корпоративній формі підприємництва у свій час звернули увагу В. Зомбарт і А. Маршалл. Вагомий внесок у дослідження інституційних чинників зародження й еволюції корпоративних відносин, наслідків реструктуризації акціонерної власності зробили Т. Веблен, Дж. Коммонс, Г. Мінз, А. Берлі, Т. Карвер, Дж. Бернхем. Особлива роль сучасних корпорацій у розвитку капіталістичної системи стала предметом досліджень Й. Шумпетера, Дж.К. Гелбрейта, П. Друкера, А. Тоффлера.

Серед сучасних досліджень фундаментальних корпоративних проблем найбільш плідними виявилися розвідки в руслі неоінституціонального напрямку. Економічному аналізу структури й функцій власності, обґрунтуванню необхідності

її специфікації, поясненню мотивації економічних і організаційних рішень суб'єктів корпоративних відносин присвячені праці таких іноземних учених як А. Алчіана, С. Гросмана, Г. Демсеца, М. Дженсена, Р. Коуза, Дж. Мура, Д. Норта, С. Пейовича, Дж. Стігліца, О. Уільямсона, Ю. Фама, О. Харта.

Процеси ринкової трансформації у постсоціалістичних країнах, пов'язані з акціонуванням підприємств, активізували науковий інтерес і до проблем становлення та перспектив розвитку корпоративних відносин у нових умовах. Емпіричну перевірку істинності відповідних положень стандартної теорії у трансформаційній економіці провели західні економісти Р. Вішни, С. Естрін, Р. Морк, А. Рапачинський, Д. Старк, Р. Фрідман, М. Хессель, А. Шляйфер та ін. Дослідження методологічних проблем ринкових перетворень, у тому числі щодо відносин власності та їх інституціонального забезпечення, ведуть, головним чином, науковці країн, що переходять до ринку. Це, передусім, Л. Бальцерович, С. Брагинский, В. Будкін, А. Гальчинський, В. Геєць, А. Гриценко, П. Єщенко, Р. Капелюшников, Я. Корнаї, С. Мочерний, Ю. Пахомов, Я. Певзнер, Ю. Осипов, А. Філіпенко, В. Черняк, А. Чухно. До безпосереднього вивчення природи та специфіки функціонування корпоративних відносин, дослідження тенденцій і перспектив розвитку корпоративного сектора в перехідній економіці більш схильні, судячи із праць, О. Барановський, Ю. Вінслав, Г. Волинський, В. Голіков, В. Демент'єв, М. Дерябіна, Т. Долгоп'ятова, Г. Клейнер, С. Науменкова, О. Некіпелов, В. Рибалкін, Ю. Петров, Ю. Петруня, О. Поважний, О. Пороховський, О. Радигін, Ю. Якутін.

Віддаючи належне проведеним творчим пошукам у царині методології й теорії корпоративної економіки, втім, потрібно визнати, що проблема пізнання сутності корпоративного суб'єкта господарювання та системи форм її прояву в сучасній економіці залишається відкритою. У вітчизняній науці теорія й практика функціонування корпоративного сектора, як і інших інституціональних секторів в економіці, взагалі не вивчені. Особливий науковий інтерес представляє дослідження специфіки умов формування та тенденцій розвитку корпоративних відносин в умовах ринкової трансформації постсоціалістичної економіки. Існує

нагальна потреба в ґрунтовному аналізі ключових проблем функціонування ділової корпорації, пов'язаних, передусім, із постприватизаційною реструктуризацією власності, залученням капіталу та реалізацією інтересів інвесторів через систему корпоративного управління, і відповідно у пропонуванні конструктивних напрямків, методів, форм та інструментів підвищення її ефективності, перетворення у локомотив зростання економіки України та її інтеграції у світове господарство.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційне дослідження проведене відповідно до плану науково-дослідних робіт кафедри економічної теорії економічного факультету Київського національного університету імені Тараса Шевченка за темою “Трансформація економічних систем і становлення ринкової економіки в Україні” (реєстраційний номер 97148). Дисертація також є складовою комплексної держбюджетної науково-дослідної теми “Проблеми економічного зростання”, що виконується кафедрою економічної теорії Тернопільської академії народного господарства (реєстраційний номер 0103U000463). В рамках цієї теми автору належить розробка підрозділу 4.3.3. “Корпоративний сектор економіки України: стан та проблеми залучення інвестицій” (довідка №126-06 / 2010 від 10.11.2004 р.).

Мета та завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є вирішення науково-теоретичної і науково-практичної проблеми, що полягає у визначенні природи, інституціональної специфіки, закономірностей становлення й розвитку корпоративної форми економічних відносин, обґрунтуванні напрямків та засобів підвищення ефективності функціонування корпоративного сектора в умовах ринкової трансформації економіки України.

Для досягнення поставленої мети поставлено та вирішено наступні завдання:

- вивчено наявні концептуальні підходи до аналізу корпорації як суб'єкта економічного процесу та з'ясовано їх методологічний потенціал;
- досліджено закономірності нагромадження капіталу як суспільного процесу та його причинний зв'язок із корпоратизацією суб'єктів господарювання;

- розкрито сутнісні протиріччя відносин корпоративної власності та форми їх розв'язання;
- уточнено загальні тенденції інституціонального розвитку корпоративних відносин у ринковому середовищі, місце та роль корпоративного сектора в сучасній економіці;
- досліджено дійсні передумови корпоратизації постсоціалістичних підприємств та з'ясовано сутність та критерії етапів приватизаційного процесу;
- досліджено закономірності та тенденції перерозподілу прав власності в перехідній економіці;
- з'ясовано особливості поведінки реальних власників корпорацій на ринку капіталу;
- проаналізувано світові системи корпоративного управління та визначено особливості формування національної моделі корпоративного управління;
- досліджено місце та роль держави в системі корпоративного підприємництва, обгрунтовано напрями та заходи щодо підвищення ефективності управління корпоративною власністю держави;
- вивчено та узагальнено вітчизняну практику реалізації прав та законних інтересів акціонерів, запропоновано заходи по удосконаленню корпоративного законодавства;
- розглянуто проблеми та обгрунтовано перспективи участі корпоративного сектора в реструктуризації національної економіки, інтеграції її у світову систему господарства.

Об'єкт і предмет дослідження. Об'єктом дослідження є процеси становлення й розвитку корпоративного сектора в умовах переходу до ринкової економіки.

Предметом дисертаційного дослідження є відносини корпоративної власності, чинники, тенденції та закономірності їх становлення й розвитку в перехідній економіці, зокрема в Україні.

Методи дослідження. Специфіка предмету та конкретні дослідницькі завдання обумовили застосування автором як загальнонаукових, так і спеціальних методів пізнання. Системний загальнотеоретичний підхід сприяв осмисленню

об'єктивного історичного процесу зародження й розвитку корпоративної форми економічної діяльності, а також закономірностей його відображення економічною думкою. Поєднанням методів індукції й дедукції, аналізу й синтезу, конкретного й абстрактного досліджувались сутнісні аспекти корпоративної власності, тенденції її розвитку в ринковій та трансформаційній економічних системах, проблеми саморозвитку та інституціонального урегулювання корпоративних відносин у перехідних умовах. У своєму аналізі автор широко спирався на емпіричні дані та їх економіко-статистичні узагальнення. Теоретичною й методологічною основою цієї роботи слугувало вивчення та творче переосмислення основних напрацювань світової й вітчизняної економічної науки, передусім теорії капіталу та неінституціональних теорій прав власності, трансакційних витрат та агентських відносин.

Наукова новизна одержаних результатів. У дисертації здійснено ґрунтовний аналіз теоретичних та практичних проблем корпоративного сектора в перехідній і розвиненій ринковій економіці, що дозволило одержати результати, які містять наукову новизну та характеризують особистий внесок автора:

– встановлено, що в ході історичного процесу нагромадження капіталу закономірно відбувається перехід базисної, системоформуючої ролі від продуктивного до фінансового капіталу, який реалізується шляхом інституціоналізації корпоративних форм організації підприємництва у виробничій та фінансовій сферах, формування інтегрованих корпоративних структур. Системоформуюча функція фінансового капіталу в сучасній ринковій економіці концентровано виражена у таких формах: фінансовий капітал як структура капіталу-власності, продуктивний капітал як структура капіталу-функції та дохід у вигляді заощаджень, що капіталізуються, як структура капіталу-соціального базису життєдіяльності суспільства;

– обґрунтовано положення про те, що економічною основою виникнення й діяльності корпоративної форми підприємства є розвиток відносин приватної власності, який полягає в інституціоналізації системно завершеного розподілу прав (функцій) власності. Корпоративна власність трактується як така форма

(організація) приватної власності, що знімає (позитивно розв'язує) протиріччя розвитку класичного приватного підприємства: 1) між потребою у збільшенні капіталу (підприємства) та обмеженістю розмірів індивідуальних капіталів; 2) між величиною індивідуального паю та мірою ризику (відповідальності) інвестора; 3) між асоційованим характером суб'єкта власності та потребою в ефективному управлінні об'єктом спільної власності;

– розкрито суперечливий характер сучасних тенденцій розвитку структури корпоративної власності в ринковій системі. Соціалізація економічних відносин, як системна функція корпоративної власності, проявляється в тенденціях до розширення чисельності акціонерів, збільшення частки інституціональних інвесторів, залучення до спільної власності працівників підприємства. При цьому на основі теоретико-емпіричних узагальнень обґрунтовується авторська позиція, згідно з якою зміна суб'єктної структури власності завжди підпорядковується жорсткому контролю з боку реальних власників корпорації, і відтак забезпечується персоніфікований характер привласнення корпоративного капіталу;

– обґрунтовано, що корпорування суб'єктів господарювання зумовлює формування і розвиток корпоративного сектора економіки як сукупності організаційно-правових форм господарювання, що базуються на об'єднанні капіталів окремих суб'єктів із чіткою фіксацією часток корпоративних прав у статутному капіталі корпорації, обмеженої майнової відповідальності та інституціональному розподілі функцій володіння та управління;

– розкрито чинники та наслідки корпоратизації постсоціалістичних підприємств у контексті загального трансформаційного процесу, на основі якого сформульовано й аргументовано положення про приватизацію як тривалий поетапний економічний процес формування повноцінного інституту приватної власності у формі корпорацій ринкового типу;

– обґрунтована закономірність перехідної економіки, яка полягає у розгортанні процесів первісного нагромадження національного приватного капіталу. Показано, що на тлі одержавленої економіки індустріального типу за слабкості держави та інститутів політичної демократії господарську владу

перехоплює олігархія, представлена зрощенням верхівки державної бюрократії, фінансистів, промисловців та криміналітету. Олігархізація економіки й держави протидіє поглибленню ринкових і демократичних реформ, утвердженню прозорої конкуренції та верховенства права, прирікає суспільство на деградацію. Всеваддя олігархії стає джерелом постійного соціального напруження й дестабілізації, що суперечить суспільним інтересам, у тому числі інтересам новонародженого бізнесу. Тому необхідність відокремлення політики від бізнесу, з одного боку, і позбавлення олігархічного капіталу джерел ренти, з іншого, стає могутнім чинником прискорення демократичних змін, визрівання громадянського суспільства, спроможного виборювати й захищати свої права й законні інтереси;

– визначено та розкрито зміст основних тенденцій постприватизаційного перерозподілу корпоративної власності, які полягають у концентрації прав власності в руках керівників та афілійованих осіб з метою захвату та/або забезпечення контролю над активами й доходами, що веде до посилення закритості корпорацій. Зроблено висновок, що апріорне ототожнення домінуючого акціонера з ефективним власником не відповідає дійсності, якщо не працюють механізми економічного примусу господарюючих суб'єктів до ефективної роботи;

– уперше досліджена специфіка мотивації реальних власників вітчизняних корпорацій у боротьбі за корпоративний контроль. Причиною цього є неурегульованість інституту приватної власності, а також спотворене сприйняття акціонерних прав, що стимулює дії по консолідації прав власності й вилученню їх із вільного обігу. Система власності, яка, з одного боку, замкнута від ринку акціонерного капіталу, а з іншого, – дискримінаційна й надміру ризикована для інвесторів, кваліфікується автором як квазікорпоративна;

– на основі узагальнення світового досвіду та вітчизняної практики функціонування корпоративного управління розкрито особливості та обґрунтовано перспективи розвитку національної моделі управління корпораціями. Глибинна реструктуризація системи корпоративного управління пов'язується як із реформуванням її елементів, так і з саморозвитком корпоративних відносин. Теоретично обґрунтовано й запропоновано комплекс правових, організаційних та

економічних заходів, спрямованих на підвищення ефективності чинної системи корпоративного управління. За концептуальну основу правового урегулювання системи корпоративного управління взято принцип збалансування економічних інтересів усіх суб'єктів корпоративних відносин. Серед організаційних заходів пропонується, зокрема, посилити вимоги щодо розкриття інформації про структуру власності, основних акціонерів та афілійованих осіб, а також незалежного ведення обліку акціонерів; проведення реформи судочинства; сприяння розвитку інститутів громадського контролю. Для заохочення переміщення трансакцій з корпоративними цінними паперами на організований ринок пропонуються окремі пільги в системі оподаткування;

– теоретично обгрунтовано місце та роль власності держави в системі корпоративного підприємництва і на цій основі визначено основні чинники незадовільного управління державною корпоративною власністю в Україні: відсутність довгострокової стратегії щодо формування й функціонування державного сектора економіки, надмірний обсяг та нераціональна структура корпоративних прав держави, розмитість суб'єкта управління ними. Запропоновано напрямки реформування державної корпоративної власності: визначення чітких стратегічних пріоритетів держави у виробничій сфері; оптимізація обсягу та структури корпоративних прав держави; створення нової системи управління корпоративною власністю держави, елементом якої є інститут державних керуючих на професійній основі. Для збереження державних часток власності у разі повторних емісій акцій доцільним стає створення державного інвестиційного фонду, формування якого можливе за рахунок одержуваних державою дивідендів та частково коштів від приватизації. Запропоновані зміни у методології статистичного обліку державної корпоративної власності;

– обгрунтовані методологічні засади, чинники та наслідки інтеграційних процесів у трансформаційній економіці, формування на їх основі інтегрованих корпоративних структур. Доведено, що специфіка приватизаційного процесу за умов спонтанного переділу суспільного капіталу сприяла утворенню корпорацій конгломератного типу. Разом з тим під впливом ринкових процесів пробиває шлях

тенденція до реструктуризації великих корпорацій у напрямку вибудови вертикально інтегрованих структур, а отже і позитивної ринкової реструктуризації національної економіки загалом. Запропоновано заходи щодо посилення державного регуляторного впливу на структурну перебудову економіки за участю корпоративного капіталу.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що теоретичні положення й висновки щодо корпорацій в умовах перехідної економіки складають внесок у теорію власності, економічного зростання, інституціональну теорію і доведені до рівня методологічних розробок та практичних рекомендацій. Вони призначені для використання при удосконаленні нормативно-правової бази функціонування корпоративного сектора, розробці програм підвищення ефективності державної корпоративної власності, структурної перебудови національної економіки та її інтеграції у світове господарство.

Основні наукові результати дисертаційного дослідження направлені Міністерству економіки і з питань європейської інтеграції України та Державній комісії з цінних паперів і фондового ринку України, враховані ними при доопрацюванні проектів Закону України “Про акціонерні товариства” (довідка №7224/01 від 18.07.2002 р.), Законів України “Про управління об’єктами права державної власності” та “Про корпоратизацію підприємств” (довідка №35-43/743 від 20.10.2003 р.), при удосконаленні Закону України “Про промислово-фінансові групи” (довідка №35-43/744 від 20.10.2003 р.).

Результати дисертаційної роботи впроваджені в навчальний процес у Вінницькому інституті економіки Тернопільської академії народного господарства при викладанні курсів “Політична економія”, “Мікроекономіка”, “Державне регулювання економіки” (довідка № 139 від 27.12.2004 р.).

Апробація результатів дисертації. Основні положення й висновки роботи доповідались автором на міжнародних, всеукраїнських та регіональних наукових конференціях: міжнародній науково-практичній конференції “Проблеми менеджмента и маркетинга на рубеже третьего тысячелетия” (травень 1999 р., м. Мінськ); міжнародній науково-практичній конференції “Право і суспільство:

актуальні проблеми взаємодії” (травень 2001 р., м. Вінниця); Всеукраїнській науковій конференції “Шляхи активізації вітчизняного виробництва: теорія та практика, проблеми підготовки фахівців” (травень 2001 р., м. Хмельницький); Всеукраїнській науково-практичній конференції “Фінанси, грошовий обіг та кредит в забезпеченні суспільного добробуту” (березень 2001 р., м. Київ); Всеукраїнській науковій конференції “Структурні та інституціональні фактори економічного зростання” (2001 р., м. Київ); Міжнародній науково-практичній конференції “Розвиток мікроекономічної теорії: навчально-методичні та науково-дослідні аспекти” (жовтень 2001 р., м. Київ); Міжнародній науково-практичній конференції “Суспільні реформи та становлення громадянського суспільства в Україні” (травень 2001 р., м. Київ); Міжнародній науково-практичній конференції “Управління організацією: регіональний аспект” (квітень 2002 р., м. Київ); Міжнародній науково-практичній конференції “Реформування фінансово-кредитної системи і стимулювання економічного зростання” (травень 2002 р., м. Луцьк); науково-практичній конференції “Теорія і практика сучасного менеджменту: проблеми та шляхи їх вирішення” (червень 2002 р., м. Тернопіль); Міжнародній науково-практичній конференції “Україна в глобальному середовищі: нові алгоритми управління економікою” (2002 р., м. Чернівці); Міжнародній науково-практичній конференції “Держава і бізнес: шлях до партнерства та взаємодії” (травень 2002 р., м. Вінниця); Міжнародній науково-практичній конференції “Теорія і практика ринкових перетворень в країнах з перехідною економікою” (листопад 2002 р., м. Київ); Міжнародній науково-практичній конференції “Реформування фінансово-кредитної системи і стимулювання економічного зростання” (вересень 2003 р., м. Луцьк); Всеукраїнській науково-практичній конференції “Економічні проблеми ринкової трансформації України” (листопад 2003 р., м. Львів); Всеукраїнській науково-практичній конференції “Розвиток фінансово-кредитної системи України в умовах ринкових трансформацій” (лютий 2003 р., м. Вінниця); Всеукраїнській науково-практичній конференції “Розвиток фінансово-кредитної системи України в умовах ринкових трансформацій” (жовтень 2004 р., м. Вінниця).

Основні результати дослідження доповідались на Вченій раді економічного факультету Київського національного університету імені Тараса Шевченка (березень 2004 р.).

Наукові публікації. Основні положення та результати дослідження опубліковано в одноосібній монографії “Корпоративні відносини в перехідній економіці: проблеми теорії і практики” (24,06 д.а.), 29 наукових статтях у фахових виданнях (із них 22 одноосібних), а також у матеріалах і тезах 17 наукових конференцій.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ КОРПОРАТИВНОЇ ФОРМИ КАПІТАЛУ

1.1. Інститут підприємницької корпорації як об'єкт економічного аналізу: огляд методологічних підходів

Економічна теорія покликана вивчати явища й процеси суспільно-економічного життя у їх виникненні, функціонуванні та розвитку. Сенс теоретико-економічного дослідження полягає у пізнанні їх сутності, з'ясуванні тенденцій та закономірностей розвитку, виявленні функціональних взаємозв'язків та залежностей в економічних системах мікро- і макrorівня, з'ясуванні рушійних сил та факторів їх еволюції. Природно, що з розвитком суспільства та економіки, ускладненням їх інституціональної структури та накопиченням соціальних проблем еволюціонує й сам предмет фундаментальної економічної теорії, збагачується його зміст, а відповідно напрацьовуються нові методологічні підходи, ефективні принципи економічного аналізу.

Теорія корпорації як одного із суб'єктів економічного процесу історично відображає певні закономірності розвитку економічної науки в цілому. Як продукт певного рівня розвитку ринкових відносин інститут корпорації поступово стає об'єктом економічного аналізу, а його особливості, місце та роль в економічній системі по-різному трактуються в залежності від конкретно-історичних умов розвитку суспільства та особистого розуміння предмета дослідження. Це й зрозуміло, адже підприємницька корпорація представляє собою складне економічне утворення, особливий інститут сучасної економічної системи.

Ретроспективний огляд й стисле відображення наукового інтересу визнаних теоретичних шкіл і напрямів, окремих дослідників до економічної корпорації, того, яке місце і чому у їх теоретичних конструкціях зайняла ця проблема, дають можливість визначити й оцінити у загальних рисах їх науковий внесок у прирощення знань про корпорацію, а головне – з'ясувати методологічні засади економічного аналізу обраної нами проблеми.

Класична політична економія, яка історично склалася в Англії та Франції упродовж XVIII-початку XIX ст., формуючи ідеальну модель ринкової економіки як умову пізнання ключових принципів та умов її функціонування й розвитку, зосереджувалася на явищі підприємництва в цілому як рушієві капіталістичного розвитку. У цій моделі виробничі відносини розглядалися під кутом зору розподілу основних факторів виробництва – праці, капіталу й землі, а також участі останніх у створенні вартості та відповідному розподілі доходів. Корпорації акціонерного типу на той час були рідкісним явищем й тому не представляли помітного інтересу для науковців.

Економічне вчення марксизму є, мабуть, найпершою спробою проникнення в глибинну сутність корпоративних відносин, пізнання закономірностей виникнення й розвитку корпоративного капіталу та власності. Карл Маркс встановив, що корпоративний капітал, який історично виник як виняток із загальних правил конкурентної гри у вигляді привілейованих, наділених політикою монопольними правами, великих торговельних компаній, на кшталт англійської та нідерландської Ост-Індських акціонерних корпорацій, з часом, а саме в період Промислової революції, задіяв могутні стимули для прогресу продуктивних сил, здійснення великомасштабних проєктів, введення нових технологій та нових організаційних форм, що означало не тільки суттєве розширення підприємницьких відносин, а й їх якісну зміну. Завдяки корпоратизації суб'єктів економічного процесу капітал розвинувся у найдосконалішу форму існування приватної власності, “де він існує не лише *в собі*, відповідно до своєї субстанції, але й за своєю *формою* є суспільною силою і суспільним продуктом” [1, с. 20].

Парадигма марксизму ґрунтується на рикардіанській теорії трудової вартості та гіпотезі капіталу як антагоністичних класових відносин – між капіталістами та найманими робітниками. Як вартість, що здатна самозростати за рахунок привласнення неоплаченої праці робітників, капітал виконує роль головної рушійної сили капіталістичного виробництва. Досягши шляхом капіталізації додаткової вартості та централізації інших індивідуальних капіталів колосальних масштабів, капітал у корпоративній формі, чи у формі асоційованої власності,

діалектично заперечує, скасовує необхідність капіталу як індивідуальної приватної власності в рамках самого капіталістичного способу виробництва. Понад те, внутрішньо притаманне корпораціям цілковите відокремлення підприємницької функції капіталу від власності на капітал, на думку Маркса, однозначно вказує на некапіталістичну альтернативу розвитку суспільства у перспективі, а тому акціонування капіталістичних підприємств у його концепції трактується як необхідний перехідний пункт у перетворенні капіталу в безпосередньо суспільну власність [2, с. 446-448].

Марксистська економічна теорія в цілому – це критика вад ранньоіндустріальної стадії капіталізму, себто стартового періоду в генезисі широкомасштабного корпоративного підприємництва, причому з чітко виражених позицій одного класу – пролетаріату. Корпоративному суб'єкту ринкової економіки у марксовому “Капіталі” (1867, перший том)* відведено всього декілька сторінок. Звідси стає зрозумілим, чому марксизм не помітив позитивної багатофункціональної ролі фондового ринку – цього невід'ємного елемента корпоративної економіки, але залишив зразки в'їдливої критики його пороків. Тому й не викликає у нас подиву резюме марксового соратника Ф.Енгельса: “існування акціонера-капіталіста, що “пішов у відставку”, стає не тільки зайвим, але й абсолютно шкідливим” [3, с. 287].

Корпорація як капіталістичний тип підприємства не могла залишитися поза увагою дослідників, умовно об'єднаних так званою історичною школою, що склалася первісно у Німеччині в другій половині XIX ст. Рішуче повставши проти формалізму та космополітизму в економічній науці, характерних для панівної на той час класичної політичної економії, представники історичної школи у своїх поглядах виходили з того, що, оскільки суспільство з ринковою економікою зазнає постійних трансформацій, постільки для розробки практично корисної суспільної науки недостатньо простої імітації фізики, до якої вдавалися раніше, конструюючи занадто абстрактні теоретичні системи чи заглиблюючись в окремі проблеми. В

* Тут і надалі після назви праці вказується рік її друкованого видання мовою оригіналу.

різних країнах, стверджували вони, складаються різні економічні інститути, а тому мають вирізнятися принципи та критерії їх наукового пояснення. Таким чином, перенесення акценту з “політичної економії” на “національну економію” вказувало на пріоритетність для них методології історизму та значення національно-людського чинника в дослідженні суспільно-економічної еволюції. У їхній уяві економічні відносини є похідними від етично-правових норм. Вибір зазначеної методології сприяв, окрім іншого, змістовному описуванню функцій капіталіста як підприємця та фіксації інституціональних змін, що відбуваються як в економіці конкретної країни в цілому, так і в її первинній ланці.

Так, один із визначних “істориків” Вернер Зомбарт у праці “Сучасний капіталізм” (1913) [4], виділяючи вищу в історії капіталізму стадію, яка розпочалась в Англії у XVIII ст. і закінчилась першою світовою війною, за її критерій брав істотну зміну форм реалізації капіталістичних функцій на прикладі корпоративної форми підприємництва. З появою корпорацій процес управління відокремлюється від власності, внаслідок чого різні функції підприємницької діяльності переходять до спеціалістів з організації виробництва, збуту та фінансів. Ця тенденція пояснювалася тоді, з одного боку, ускладненням підприємницької діяльності в конкурентному середовищі, а з іншого, – утратою великим підприємством свого капіталістичного духу, перетворенням його у своєрідний суспільний інститут, діяльність якого ґрунтується відтепер на врахуванні певних обмежень, що виникають зсередини, внаслідок монополістичних тенденцій, або вводяться ззовні, в результаті державного регулювання.

Неокласична економічна теорія, могутній поштовх для якої дала маржиналістська революція та започаткована нею методологія граничного аналізу, створила теорію фірми, в рамках якої досліджувалися проблеми раціонального розподілу обмежених виробничих ресурсів з метою максимізації прибутку. Фірма як синтетичне поняття розглядається тут у технологічних термінах, як виробнича функція, чи своєрідна “чорна скринька”, у якій виробничі ресурси оптимальним способом комбінуються й трансформуються у форму готових виробів. За такого підходу межі фірми приймаються як задані, визначені економією від масштабу

виробництва. Абстрактна модель фірми в неокласиці слугує лише інструментом визначення кількісних взаємозалежностей та оцінок ринкової ефективності економічних рішень. Інакше кажучи, фірма присутня тут лише символічно, як суб'єкт ринку нарівні з домашніми господарствами, а тому її організаційні особливості значення не мають.

Один із найвидатніших американських економістів Джон Бейтс Кларк, розвиваючи власну версію маржиналістської теорії, висловлював відверту антипатію до появи в капіталістичній системі великих фірм [5]. Великі господарські структури, на його гадку, можуть бути корисними лише у тій мірі, в якій вони сприяють підвищенню ефективності економіки. Однак їх ріст у розмірах вироджується в монополію. Великий бізнес неминуче загрожує конфліктами у промисловості, а тому йому слід протиставити державну політику регулювання цін та заохочення розвитку підприємництва.

Основоположник мікроекономічного аналізу англієць Альфред Маршалл у праці "Принципи економік" (1890) [6] ввів поняття представницької фірми, важливим елементом якого є виконання підприємцем організаційної функції. Це відкривало в методологічному плані можливість більш ґрунтовного та реалістичного розгляду структури й динаміки виробничих витрат, закономірностей розподілу прибутку. Відходячи частково від традиційного для неокласицизму принципу індивідуалізму в уявленні суб'єктів ринку та мотивів їхньої поведінки, Маршалл фіксує в постаті підприємця не просто абстрактного виробника, а також організатора й керівника фірми. Понад те, він зазначає, що необхідною умовою вкладення й ефективного використання фірмами акціонерного капіталу стає закріплення управлінської функції у них за професіоналами у сфері бізнесу та управління. За таких обставин винагорода керівника підприємницької структури має бути достатньою, аби мотивувати людину до ринкової пропозиції таких специфічних і вельми важливих послуг, а це означає, що остання регулюється ринковими законами щодо оплати праці як одного з факторів виробництва. Проте корпоративна економіка все ж не стала об'єктом особливої уваги у дослідженнях А.Маршалла. Не стала тому, що сама методологія неокласицизму підпорядкована

іншим дослідницьким цілям – вивченню мотивів прийняття економічних рішень ринковими суб'єктами та умов досягнення статичної рівноваги ринком, причому поведінкова мотивація розглядається виключно в термінах і рамках граничного аналізу, що є умовою розв'язання формалізованих завдань.

Вагомий вклад у вивчення корпорації як суб'єкта економічного процесу вніс інституціоналізм, представлений в економічній науці різними течіями та концепціями, яких об'єднує прагнення дослідників вийти за рамки методологічного індивідуалізму, притаманного неокласичній теорії, і розглядати економічну проблематику в широкому суспільному контексті, у взаємодії з іншими галузями знань. Міждисциплінарний, по суті, характер досліджень, який надає серйозного значення впливові на економічну мотивацію різноманітним інституційним чинникам, помітно збагатив економічну науку, сприяв більшій реалістичності й прагматичності її положень та висновків. Популярний в інституціоналізмі принцип історизму виражається в прагненні виявити рушійні сили, фактори та тенденції розвитку економіки й суспільства. Нестійкість ринкової економіки як її властивість пояснюється дією різноманітних чинників, одним із головних серед яких виступає технологічний. Результатом плідного використання емпіричного методу, як превалюючого у ньому, стало виявлення низки суспільних протиріч, які вказують на інертність та недосконалість наявних суспільних інститутів, необхідність відповідних реформ. Характерно, що саме такий історико-еволюційний підхід, опора на уважне вивчення фактів без введення обмежуючих умовностей відкрили можливість фіксації уваги дослідників на такому економічному інституті як корпорація та органічно пов'язаних з ним процесами концентрації капіталу та влади. Точніше кажучи, прямо пов'язане з життєдіяльністю великого корпоративного бізнесу входження ринкової економіки в якісно новий стан своєї історії, обумовило трансформацію парадигми наукового аналізу в напрямку обов'язкового врахування інституціональних чинників суспільного розвитку.

Родоначальник американського інституціоналізму Торстейн Веблен, доба якого прийшла на бурхливий період – утвердження домінуючих в економіці США та ряду європейських країн позицій корпоративного бізнесу, мав достатні

підстави для безпрецедентного до сих пір перегляду ключових принципів класичної системи. Статичний підхід ортодоксальних економістів, на його думку, малопродуктивний, оскільки він перекладає проблему розвитку на дію природних (об'єктивних) законів, а сам замикається на проблемі досягнення ринкової рівноваги. Попередня наука постійно переймалася ринковою ціною, тоді як справжня суспільна наука, на його думку, має бути еволюційною наукою, займатися проблемою причин та наслідків, історико-генетичним процесом і на його основі сприймати економічну систему як “кумулятивний процес”, а не самоврівноважуваний механізм [7, с. 32]. То ж, запевняв він, випустивши з виду інституціональні зміни, економічна наука далеко відстала від запитів індустріального суспільства. Веблен уперше увів в економічний лексикон поняття інститутів як “стійких звичок мислення, притаманних великій спільності людей” [8, с. 239], дослідивши їх походження з інстинктів, звичок, традицій та соціальних норм. Зміну економічних інститутів та наростання їх різноманітності він пояснював суто еволюційним принципом природного добору.

У праці “Теорія бездіяльного класу: економічне дослідження про інститути” (1899) [9] Веблен вивчає походження та функції “капітанів промисловості” – власників корпорацій, банкірів, біржових ділків, менеджерів, вплив на мотивацію їхньої діяльності психологічних установок, звичок та життєвих цінностей. Одиницею аналізу є поняття “інститут”, під яким розуміється “результат процесів, які відбувалися в минулому, вони пристосовані до обставин минулого (і тому є) фактором соціальної інерції, психологічної інерції” [9, с. 202-203]. В іншій праці “Абсентеїстська власність і підприємництво” (1924) [7] він, по суті, таврує капіталістичне суспільство, яке дозволило на акціонерно-кредитній основі розростися потужним корпораціям, фінансова сфера яких представляє своєрідний феодальний устрій, зручний для того, аби відособленим від виробництва магнатам промисловості привласнювати суспільне багатство. Абсентеїстська (англ. *absent* – відсутній) власність як власність на незримі активи (фінансовий капітал), відтіснивши на задній план власність на матеріальні блага, стала найважливішим економічним інститутом, за допомогою якого відкриваються можливості

концентрувати й контролювати величезний капітал. Водночас автономний рух та відрив ринкової ціни титулів власності від номінальної вартості реального капіталу можуть в залежності від обставин як казково збагатити акціонерів-власників, так і обернутися для них крахом. Залишаючись до кінця свого життя песимістом (й, за іронією долі, не ставши свідком “чорного четверга” – біржового краху 24 жовтня 1929 р.), Веблен неодноразово приходив до висновку про несумісність динамічного й ефективного розвитку машинного виробництва та орієнтації промисловців на біржову спекуляцію правами власності.

Висунута Вебленом концепція дихотомії бізнесу (гіпертрофії титулів власності) та виробництва, хоча й відображає реальні тенденції зародження й розвитку корпоративних відносин, все ж хибує, на наш погляд, методологічною непослідовністю, вираженою суб’єктивністю оцінок. Протиріччя між приватним економічним інтересом та потребами суспільства виводиться ним не з приватновласницьких умов життєдіяльності людини, а виключно з індустріальної стадії економічного розвитку, яку він називає просто машинною технікою. Правильно фіксуючи факт модифікації конкуренції в умовах домінування корпорацій, Веблен зводить процес концентрації та інтеграції корпоративного капіталу лише до монополістичних устремлінь, до максимізації прибутків шляхом свідомого обмеження виробництва. Тому, представлялось йому, корпоративна революція, спричинивши глибокі зрушення в економіці, веде лише до насилля та контролю над промисловістю шляхом таємної змови. Таким чином, використання Вебленом причинно-наслідкового принципу в інституціональному аналізі корпоративної економіки напередодні страхітливої Великої депресії, у підготовці якої вона, як виявилось невдовзі, взяла безпосередню участь, буде справедливим наразі трактувати як сміливу й блискучу спробу розібратися у механізмі суспільного розвитку [10, с. 75].

Новаторський методологічний підхід у дослідженні інституту корпорації знаходимо у творчій спадщині іншого американського інституціоналіста Джона Коммонса. Розмірковуючи про природу корпорації та про внутрішню суперечливість поняття власності у книзі “Інституціональна економіка” (1934) [11],

Коммонс, на відміну від Веблена та його песимізму, прийшов до висновку, що існує така можливість примирення суперечливих інтересів економічних агентів і єдиним способом досягнення цього виступають колективні дії, персоніфіковані діючими колективними інститутами – корпораціями, профспілками, державою. Учений робив ставку на свідому соціальну селекцію інститутів. Серед інститутів колективної дії виключна роль у регулюванні економічних відносин ним відведена праву*. Юридична процедура встановлює та гарантує дотримання суспільно прийнятних норм, чи обмежень індивідуальної поведінки, чим у підсумку упорядковуються суспільні відносини, забезпечується еволюційний характер суспільно-економічного поступу. Історичний процес становлення й розвитку корпоративної форми підприємництва, як і будь-якого суспільного явища, є яскравим виявом результативної взаємодії приватного інтересу та його обмежень колективними діями.

Ідея обмежень індивідуальної поведінки колективними діями не нова в політичній економії, як з'ясував Коммонс, проте її методологічні можливості значно ширші й далеко не вичерпані. В сутності своїй сучасний капіталізм як розвинена система підприємництва, що здатна функціонувати, головним чином, завдяки ринковому обігу цінних паперів, або відчужуваних боргів, базується на розгалуженій системі угод, у яких, як показав проведений Коммонсом аналіз багатьох сотень судових рішень, обов'язково фігурують права власності, закладається технологія їх відчуження. Тому, з одного боку, власність як сукупність певних прав та обов'язків повинна мати чітку юридичну фіксацію, що гарантуватиме надійність і виконуваність угод, а з іншого, – права власності як юридичні норми потрібно своєчасно переглядати, оскільки зі зміною економічних умов вони також видозмінюються. Здійснений уперше в теорії функціональний аналіз категорії власності виявив її комплексний, системоформуючий характер, а

* За висловом Дж.Коммонса, Верховний суд – перша кафедра політичної економії в США. Цей логічний висновок впливав із його уявлення, що тільки найвища судова інстанція спроможна встановити dokonечно “розумну вартість”, розрядити конфлікт інтересів й утвердити суспільний порядок.

відтак, виявився продуктивним у плані осмислення й практичного вирішення реальних господарських проблем.

Водночас генетичне дослідження такого інституту колективної дії як корпорація переконувало Коммонса у думці, що в сучасній економічній системі корпорація стає не тільки різнобічним і гнучким інститутом, стратегом у ринковій конкуренції, але й знаряддям агресивного підпорядкування своєму контролю індивідуальної поведінки, зокрема шляхом поглинань і об'єднань фірм, впливу на державних чиновників, юристів, лідерів громадських організацій та рухів. Цим небезпечним для всієї системи тенденціям можна зарадити, вважав він, реформуванням законодавства, щирими та обережними зусиллями з боку держави по захисту прав особистості.

З виходом великих корпорацій на передній край економічного життя та їх істотним впливом на суспільні відносини інститут корпорації у 20-30-і рр. ХХ ст. переміщується в центр економічної науки. Головною ця проблема уперше поставлена й досліджена американцями Гардинером Мінзом та Адольфом Берлі у їх спільній праці “Сучасна корпорація і приватна власність” (1932) [12]. Сталася, на їх погляд, корпоративна революція, яка ознаменувалася якісними змінами в економіці, а відтак, і підривом основ ортодоксальної економічної доктрини. Корпорації репрезентують нову форму підприємств, принципово відмінну від класичного типу капіталістичних підприємств, характерних для XVIII-XIX ст. Як наслідок цього, змінилися і юридичні інститути, а тому перегляду потребує саме поняття власності. Структура корпорацій на акціонерній основі, доводять вони, пов'язана з відокремленням власності на активи від контролю за їх використанням. Це – суттєва трансформація господарського ладу, якщо брати до уваги факт концентрації корпораціями величезних капіталів, вирішальна роль в управлінні якими належить уже не номінальним власникам-акціонерам, а менеджерам компаній. Таку систему Мінз називає “колективним капіталізмом” [13]. Немає жодної гарантії, що корпоративна економіка слугуватиме суспільним інтересам чи хоча б інтересам акціонерів, адже наймані керівники не зацікавлені в максимізації прибутку фірми, ігнорують ринкові фактори, отримують можливості узаконеними

методами й різними маніпуляціями обмежувати формальні права відсторонених інвесторів. Політико-правова неурегульованість нових економічних відносин, стверджують вони, спричиняє соціально деструктивні наслідки.

Інституціональний аналіз корпоративних відносин поставив перед Мінзом та Берлі й низку інших нових теоретичних проблем. Стало очевидним, що корпорації певною мірою витісняють ринок, переймаючи на себе функцію координації та розподілу економічних ресурсів, причому не лише в рамках підприємств, а й між підприємствами. Звуження кола виробників, адміністрування цін указують на тенденцію до ослаблення цінової конкуренції, а тому проблематичною представляється колишня здатність економіки самої по собі забезпечувати повноту використання ресурсів. Однак Мінз та Берлі не засуджують ці процеси, усвідомлюючи їхню об'єктивну природу. Їх головне завдання, вочевидь, полягає у тому, щоб емпірично довести наявність вкрай важливих сучасних проблем, які випадають із поля зору економічної теорії через її інертність, неадекватність проповідуваної нею класичної парадигми реаліям ХХ ст. У сфері економічної науки, на їх думку, чільне місце має займати корпоративний сектор, зокрема вивчення мотивів діяльності менеджерів.

Теорія “корпоративної революції” Г. Мінза й А. Берлі сприяла подальшій активізації наукового інтересу до проблеми трансформації відносин приватної власності, центром якої став інститут корпорації. На основі емпіричного аналізу змін у структурі акціонерного капіталу й власності вирости ціла низка теорій: “дифузії власності” (“демократизації капіталу”) Т. Карвера [14] і Е. Джонстона [15], “управлінської революції” (“революції менеджерів”) Дж. Бернхема [16], “народного капіталізму” А. Берлі [17] і М. Сальвадорі [18], назви яких говорять самі за себе. Ці теорії, часто об'єднані під рубрикою “концепції народного капіталізму” [19, с. 61-62], споріднює, на наш погляд, перебільшення значення деяких тенденцій розвитку корпоративної власності, метафізичне трактування співвідношення власності й влади (мовляв, капіталісти зберегли власність, але втратили владу (контроль) у корпораціях, а менеджери, навпаки, не маючи солідної власності, перехватили реальну владу в них).

У динамічній моделі капіталізму Йозефа Шумпетера, викладеній у книзі “Теорія економічного розвитку” (1912) [20], корпоративні відносини розглядаються в аспекті підприємництва, обґрунтування його інноваційної сутності. Згідно з його теорією, економічні зміни у суспільстві є результатом нововведень, тобто впровадження нових технологій, нових продуктів, нових джерел постачання і нових організаційних форм виробництва, чи, коротше кажучи, використання наявних продуктивних сил для вирішення нових завдань. Фінансування нововведень на сучасній технологічній основі стає можливим при залученні позичкового та акціонерного капіталу. У цьому відношенні явну перевагу мають великі компанії, яким доступніший банківський кредит та є змога залучити інвесторів на правах акціонерів. Досліджуючи циклічну природу економічного розвитку капіталізму, Шумпетер висуває ідею про стабілізуючу роль великих корпорацій. Хоча останні часто стають об’єктом критики як монополістичні структури, в дійсності їхня діяльність у вигляді встановлення жорстких цін, свідомого обмеження випуску продукції та патентного контролю забезпечує стійкість капіталістичної системи, відіграючи роль противаги по відношенню до нововведень [20, с. 87].

Разом з тим поширення корпоративних підприємств акціонерного типу, на думку Шумпетера, вказує на те, що капіталізм (у розумінні вченого – це система, що ґрунтується на індивідуальній приватній власності) як чудовий економічний механізм перестає функціонувати [21, (с. 139)]. Це видно з того, як успіхи ринкової економіки парадоксальним чином підривають становище буржуазії, первісно ототожнюваної з капіталізмом. На зміну колишньому індивідуалізму у підприємницькій діяльності з властивими йому високим ступенем ризику та романтикою економічних пригод прийшла організаційна бюрократія, зайнята простою рутиною, технікою мобілізації приватних заощаджень. Приватна власність та свобода укладання контрактів стають уже архаїчними правовими категоріями.

Концептуальні ідеї Шумпетера стосовно ролі корпорацій та їх взаємодії з конкуренцією дали імпульс дослідженням у руслі неокласичної традиції (щодо ринкового механізму, цін, прибутку, фірми), а також сприяли розробці

інституціоналістами “теорії великої корпорації” як основного агента ринкового процесу, який формує власну економічну політику й здійснює довготривалу стратегію розвитку.

Теоретико-методологічна еволюція інституціоналізму у повоєнні роки виразилась у відході від переважно критичних оцінок діяльності корпоративного сектора та пов’язаних із нею монополізацією економіки й конфліктністю інтересів. Явно переважаючий тепер індустріалістсько-технократичний підхід привів дослідників до теоретичної реабілітації великих корпорацій на підставі висновків про зміну їхньої природи та поведінки, їх сприйняття як основного носія раціональності й рушійної сили економічного прогресу.

Найбільш рельєфно теорія корпоративної економіки, викладена у працях Джона К. Гелбрейта “Нове індустріальне суспільство” (1967) [22] та “Економічні теорії і цілі суспільства” (1973) [23]. Існує погляд, згідно з яким цього ученого відносять до старого інституціоналізму (див., наприклад, [24, с. 29]). Висловлюється й протилежна думка, що Дж. Гелбрейт є безперечним лідером сучасного інституціоналізму (див., наприклад, [25, с. 93]. Ближчою до істини, з нашого погляду, є другий із цих поглядів. Річ у тім, що цей учений пережив трансформацію власних поглядів на природу й роль корпорацій, чи справедливіше було б сказати, зумів позбутися багатьох стереотипів і глибше пізнати суть проблеми. Якщо у довоєнний період, як видно з його праці “Нова конкуренція й економічна політика” (1938) [25, с. 484-485], він обмежується різкою критикою великих корпорацій як монополій, стверджуючи про втрату ринком у корпоративній економіці саморегулюючої функції, то, починаючи з 50-х рр., його погляди на корпорацію істотно змінилися, стали більш виваженими, фундаментальними.

Вихідний принцип автора – реальністю сучасного ринку є обмеженість інформації як економічного ресурсу, знання кожного суб’єкта носять спеціалізований і частковий характер. Тому об’єднання цих часткових знань у рамках організації, чи техноструктури, за його висловом, стає необхідністю для досягнення повноти інформації як запоруки успішного бізнесу. На цій основі

робиться висновок, що влада перейшла від окремих особистостей (підприємців, чи фінансового капіталу) до техноструктури, яка представляє групову індивідуальність і визначає поведінку як своїх безпосередніх учасників, так і залежних від неї суб'єктів (споживачів, громадськості, політиків). Перехід влади зумовив також зміни корпоративної стратегії: для техноструктури максимізація прибутку корпорації вже не є головною метою. Її безпосередній інтерес полягає передовсім у самозбереженні та зміцненні своєї влади, а засобами його реалізації стають збільшення розмірів компанії, мінімізація ризику за допомогою контролю над цінами, тобто намагання замінити ринок плануванням.

Гелбрейт тепер визнає дію механізму стихійного саморегулювання і в самій корпоративній економіці, доводячи це фактами посилення концентрації капіталу для інвестувань у новітню техніку та зумовленого цим розвитку плановості виробництва й збуту, розвитку системи маркетингу великих ринків для товарів масового виробництва. Основою крупної корпорації, за Гелбрейтом, є поєднання передової техніки з масованим застосуванням капіталу, що обумовлює необхідність довгострокового планування, або панування корпорацій над споживчим попитом. Така теорія обґрунтовує необхідність створення й підтримки державою системи “урівноважуючих сил” шляхом сприяння появі нових олігополій – конкурентів великим корпораціям, а не знищення їх застосуванням антимонопольного законодавства, а також державних інвестувань у розвиток людини.

На розвитку теорії корпорації як форми підприємництва позначилися процеси технологічної модернізації виробництва повоєнного періоду та сучасної науково-технічної революції. У книзі П. Друкера “Нове суспільство: анатомія індустріального ладу” (1949) [25, с. 481-483] промислова корпорація перебуває у центрі уваги як організація, якій належить виключна роль у налагодженні масового потоково-конвеєрного виробництва та запровадженні на його основі наукового менеджменту. Ці інновації дозволили корпораціям не лише різко збільшити свою прибутковість, а й завоювати широку довіру банків та інвесторів, створити потужні транснаціональні й багатонаціональні корпорації. Виник новий, на думку ученого, антимонопольний тип корпорацій, які своєю мобільністю та інтегративною

здатністю ламають монополістичні міжгалузеві бар'єри. До соціальних наслідків діяльності великих корпорацій у 50-60-ті роки віднесено “розсмоктання” масового безробіття, поширення системи споживчого кредиту та перетворення “середніх прошарків” найманих працівників в основних власників матеріального багатства.

Покладений в основу теорії П. Друкера технологічний підхід поєднується з його поглядом на суспільство як “суспільство організацій”. Розвиваючи ідею про те, що нові знання стали головним економічним ресурсом, автор обґрунтовує необхідність створення ефективної теорії організації, серед елементів якої – залучення працівників до управління, делегування повноважень та прийняття відповідальності за самостійні рішення й дії. У новій теорії “інноваційної економіки та підприємницького суспільства” [25, с. 507-509] Друкер концептуалізує ситуацію, яка склалася в США у 90-і рр. в результаті утвердження нового технологічного способу виробництва на основі сучасної НТР, приходячи до висновків, що головною формою власності стала інтелектуальна власність, яка структурує суспільство й визначає його розвиток, і що на цій основі підвищується якість корпоративного менеджменту, його цільовою установкою знову стає максимізація доходів акціонерів.

Найбільш плідними дослідження корпоративної форми підприємництва знаходимо у теоретиків неоінституціонального напрямку, піднесення якого доводиться на другу половину ХХ ст. З методологічного погляду цей прорив у знаннях обумовлений трьома основними моментами. По-перше, наростанням незадоволеності як неокласичною теорією за її ідеологічну (проринкову) упередженість, так і теорією “старого” інституціоналізму, який надто захопився пошуком істини в позаекономічній сфері, знехтувавши мимоволі внутрішніми, економічними механізмами функціонування й розвитку. Унаслідок такого ухилу “старий” інституціоналізм фактично обмежився описом інституціонального середовища та емпіричним доведенням його впливу на поведінку корпорації й її учасників. По-друге, реальна корпоративна економіка, як довели послідовники мікроекономічного аналізу передусім Дж. Робінсон, Е. Чемберлін, не “вбиває” ринкову конкуренцію, а модифікує її прояви, переводить в інші режими, і таким

чином зберігаються потенції ринкового саморегулювання економічної діяльності і в цьому секторі. Цим виявляється можливість успішного використання мікроекономічного інструментарію і в інституціональних теоретичних конструкціях, в дослідженнях широкого кола навіть позаекономічних явищ, включаючи сферу політики, права, освіти, сім'ї тощо. По-третє, система державного регулювання економіки, впроваджена практично в усіх розвинених країнах, уже переконала науковий світ у своїй ефективності, залишивши предметом суперечок лише межі втручання держави в економіку, хоча це також має принципово важливе значення. Регулюючий вплив держави на ринкову систему, де владарюють корпорації, схвалюється усіма інституціоналістами.

У якісно новій, змішаній економічній системі ефективність корпорації як провідного економічного інституту поставлена в залежність від багатьох ендогенних і екзогенних чинників, наприклад, від чіткості й прозорості розподілу та надійності захисту прав власності, стану укладання й виконання контрактних угод, оптимальності організаційної структури, сприятливості корпоративної культури. Саме тому в руслі неоінституціональної економіки протягом останніх десятиліть розроблено цілий ряд теорій, кожна з яких знаходить свій пласт проблем корпоративного життя.

Методологічну значущість для дослідження природи та механізмів функціонування корпоративних відносин представляють, з нашого погляду, неоінституціональні теорії прав власності, трансакційних витрат та агентських відносин.

Економічна теорія прав власності, найяскравішими представниками якої є Р. Коуз (1960) [26], А. Алчіан (1961) [27], Г. Демсец (1967) [28], О. Харт, С. Гросман та Дж. Мур [29; 30; 31], розглядає, подібно до марксизму, власність як фундаментальне поняття ринкової економіки, але трактує його своєрідно, в інституціональному дусі. Під системою прав власності розуміється вся сукупність норм, які регулюють доступ до рідкісних (обмежених) ресурсів, причому ці норми можуть санкціонуватися не лише державою, але й суспільством – у вигляді звичаїв, традицій, релігійних заповідей, моральних установок. Теорія прав власності

розглядає економічну організацію як систему контрактів, якою визначається розподіл прав власності між її учасниками. Конфігурацією розподілу прав власності на ресурс як “пучка правомочностей” між економічними агентами закладаються передумови для ефективного використання власності. Таким чином права власності як норми поведінки, або “правила гри”, упорядковують відносини між учасниками економічного процесу, впливають на прийняття економічних рішень кожним суб’єктом.

У принципі інституціональний підхід до прав власності не заперечує об’єктивної природи економічних відносин власності, а акцентує увагу на важливості їх адаптації до суспільного середовища, сприйняття суспільством “як своїх”. Обов’язковою умовою ефективного господарювання на мікро- і макрорівні є точне й повне визначення, або специфікація, прав власності, їх закріплення у формальних і неформальних нормах (законах та інших нормативно-правових актах держави, статутах корпорацій, контрактах тощо). За “розмитості” прав власності обмежуються функції реального власника, економіка втрачає ефективність. Разом із тим, специфікація прав власності – справа проблематична: недосяжна в повному обсязі та витратомістка, тобто така, що сама регулюється мікроекономічним принципом граничних витрат – балансуванням вигод та витрат. Як бачимо, економічна теорія прав власності має тісний зв’язок із реальною економікою і дає методологічний ключ для аналізу складної структури відносин корпоративної власності, визначення тенденцій її еволюції у ринковій та перехідній економіках.

Органічним доповненням попередньої теорії виступає теорія трансакційних витрат, основи якої вперше викладені у статті Р. Коуза “Природа фірми” (1937) [32]. Автор спростовує постулат неокласики, згідно з яким ринкові суб’єкти володіють усією повнотою інформації і приймають тільки раціональні рішення. За базову одиницю аналізу тут приймається контракт. Крім виробничих, або трансформаційних, витрат, ринкові суб’єкти несуть ще й трансакційні витрати, пов’язані з координацією та взаємодією між собою. За такого підходу ринок представляється сферою обміну прав власності, а всі витрати, пов’язані з обміном

та захистом цих прав, становлять клас трансакційних витрат. Таким чином ця теорія стає науковим підґрунтям вибору організаційної форми підприємництва.

Вирішальним критерієм вибору тієї чи іншої форми організації підприємства тут визнається економія трансакційних витрат. При концентрації ресурсів фірма запобігає витратам при укладанні й виконанні угод на ринку, отримуючи можливість прямо (адміністративним способом) розподіляти ресурси. При цьому виникає нова проблема – проблема оптимального розміру фірми. Проблема купувати щоразу ресурс чи купити відразу підприємство (й виготовляти самому), або співвідношення ринку та ієрархії, вирішується теоретично зіставленням граничних витрат, пов'язаних відповідно з ринковими угодами та з функціонуванням ієрархічної організації [32, с. 264].

У рамках інституціональної теорії бракує єдності в розумінні природи трансакційних витрат. Існує чимало підходів до визначення сутності цих витрат. Звернемося до окремих із них, виходячи з нашої мети.

У праці А. Алчіана і Г. Демсеца “Виробництво, інформаційні витрати та економічна організація” (1972) [27] трансакційні витрати пов'язуються з використанням в рамках економічної організації переваг кооперації як форми спільного використання ресурсу та реальністю опортунізму у поведінці учасників угоди. Опортунізм, тобто можливість свідомого ухилення будь-ким з учасників від досягнутої угоди, є особливою формою раціональних дій за умов неповноти та асиметричності інформації, а тому об'єктивно він зумовлює необхідність встановлення контролю за усіма партнерами з метою мінімізації втрат від їх опортуністичної поведінки. Таким чином доводиться, що реалізація власності передбачає, чи має своєю сутністю, здійснення функції контролю за використанням ресурсів.

О. Уільямсон у праці “Економічні інститути капіталізму” (1985) [33] досліджує зв'язок трансакційних витрат із витратами по узгодженню позицій учасників обміну правомочностями, досягненню ними угоди. Вихідна позиція Уільямсона: первинне значення у визначенні меж економічної організації має не характер технології, як запевняє неокласична доктрина, а витрати, які

супроводжують взаємодію економічних агентів, та можливість їх мінімізації шляхом контрактних угод. Усяка угода – суспільне благо, обіцяє обопільну вигоду, але кожна сторона переговорів прагне перекласти витрати по її досягненню на іншу. При звуженні кола потенційних учасників угоди зростає їх взаємозалежність, а пропоновані для обміну правомочності перетворюються у специфічний актив. Специфічними активами вважається все те, що має особливу цінність при виконання конкретного контракту. Інакше кажучи, проблематичною справою є їх продаж, передислокація чи будь-яке інше використання. Наявність специфічних активів створює стимули для опортуністичної поведінки (нав'язування іншій стороні певних умов). Оперуючи контрактною концепцією, Уільямсон ставить під сумнів традиційне пояснення інтеграційних процесів в економіці технологічним детермінізмом. Вертикальна інтеграція капіталів у різноманітних формах корпоративних об'єднань, у його інтерпретації, виступає ефективним способом економії трансакційних витрат. Практичність цієї теорії наочна на прикладі постійних реорганізацій корпоративних структур, злиттів та поглинань конкурентів.

Методологічний потенціал аналізу корпоративного суб'єкта закладено також у неоінституціональній теорії агентських відносин. Її представляють праці Дж. Стігліца [34], О. Уільямсона [33; 35], Ю. Фама, М. Дженсена [36; 37] та ін. У центрі уваги даної теорії – внутрікорпоративні відносини “принципал-агент” та проблема розподілу прав власності за асиметрії інформації й пов'язаного з нею опортунізму в діях агентів. Дилема принципала (сторони, що делегує свої повноваження) полягає у виборі між необхідністю контролювати агента (виконання прийнятих повноважень) та небажанням нести пов'язані зі здійсненням контролю витрат. Існує загроза маніпуляції агентом принципала, свідоме введення в оману свого контролера як способу максимізації корисності для себе. На цій основі ведеться пошук механізмів раціонального розподілу ризику між обома сторонами, забезпечення ефективного контролю власниками компанії поведінки найманих менеджерів. Огляд літератури, присвяченої аналізу агентських відносин у корпорації подано в [38].

Сучасний інституціоналізм досліджує особливості та розвиток організаційних структур корпоративного бізнесу не лише в площині взаємодії “принципал-агент” та динаміки трансакційних витрат, а й з погляду еволюції, їх залежності від попередньої траєкторії розвитку. Корпорація певною мірою уподібнюється суспільству. Це видно з того, що функції, аналогічні ідеології на інституціональному рівні, переходять до корпоративної культури. Остання матеріалізується у нормах, принципах і традиціях, на основі яких функціонують відносини принципала та агента. Через неминучість неповноти контрактів корпоративна культура слугує засобом адаптації агентів до непередбачуваних змін, для адекватної оцінки рішень принципала в цих умовах. Завдяки існуванню організаційної культури корпорація отримує свою ідентичність. Корпоративна культура і пов’язана з нею репутація – ресурс, який збільшує ринкову цінність компанії. Цей аспект корпоративної проблематики представлений у працях Д. Крепса (1984) [39] та А. Чандлера (1977) [40].

Заслуговує на увагу в плані методології пізнання природи корпоративного суб’єкта господарювання і еволюційна теорія економічних змін, яка, із нашого погляду, доповнює інституціональну парадигму, маючи більш виражений історико-еволюційний підхід. Зазначена теорія, викладена у спільній праці Р.Нельсона і С.Уінтера [41], розглядає будь-яку економічну структуру як кладову досить специфічного діапазону продуктивних знань, своєрідність (“ідіосинкразичні риси”) якого вирізняє не лише галузеву, а й внутрігалузеву специфіку конкретної фірми. Комерційний успіх тієї чи іншої фірми тільки зовні представляється результатом одного “вдалого виступу”, а в дійсності він відображає кумулятивний ефект великої низки попередніх подій, чи нагромадження знань. З еволюційного погляду не існує єдиного критерію оптимальності економічних рішень, більшість рішень на мікрорівні можна трактувати як вибір за принципом “досягнення задовільного результату”, позаяк ці рішення за способом прийняття є адаптивною реакцією на умови, що переважали раніше, або є довготривалими наслідками випадкових подій у минулому. Звідси й назва організаційних рішень як “рутин”.

Активізувалася увага науковців до економічного інституту корпорації і на постсоціалістичному терені. Однак, якщо за часів адміністративно-командної системи поняття корпорації, чи акціонерних відносин, в політичній економії капіталізму трактувалося майже виключно в негативному значенні відповідно до марксистського класового підходу (див., наприклад, [42; 43]), то з початком ринкових реформ корпоратизація економіки розглядається як основний спосіб роздержавлення й приватизації власності, але часто з явно вираженим акцентом економічного романтизму, сподіванням на ринково-соціалістичну траєкторію розвитку перехідної економіки. Характерною рисою цього періоду є те, що корпорація теоретично представляється як унікальна форма переходу до “народного капіталізму” чи “народної економіки”, де саме колективній власності з демократичною системою самоврядування відводиться через економічну політику держави пріоритетна роль (див., наприклад, [44; 45; 46]). Звичайно, окремі теоретичні розробки й тоді виглядали більш виважено та конструктивно (див., наприклад, [47; 48]).

Теперішня реальність корпоративної економіки, множина її гострих соціальних проблем розходиться з наявними теоретичними моделями трансформації відносин власності, вказуючи цим на їх поверховість та ілюзорність. У цьому становищі ми вбачаємо дві основні причини: по-перше, це відсутність історичного досвіду щодо системної трансформації постсоціалістичної економіки або новизна проблеми взагалі для науки; по-друге, це недостатня обізнаність із надбаннями світової економічної думки, вже апробованими методологічними підходами, передусім перевагами сучасних інституціональних досліджень. Розробки нової інституціональної економічної теорії щодо корпоративного інституту в країнах з перехідною економікою поки що здебільшого популяризуються й використовуються в аналізі фрагментарно. Пануючою все ще залишається ідеологія неокласичного “мейнстріму”, що, однак, за визнанням відомих теоретиків, значною мірою характерно для більшості економістів.

1.2. Концентрація та централізація капіталу – базовий чинник розвитку індустріальної системи виробництва

Дійсна природа жодного із суб'єктів економічного процесу не може бути належним чином визначена без з'ясування передовсім в узагальненому вигляді характеру, чи принципів рис, тієї економічної системи, яка генетично породила й розвинула його. Корпорація – одна з організаційних форм підприємництва в ринковій системі, а відтак ми зобов'язані розпочати її теоретичне дослідження з розгляду саме цієї економічної системи як абстрактної моделі, виведеної з певних універсальних принципів, що не підлягають емпіричній перевірці.

Економічна система ринкового типу, яку прийнято ще називати капіталістичною [49, с. 53], сформувалася як продукт природно-еволюційного розвитку людської цивілізації*. Основними засадничими її елементами та принципами є:

- панування приватної власності на умови й результати виробництва;
- свобода підприємництва й вибору для виробників та споживачів;
- особистий економічний інтерес як головний мотив поведінки людини;
- конкуренція як основна регулююча сила, що розсіює економічну владу й пов'язує у такий спосіб реалізацію особистих інтересів із суспільним добробутом;
- ринкове ціноутворення як механізм координації рішень і дій відособлених господарюючих суб'єктів;
- роль держави як гаранта прав власності та суб'єкта, що здійснює регулюючу функцію відповідно до цілей своєї економічної політики.

Система ринкових відносин об'єктивно зумовлена суспільним поділом праці, який, з одного боку, роз'єднує виробників, спонукає їх до спеціалізації як форми зайняття окремими видами трудової діяльності, а з іншого, – породжує стійкі функціональні взаємозв'язки між ними. Самостійність господарювання переростає

* Товарна форма господарства як протилежність натуральному (самодостатньому) господарству зародилася, за визначенням Ф. Енгельса, ще 5-7 тисячоліть тому в умовах розкладу первісно-общинного ладу [Енгельс Ф. Доповнення до третього тому "Капіталу" // Маркс К., Енгельс Ф. - Твори. - Т.25. - Ч.ІІ. – К.: Держполітвидав України, 1965. - С. 436].

в економічну відособленість виробників, оформляється в решті-решт в інститут приватної власності і стає економічною основою формування суб'єктів ринкових відносин. У свою чергу, коопераційні (функціональні) зв'язки між ними модифікуються в обмінні процеси на еквівалентній основі. В підсумку ринкові процеси й відносини набувають системного характеру; охоплюючи усі стадії відтворення, вони утворюють складний механізм функціонування економіки.

Господарська система ринкового типу в сутності своїй представляє систему підприємництва. Підприємництво – це особливий тип господарювання, головним суб'єктом якого є підприємець, який раціонально поєднує (комбінує) виробничі ресурси на інноваційній основі, на власний ризик організує й керує виробничим процесом з метою отримання доходу (прибутку) [49, с. 38; 50, с. 13-14]. Ця система базується на понятті “капітал”, під яким теоретики розуміють один із основних факторів виробництва (економічних ресурсів), що виступає у вигляді сукупності створених засобів виробництва, зокрема будівель, споруд, машин, обладнання, інструментів, транспортних засобів і засобів зв'язку, сировини і напівфабрикатів, використовуваних у виробництві товарів та послуг. У цьому значенні капітал використовується в організованому підприємцем виробничому процесі поряд із працею найманих працівників та природними ресурсами (за традицією від класиків політичної економії названими “землею”). Капітал часто називають третім фактором виробництва, підкреслюючи тим самим еволюційність розвитку людської цивілізації.

Абсолютна більшість визнаних теоретиків, починаючи від класиків, тлумачить сутність капіталу як вартість, чи цінність, що здатна приносити своєму власнику постійний дохід, а його природу пов'язує з минулою працею суспільства, збереженою та нагромадженою завдяки ощадливості підприємців. У концепції Шумпетера таке визначення дещо модернізоване: “Капітал є не що інше, як важіль, який дозволяє підприємцю отримувати у своє повне розпорядження потрібні йому конкретні блага, не що інше, як засіб, який дає підприємцю можливість використовувати ці блага для досягнення нових цілей, а також орієнтувати виробництво у новому напрямку” [20, с. 231].

Необхідною умовою існування капіталу є його нагромадження, тобто забезпечення процесу постійного розширення ресурсної бази продукування прибутку. Закономірність нагромадження капіталу зумовлена, з одного боку, цільовою функцією підприємця, а з іншого, – конкурентним середовищем його діяльності. Господарюючий суб'єкт прагне не просто отримувати прибуток як певну винагороду, а й щоразу, по закінченні кожного виробничого циклу максимізувати його задля того, аби приростити за його рахунок функціонуючий реальний капітал і таким чином зміцнити власні ринкові позиції. Щодо ролі конкуренції у нагромадженні капіталу, то варто у цьому зв'язку зіслатися на постулат неокласиків, який поділяв і М. Туган-Барановський, про те, що ринок керує виробництвом, а не виробництво ринком.

Слід зазначити, що в залежності від обраної методології маститі учені розійшлися в думках щодо наслідків та перспектив нагромадження капіталу як економічної закономірності. Так, наприклад, А. Сміт у [51], сприймаючи підприємця як ошадливого господаря, бачив у цьому процесі головну рушійну силу прогресу, ключ до національного добробуту. Дослідження цього ж процесу Д. Рікардо в [52], навпаки, робило його песимістом щодо майбутнього капіталістичного суспільства. Унаслідок дії закону спадної родючості землі та зростання чисельності населення, міркував він, дорожчає продовольство, підвищується заробітна плата, а тому, згідно з його антагоністичною по суті теорією розподілу доходів, відповідно скорочується прибуток. Звідси виникає тенденція до зниження норми прибутку, яку дослідник розглядав як катастрофу, оскільки це, представлялось йому, підриває стимули та можливості для нагромадження капіталу. К. Маркс обґрунтовував понижувальну тенденцію норми прибутку зміною органічної будови капіталу як дію “абсолютного, загального закону капіталістичного нагромадження” [53, с. 659], який, зрештою, наблизить пролетарську революцію як порятунок від гноблення праці капіталом.

Якщо повернутись до тієї раціональної ідеї, що суспільства інвестують, або створюють капітал, тільки тому, що жертва поточного споживання уможлиблює збільшення споживання у майбутньому, то, здається, унаслідок високих темпів

інвестування спадна віддача й, справді, знижуватиме норму прибутку на капітал, що й прогнозували деякі з класиків і Маркс. "Проте як це не дивно, – говорить П. Самуельсон, – але норма прибутку на капітал помітно не знизилася протягом останніх 150 років, хоча основний капітал багаторазово збільшився" [54, с. 378]. Це підтверджується статистичними даними, приведеними у табл. 1.1

Таблиця 1.1

Динаміка норми прибутку в обробній промисловості США, % [55, с. 391, 451]

Роки	Норма прибутку (після сплати податків) на капітал	Частка прибутку (після сплати податків) в обсязі продаж	Роки	Норма прибутку (після сплати податків) на капітал	Частка прибутку (після сплати податків) в обсязі продаж
1950	15,4	7,1	1987	12,8	4,9
1960	9,2	4,4	1988	16,1	6,0
1970	9,3	4,0	1989	13,6	5,0
1980	13,9	4,8	1990	11,2	4,2
1985	10,1	3,8	1991	6,3	2,4
1986	9,5	3,7	1992	10,3	4,0

“Норма прибутку залишилася високою, – пояснює це П. Самуельсон, – бо інновації та науково-технічний прогрес створювали нові можливості для отримання прибутків дуже швидко, якщо попередні інвестиції вичерпувалися” [54, с. 378]. У цьому відношенні Й. Шумпетер порівнював динамічний процес нагромадження капіталу з перебиранням скрипкових струн. То ж, очевидно, стимули для нагромадження капіталу не вичерпуються з розвитком ринкового господарства, і спричинюється цей феномен дією двох сил – науково-технічним прогресом та людською ощадливістю, розрахованою на власне заможніше майбутнє.

Кількісні параметри й динаміка нагромадження капіталу визначаються різними факторами, з-поміж яких виділимо, з нашого погляду, найважливіші.

На мікрорівні внутрішніми, або ендогенними, факторами нагромадження капіталу є:

– співвідношення між особисто споживаною та інвестованою частинами розподілюваного прибутку. Чим більше капіталізується прибутку, тим швидше зростає функціонуючий капітал;

– розмір отриманого прибутку. При заданій пропорції розподілу встановлюється пряма залежність між величиною прибутку та номінальним приростом капіталу;

– розмір функціонуючого капіталу. За сприятливих ринкових умов більші інвестиції приносять більший підприємницький дохід і швидше приростають новим капіталом.

Разом із тим істотний вплив на розміри нагромадження індивідуального капіталу справляють макроекономічні, або екзогенні, фактори, як-от:

– рівень продуктивності суспільної праці. Результативність суспільної праці в міру поглиблення поділу праці, удосконалення засобів та організації виробництва невинно зростає, унаслідок чого здешевлюються потенційні матеріальні носії капіталу. На цій основі відкриваються можливості збільшення реального капіталу при тій же вартісній величині фонду нагромадження;

– рівень конкуренції на ринку товарів. Посилення конкуренції змушує власників підприємств вишукувати додаткові джерела капіталовкладень, залучати капітал на боргових та/чи пайових умовах;

– економічна політика уряду. Держава завжди тією чи іншою мірою втручалася в економіку, накладаючи податкові стягнення, маніпулюючи правовими нормами (обмеженнями поведінки) та прибравши до своїх рук емісію грошей. Завдяки кейнсіанським рецептам економічна політика сучасної держави стала більш системною та гнучкою. То ж капіталотворчий процес у країні значною мірою підпорядковується цій обставині, стає залежним від кон'юнктурного (заохочувального чи стримувального) курсу урядової політики. Інакше кажучи, фіскальною, монетарною, амортизаційною та усіма різновидами економічної політики уряд опосередковано причетний до процесу нагромадження капіталу в суспільстві.

Нагромадження капіталу здійснюється двома способами: шляхом його концентрації та/або централізації. Концентрація представляє собою збільшення капіталу за рахунок капіталізації прибутку, тоді як централізація – збільшення даного капіталу за рахунок приєднання чи поглинання інших капіталів. Обидва способи нагромадження капіталу перебувають у тісному взаємозв'язку. З одного боку, концентрація капіталу слугує головним способом нарощування розміру капіталу і виступає основою централізації капіталу: чим більший реальний капітал, тим вагоміші його переваги й успішніші наміри щодо приєднання інших капіталів. З іншого боку, централізація капіталу, у свою чергу, сприяє його концентрації, позаяк більший капітал продукує й більший прибуток. Оскільки в обох визначеннях ідеться про збільшення розмірів капіталу, припустимо кваліфікувати ці способи разом як концентрацію капіталу [56, с. 297].

Через процес нагромадження реалізується системоутворююча функція капіталу в економіці. Це проявляється в тому, що наслідком цього динамічного процесу стають ланцюгові інституціональні трансформації, зміна традиційних і виникнення нових економічних інститутів, формування цілісності суспільного господарства. І це – принципово важлива, справжня історична місія капіталу.

Першим у ряду найбільш значущих суспільно-економічних трансформацій, спричинених нагромадженням капіталу як закономірністю економічного розвитку, вочевидь, стоїть так зване первісне нагромадження капіталу.

Первісне нагромадження капіталу – історичний етап у розвитку *кожної* економічно розвиненої країни, який характеризувався інтенсивним формуванням капіталістичних відносин із використанням як економічних, так і позаекономічних (насильницьких) методів. Сутність цього явища (і процесу водночас) полягає у знищенні індивідуальної приватної власності, заснованої на власній праці, перетворенні, з одного боку, безпосередніх виробників у продавців своєї праці як окремого ресурсу, з іншого, – суспільних засобів виробництва та засобів існування в капітал.

Цей етап бурхливого наступу капіталізму в Західній Європі захватив період з XVI по XVIII ст. (у Російській імперії – XVII-XIX ст.). Саме розвиток

підприємництва, який у своїй основі, як ми вже з'ясували, є процесом нагромадження капіталу, настійливо потребував у цей період певних економічних та соціальних передумов. Первісне нагромадження капіталу якраз і стало тією необхідною умовою формування соціально-економічної бази підприємництва, яка вивільнила раніше “зв’язані” основні фактори виробництва (працю, землю та капітал) і тим самим відкрила широкий простір для розвитку великого підприємництва.

Великий виробничий капітал первісно формувався у ремісничому середовищі як наслідок майнового розшарування виробників. Найбагатші цехові майстри та купці активно залучали до своїх справ найманих робітників. Зміцненням свого становища тодішнє підприємництво зобов’язане, звичайно, адміністративній та фінансовій підтримці з боку держави. Кредитуючи покриття дефіцитів державних бюджетів, великі підприємці нарощували власний капітал за рахунок відсоткових виплат по державним зобов’язанням. Державні фінанси приймали участь і в поживленні біржової торгівлі. Важливим засобом первісного нагромадження капіталу слугувала і система протекціонізму, коли в інтересах національного капіталу держави практикували імпорتنі обмеження та ще більші експортні заохочення.

“Ера капіталізму, – писав К. Маркс, – бере свій початок у XVI столітті” [53, с. 676], адже, дійсно, первісне нагромадження капіталу історично збіглося із захватом політичної влади тими соціальними силами, які уособлювали собою великий функціонуючий капітал, отримали вже владу економічну. Тому-то держава відігравала (додамо: і відіграє) у процесах первісного нагромадження капіталу та становлення ринкової економічної системи виключно важливу роль.

Маємо зауважити, насилля само по собі не могло й не може створити умов виникнення нової господарської системи, позаяк вона формується на основі об’єктивних економічних процесів. Первісне нагромадження капіталу лише прискорило створення умов для наближення розвиненого товарного виробництва. Водночас воно само як явище в історії було підготовлено попереднім розвитком підприємницького капіталу, зокрема появою технічних засобів виробництва,

транспортних засобів, мануфактур тощо. Саме в такому аспекті досліджував цей етап у розвитку системи підприємництва А. Сміт, який і ввів поняття “первісне нагромадження капіталу”. Тому, навряд чи варто однозначно називати первісне нагромадження капіталу вихідним пунктом становлення підприємництва, як, наприклад, в [57, с. 161]. Як системи – так, але не як підприємництва в якості одного з факторів виробництва. Бо, як зауважував Дж. Хікс, “центральну роль у генезисі капіталізму відігравали процеси формування такої людини, яка у всіх своїх діях керується міркуваннями господарської раціональності” [58, с. 29]. Та, мабуть, ще переконливіше духовні витoki капіталізму обґрунтував М. Вебер у праці “Протестантська етика і дух капіталізму [59].

У господарській системі ринкового типу капітал виступає базисним елементом, або, іншими словами, становить системний базис господарства. Його базисна роль реалізується у тому, що в процесі свого нагромадження він трансформує структуру суспільного господарства, задає їй новий інституціональний формат. Це проявляється у різноманітних формах, але, насамперед, у становленні продуктивної форми капіталу як провідної функціональної форми його життєдіяльності, що в теоретичному плані визначається через поняття базисної функції.

Уперше за всю історію існування капіталу, представленого раніше такими допотопними, як писав К. Маркс, формами як торговельний та лихварський, виробництво товарів і послуг стає пріоритетною для його діяльності сферою. В умовах лібералізації суспільних відносин, основу якої становить свобода підприємництва й приватної власності, капітал прагне забезпечити стабільність отримання прибутку. Постійно діючим джерелом отримання прибутку й притому керованого як процесу є виробнича сфера. Звичайно, капітал повинен був революціонізувати технологічний спосіб виробництва. І він успішно з цим упорався.

Капітал у процесі нагромадження створив нову продуктивну силу у вигляді механічної енергії, продукованої первісно паровим двигуном. За допомогою парової машини стало можливим використання великої кількості основного

обладнання в одному місці, наприклад, на текстильній фабриці, чи на великій географічній території, як це робиться на залізниці. Залізниці стали тими кровоносними артеріями, які з'єднали усіх просторово віддалених господарських суб'єктів і локалізовані ринки у систему національного ринку, а фабрики з паровими двигунами уможливили створення великих підприємств, здатних обслуговувати цей національний ринок. Широкомасштабне виробництво, технологічно забезпечуване машинним способом виробництва, відкривало широкі можливості для здешевлення продукції, адже її вихід міг зростати швидше за витрати виробництва. Підвищення продуктивності суспільної праці мало своїм наслідком далі підвищення заробітної плати та доходів, що, у свою чергу, зумовило зростання сукупного попиту, причому як на товари особистого споживання, так і на товари виробничого призначення. Сама ж машинізація, чи технізація, виробництва стала технологічною передумовою переходу до ринкової господарської системи, базисну роль у якій виконує капітал. Головний чинник перевороту у технологічному способі виробництва полягав у нагромадженні підприємницького капіталу.

Однак паровий двигун як первісне джерело енергії мав відомі природні обмеження. Тому врешті-решт на зміну паровій енергії за волею капіталу прийшов вік енергії електричної та двигунів внутрішнього згорання. Ці новації відкрили можливості не лише для більшої концентрації виробництва, а й для його децентралізації. В підсумку ж виробництво ставало більш ефективним та концентрованим з погляду капіталу й власності.

Таким чином, базисна роль продуктивного капіталу в класичному ринковому господарстві, яким прийнято вважати капіталізм епохи вільної конкуренції (*laissez faire*)*, полягала, по-перше, у втягненні суспільного виробництва у сферу ринкових відносин, у підкоренні інтересам капіталу якомога більшої кількості видів економічної діяльності; по-друге, у створенні ринку праці як умови для

* Така назва ринкової економіки є доволі умовною. “В реальній дійсності економічні системи, – як зауважують Макконнелл К. і Брю С., – розташовуються десь між крайніми чистого капіталізму та командної економіки” [49, с. 48]. В усякому випадку найбільш наближеними до такої моделі, очевидно, були економіки розвинених країн у період до початку ХХст.

нагромадження капіталу; по-третє, у формуванні системи індустріального виробництва як найбільш адекватної економічній природі капіталу, вираженій у його безпосередній меті – отриманні щораз більшого прибутку.

Говорячи про роль продуктивного (виробничого) капіталу у створенні системи великого машинного виробництва, ми маємо на увазі його функціонування на базі суспільного поділу праці, адже, тільки завдячуючи спеціалізації виробничого процесу та його елементів, нагромаджуваний капітал забезпечив інноваційний характер економічного розвитку, ряд послідовних трансформацій технологічного способу виробництва й типу підприємства: проста кооперація → мануфактура → фабрично-заводська система. У процесі свого нагромадження у продуктивній формі капітал інституціоналізував, тобто виділив та закріпив, приватні види господарської діяльності у певних організаційно-правових формах, завдяки чому вони стали важливими елементами суспільної економічної структури. Поряд із цим він створив потужний інститут зовнішнього інвестування індивідуального капіталу, ефективні інструменти мобілізації заощаджень, перерозподілу та залучення капіталу для інвестиційних потреб господарюючих суб'єктів.

Реалізуючи базисну, системоформуючу функцію, продуктивний капітал у процесі свого кругообігу фактично довершує формування повноцінної ринкової системи як системи функціональних ринків. В економічну систему органічно врістає ринок капіталів із своїми основними компонентами – ринком грошей, або кредитним ринком, та ринком цінних паперів, або фондовим ринком.

Історичним попередником грошового (позичкового) капіталу був лихварський капітал, який існував віками як самостійний феномен і через надвисокий відсоток на позичку мав фактично непродуктивний характер. Проте з утвердженням вирішальних позицій в економіці за промисловим капіталом він був переможений позичковим (банківським) капіталом як спеціалізованою ланкою грошового капіталу, що відпочувалася з кругообігу капіталу виробничої сфери. Це ще один доказ того, що сучасні економічні інститути – результат тривалої історичної еволюції. Лихварство як прообраз банківської справи існувало ще з вавілонських часів, але перші ощадні банки з'явилися лише у XVIII ст. У банках акумулювалися

тимчасово вільні кошти чисельно зростаючого кола підприємців передусім для того, аби слугувати доступними кредитними ресурсами для них же самих. Таким чином грошовий капітал від самого початку свого відособлення набував продуктивного характеру, підпорядковуючись потребам розширеного відтворення промислового капіталу. В підсумку на основі позичкового капіталу формується розвинена кредитна система. Кредит, писав К. Маркс, – “форма обігу, що безпосередньо встановлюється капіталом, яка, отже, специфічно впливає з природи капіталу...” [1, с. 150-151].

З розвитком процесу нагромадження капіталу створюються підприємницькі структури, які концентрують у своїх руках великі капітали. Марксизмом цей процес інтерпретується як усебічний процес усупільнення, що об’єктивно веде усяку економічно відособлену діяльність до організаційного укрупнення та зміцнення взаємозалежності з іншими так, що формується функціонально єдина господарська система (організм), подальший ефективний і сталий розвиток якої настійливо потребує централізованого управління шляхом усунення приватної власності на умови виробництва. Дійсно, концентрація капіталу є економічною основою концентрації виробництва, що проявляється у зростанні розмірів та підвищенні ролі у суспільному виробництві великих підприємств. Водночас, із збільшенням масштабів концентрації виробництва зростають можливості концентрації капіталу у зв’язку з розширенням її джерел.

Концентрація виробництва забезпечує фірмі цілий ряд конкурентних переваг, які в літературі здебільшого подаються як переваги великих підприємств над середніми та малими. При цьому розмірна градація підприємств проводиться за одним чи декількома показниками: обсягом виробництва, чисельністю зайнятих працівників, величиною вкладеного капіталу. Створення великого підприємства економічно стимулюється отриманням переваг у внутрішній організації, ринкових позиціях та відносинах із державою [60, с. 391]. Зупинимось на них детальніше.

1. Переваги великого підприємства у внутрішній організації. Вони забезпечуються шляхом:

а) отримання особливого ефекту у вигляді економії на масштабах виробництва, або від масового виробництва. Збільшення обсягів виробництва дає можливість фірмі знизити витрати на одиницю продукції й відповідно збільшити свою прибутковість. Ця ж економія зростатиме і за рахунок продуктивного використання відходів власного виробництва;

б) отримання вигоди від науково-технічного прогресу (“економія на прогресі”). Маючи у своєму розпорядженні великий капітал, фірма спроможна нарощувати свої виробничі потужності, впроваджувати передову техніку та прогресивні технології, заохочувати продуктивнішу працю та залучати кращих працівників, включаючи й менеджерів. Великому виробництву під силу також ініціювати прогрес у технології й організації виробництва, створюючи відповідні пошукові підрозділи та стимулюючи наукові дослідження й використання їхніх результатів;

в) отримання вигоди від створення запасів виробничих ресурсів як способу забезпечення себе від збоїв у виробництві та кон’юктурних коливань;

г) отримання вигоди від використання професійного управління шляхом найму кваліфікованих та досвідчених менеджерів, а також шляхом введення спеціалізації управлінської праці, що дає змогу вищому керівництву підприємства зосередитися на вирішенні більш корінних, стратегічних проблем свого виробництва [6, с. 78].

2. Ринкові переваги великого підприємства. Велике підприємство завойовує собі переваги на ринку трьома основними шляхами:

а) горизонтальної концентрації – збільшення обсягів виробництва й пропозиції традиційних для свого профілю товарів і послуг. Розширення своєї ринкової “ніші” вигідно з багатьох позицій. Великі обсяги попиту на виробничі ресурси заохочуються постачальниками через стабільні ціни, цінові знижки, інші види пільг. Такі фірми – бажані клієнти фінансово-кредитних інститутів, привабливі вони й для інвесторів. Пріоритет великі компанії мають і на ринку праці як такі, що пропонують стабільнішу зайнятість, ліпші умови праці, більші можливості для професійного та службового просування, ширший перелік соціальних благ тощо. Як продавець, велике підприємство спроможне ретельніше вивчати ринок, рекламними витратами формувати споживача своєї продукції, організувати

фірмову торгівлю, проводити гнучку цінову політику щодо покупців. Великі фірми, як правило, користуються перевагами так званого недосконалого ринку, недосконалість якого якраз і полягає в реальній здатності великих продавців і/чи покупців впливати на кон'юнктуру ринку, максимізувати вигоду від монополістичної чи олігополістичної ситуації на ринку. Цей вид економії, що виникає з високої організації закупівель і продажу, писав А. Маршалл, завжди стимулював концентрацію підприємницького ризику в руках великих капіталістів [6, с. 78].

б) вертикальної концентрації, або інтеграції – розширення сфери діяльності підприємства за рахунок інших технологічних ланок одного й того ж виробничого процесу. Висхідна інтеграція передбачає пряме підпорядкування підприємству його колишньої постачальницької ланки; низхідна інтеграція має місце при приєднанні ним збутової ланки. Інтегроване, або вертикально концентроване, підприємство, по суті, отримує економію на коопераційних зв'язках, чи економію трансакційних витрат, оскільки звичайні ринкові зв'язки замінюються безпосередньою внутрігосподарською координацією. Вертикальна концентрація виробництва як одна з тенденцій збільшення розмірів підприємства поширена більшою мірою у таких промислових галузях, як металургія, нафто- і газовидобуток, хімічна промисловість, машинобудування, легка та харчова промисловість.

в) диверсифікації – розширення номенклатури (асортименту) виробів підприємства. Диверсифікація за змістом може повторювати вертикальну концентрацію (вертикальна диверсифікація), і може означати поєднання під спільною управлінською структурою технологічно різнорідних підприємств (горизонтальна диверсифікація). Диверсифікація підприємства зумовлюється різними чинниками, головним серед яких, як показує досвід, є прагнення пом'якшити циклічні та сезонні коливання ринкової кон'юнктури.

3. Переваги у відносинах із державою. Велике підприємство, незважаючи на приватний характер його власності, часто набуває суспільного та державного значення. Держава не може не проявляти інтересу до життєдіяльності й долі такого підприємства, виходячи з міркувань економічних (обсяг вкладених капіталів,

національна економічна безпека) та соціальних (чисельність зайнятих, участь у формуванні бюджету та реалізації різних соціальних проектів). Тому велике виробництво користується різного роду преференціями – фінансовими, податковими, митними. “Принцип байдужості держави до підприємства у даному випадку не підходить, – застерігав Шумпетер, – навіть для держави з досить ліберальними тенденціями, якщо припустити, що існування такої держави можливе” [20]. До того ж, персоніфікований великий капітал завжди здатен лобіювати власні інтереси у сфері політики, вдаватись до маніпулювань громадською свідомістю з метою тиску на державну владу, приборкувати політиків фінансовими методами.

Концентрація виробництва, однак, не безмірний процес. Він має відповідні ринкові регулятори. У короткостроковому періоді (за незмінності хоча б одного з факторів виробництва) процес об’єктивно регулює закон спадної віддачі, згідно з яким збільшення капітальних витрат стає доцільним лише до того моменту, коли ціна продукту не зрівняється з граничними витратами на його виготовлення. У довгостроковому періоді (за змінності кожного з виробничих ресурсів) заявляє про себе так званий ефект масштабу, який висуває перед персоніфікованим завеликим капіталом проблему ефективного управління, координації діяльності його різних функціональних ланок. І хоча ця проблема може, як свідчить господарська практика, успішно блокуватись великими фірмами завдяки використанню новітніх інформаційних технологій в управлінні, реорганізаціям тощо, все ж сам факт подібних нововведень чи ще тільки поступової втрати конкурентоздатності фірмами, що переросли раціональні межі, вказує на дію регулюючої сили ринку.

Для кожного виду господарської діяльності завжди існує проблема оптимального розміру щодо інвестувань капіталу. “Кількісні зміни у розмірі окремих виробничих чи торговельних одиниць викликаються тенденцією до оптимізації, – писав В. Леонт’єв. – Якщо їх оптимум знаходиться вище фактичного розміру, з’явиться тенденція до “концентрації”, якщо нижче – то до “децентралізації”. У теперішній час домінуючою є перша тенденція” [61, с. 253].

Щодо галузевої диференціації оптимальних розмірів підприємств, то її основу, вочевидь, складають особливі технологічні чинники.

Тенденція до концентрації виробничого капіталу чітко прослідковується на прикладі індустріально розвинених країн світу. Як свідчать дані, подані в додатку А, ця тенденція, наприклад, у переробній промисловості США є домінуючою. Причому вона наочно відображає вплив техніко-технологічного чинника, зокрема впровадження капіталомістких технологій, адже поряд із тенденцією скорочення чисельності працівників у цьому секторі має місце тенденція більш швидкого зростання підприємств за розміром статутного капіталу. В цілому за ці три десятиріччя середній розмір підприємств за статутним капіталом зріс з 2,1 млн. дол. до 4,8 млн. дол. (у цінах 1993 р.).

Згідно з даними, приведеними у додатку Б, лише п'ятірка перших із 100 найбільших промислових компаній США у 1993 р. мала річний обсяг продажу продукції 27,6%, десятка перших – 40,6%, а на 20 перших, або п'яту частина серед найбільших, доводилось 54,9% продажів. Майже аналогічна картина спостерігається і в Німеччині: перша п'ятірка із сотні найбільших компаній у 1987 р. давала 27,8% загального обсягу реалізації, десять перших – 44,5%, 20 перших – 61,7% (див. додаток В). Американські дослідники Ф. Шерер і Д. Росс визначили загальний рівень концентрації промислового виробництва для дев'яти розвинених країн (див. табл. 1.2).

Таблиця 1.2

**Загальний рівень концентрації у промисловості
розвинених країн, 1985 р. [62, с. 60]**

Країна	Середній розмір провідних фірм (чисельність зайнятих), чол.		Частка зайнятих у провідних фірмах (від загальної чисельності зайнятих у промисловості), %	
	10 перших фірм	20 перших фірм	10 перших фірм	20 перших фірм
США	310 554	219 748	13,1	18,6
Японія	107 106	72 240	7,3	9,9
Німеччина	177 173	114 542	20,1	26,0

Велика Британія	141 156	108 010	23,1	35,3
Франція	116 049	81 381	23,2	32,5
Канада	36 990	26 414	15,3	21,9
Швейцарія	60 039	36 602	49,4	60,2
Нідерланди	84 884	47 783	84,5	95,1
Швеція	48 538	32 893	49,4	66,9

Приведені дані показують, що найвищий ступінь концентрації виробництва за показником абсолютної зайнятості властивий американським компаніям. Між тим, у європейських компаніях рівень концентрації вищий по відношенню до загальної зайнятості у цих країнах.

Тенденція до концентрації капіталу характерна і для сфери обслуговування, про що інформують дані, подані у додатку Д. Концентрація капіталу у великих масштабах стала особливістю розвитку не лише індустриального сектору економіки, а й фінансово-кредитної сфери. Так, у США 1,8% від загальної кількості банків володіють 55,5% активів усієї банківської системи країни [63, с. 33]. Перші 100 банків, які входять до 500 найбільших банківських інститутів Європи, контролюють 79,1% усіх їх активів [64, с. 53-62]. В останні роки майже в усіх європейських країнах розгорнулись процеси прискореної концентрації банківського капіталу [65, с. 60-64]. Про інтенсивність нагромадження капіталу шляхом централізації в сучасний період свідчить той факт, що чисельність банків та інших кредитних інститутів у Європі з 1990 по 1997 р. скоротилася на 20% і склала 9285 [66, с. 52].

Показовою у цьому плані є також могутність провідних банків світу за розміром власного капіталу (див. додаток Е). Хоча власний капітал провідних банків світу не перевищує в середньому й 3-6 відсотків їхніх сукупних активів, абсолютний розмір цього підприємницького капіталу є досить великим, що сприяє забезпеченню належного рівня обслуговування клієнтів й досягненню успіху на грошовому ринку.

Результатом концентрації капіталу, яка досягла великих розмірів у провідних секторах капіталістичної економіки на рубежі XIX-XX ст., стало зрощування

банківського та промислового капіталів, створення на його основі фінансового капіталу. Рушійною силою цього зрощування виступив уже банківський капітал. Його ініціатива, напрямки, форми й наслідки діяльності вказували на якісно новий етап в еволюції капіталістичної системи, а саме – перехід базисної, системоформуючої ролі від продуктивного до фінансового капіталу. Здійснювався цей процес переходу, природно, на принципах ринкової самоорганізації.

Поняття “фінансовий капітал” з’явилося в науковому обороті після виходу в 1910 р. однойменної книги німецького соціаліста Р. Гільфердінга [67]. Досліджуючи природу капіталу в нових історичних умовах економічного розвитку провідних країн світу він дійшов висновку, що виробництво стає дедалі залежнішим від банківського грошового капіталу. Ця залежність складається на основі проникнення капіталу великих банків у промисловість, в результаті чого відбувається злиття капіталів й утворення, по суті, нового капіталу, названого ним фінансовим. “Залежність промисловості від банків, – писав Гільфердінг, – є наслідком відносин власності. Усезростаюча частина промислового капіталу не належить тим промисловцям, що його застосовують. Розпоряджаються вони капіталом лише за допомогою банку, що є власником цього капіталу. З іншого боку, і банку всезростаючу частину своїх капіталів доводиться закріплювати в промисловості. Тим самим він усе більшою мірою стає промисловим капіталістом. Банківський капітал, отже, капітал у грошовій формі, що таким способом насправді перетворений на промисловий капітал, я називаю фінансовим капіталом” [67, с. 301].

Дослідивши політико-економічну сутність фінансового капіталу як процесу інтеграції висококонцентрованого капіталу фінансово-кредитної та виробничо-господарської сфер, Гільфердінг дійшов висновку, протилежного марксовому. Усупереч гіпотезі Маркса про несумісність усупільнення капіталу й виробництва з “капіталістичною оболонкою”, теорія фінансового капіталу Гільфердінга передбачала якраз можливість через концентрацію контролю над виробництвом і досягнення узгоджених дій великих персоніфікованих капіталів домогтися стабільності капіталістичної системи. Та, проте, при усій науковій новизні й

смільвості цього відкриття, як показали кризові події 1929-1933 рр., коли позичковий капітал активно підігрівав біржовий ажіотаж, розхитуючи ринкове господарство до критичних меж, фінансовий капітал сам по собі все ж не знімає з порядку денного проблему макроекономічного регулювання, а радше навіть загострює її.

Фінансовий капітал як результат досягнутого певного рівня концентрації капіталу у різних його функціональних формах, у свою чергу, став самостійним чинником інституціональної трансформації ринкової системи. На основі інтеграції усіх форм капіталу, стверджує А. Чухно, “рух виробничого капіталу набирає форми руху позичкового капіталу, який у зростаючих масштабах опосередковує процес виробництва, обміну та привласнення матеріальних благ” [68, с. 6]. Інтенсивне проникнення позичкового капіталу як самостійного підприємницького капіталу в різні сфери економічної діяльності привело до того, що у розвинених країнах у 80-х рр. ХХ ст. обсяг кредитних зобов’язань перевищив майже у 4 рази обсяг сукупного суспільного продукту [69, с. 18]. В середині 90-х рр. за рахунок зовнішніх джерел там фінансувалося 50-60% робочого капіталу в реальному секторі [70, с. 7].

Однак процес нагромадження капіталу ускладнив структуру й базисну роль фінансового капіталу, розширивши тим самим і зміст цього поняття.

По-перше, нині фінансовий капітал виступає у формі розгалуженої, але цілісної, фінансово-кредитної системи, представленої, окрім банків як основних інститутів грошового ринку, інвестиційними й страховими компаніями, пенсійними та взаємними фондами. За своєю економічною природою капітал цих позабанківських фінансових інститутів також є функціонально відособленою формою руху продуктивного, зокрема грошового капіталу. За рівнем концентрації капіталу ці інститути вже представляють гідних конкурентів банківським установам.

По-друге, сучасний фінансовий капітал виступає також у вигляді заощаджуваної частини доходів (прибутків) різних економічних суб’єктів (фізичних та юридичних осіб), яка має інвестиційне спрямування. Зазначимо: капіталізація заощаджуваних доходів, отримуваних при посередництві ринку праці,

стала можливою, головним чином, завдяки зростанню продуктивності суспільної праці, а отже, і капіталу як рушійній силі економічного розвитку. То ж фінансовий капітал має тенденцію до розширення власної суб'єктно-об'єктної структури за рахунок трансформування заощаджень домашніх господарств в інвестиційний ресурс. Таким чином, процес кругообігу фінансового капіталу готує новий розподіл власників капіталу: 1) великих – власників функціонуючого капіталу; 2) середніх – власників капіталізованих доходів; 3) дрібних – власників доходів як таких.

По-третє, фінансовий капітал функціонує не тільки у формі позичкового (грошового) капіталу, а й у формі цінних паперів. Відповідно до первісного ринку грошей додався фондовий ринок. Основними фондовими цінностями як об'єктами ринкових угод є корпоративні акції та облігації різних господарюючих суб'єктів (приватних фірм, держави). Поява цього різновиду фінансового капіталу зовсім не ординарна подія в житті капіталізму: вона пов'язана з глибокими якісними зрушеннями у системі виробничих відносин.

Індустріальний розвиток економіки був би практично неможливий без значних і притому довгострокових капіталовкладень. “Неможливо втілити в життя жодні технологічні удосконалення, якщо потрібний капітал попередньо не нагромаджений шляхом заощаджень, – писав Л. фон Мізес. – Заощадження, нагромадження капіталу – ось той засіб, який крок за кроком перетворив недотепні пошуки їжі печерною людиною у сучасне промислове виробництво” [71, с. 189]. Видатний теоретик економічної історії Дж. Хікс висловився з цього приводу так: “В основі індустріальної революції XVIII ст. лежали не технологічні розробки того часу. Усе було уже придумано раніше, проте мало використовувалося. Ліквідні фінансові ринки забезпечили реалізацію великих інвестиційних проектів, що потребували відволікання фінансових ресурсів і на тривалий строк. Промислова революція повинна була очікувати фінансової революції” [72]. “Фінансову революцію” здійснив фінансовий капітал, тобто грошовий капітал, мобілізований передусім банками, а також різними грошовими фондами (у тому числі бюджетами органів самоврядування й держави), та капіталізовані безпосередньо індивідуальні заощадження. Фінансовими інструментами довгострокових капіталовкладень стали

боргові зобов'язання, або облигації, та пайові свідоцтва як титули власності, або акції. До цього варто додати, що інвестиційні можливості пересічного банку жорстко обмежені структурою строкових депозитів, тоді як у великого банку, і тим паче у банківських об'єднань, такі обмеження майже відсутні.

Постійний процес нагромадження капіталу виступає прискорювачем економічного розвитку не лише у формі фінансування додаткових капіталовитрат на звичайне розширення ресурсної бази виробництва, а й у вигляді інвестицій в інновації, здійснювані у виробничому процесі та в механізмі реалізації продукції. Інноваційний ефект розвитку, як правило, пов'язаний зі значними інвестиціями, залучення яких можливе через посередництво фінансового ринку, або ринку капіталів. Однак, залежно від вибраного способу фінансування інвестицій, наслідки можуть різнитися. У концепції Шумпетера широке залучення позичкового капіталу у формі банківського кредитування викликає загальне підвищення цін, передовсім на ресурси виробництва, внаслідок якого економіка “очищається” від слабких підприємств, залишаючи тих із них, що зуміли перебудуватися, перейти до “нових комбінацій”. “Фінансування розвитку, – пише він, – є головна функція грошового ринку. Процес розвитку створює його та підтримує його існування” [20, с. 275]. На відміну від позичкового, акціонерний капітал (зауважимо: якщо джерелом його, звичайно, не є банківський кредит) не має таких інфляційних наслідків, позаяк ринок цінних паперів здійснює у цьому відношенні лише перерозподільчу функцію. Проте дійові стимули для інновацій акціонерного підприємства задає фондовий ринок, адже коливання курсів акцій прямо позначаються на репутації фірми та її менеджменту, а відтак і на її інвестиційній привабливості.

Фінансовий капітал трансформує інститут приватної власності. Залучення позичкового та акціонерного капіталів зумовлює необхідність відокремлення капіталу-функції від капіталу-власності. На противагу індивідуальній приватній власності, яка споконвіків, як правило, функціонує на засадах неподільної єдності прав володіння, користування та розпорядження об'єктом привласнення, тобто, по суті, є абсолютною власністю приватної особи, корпоративна підприємницька структура дійова лише при умові регламентованого розподілу прав власності і

влади як між самими власниками об'єднаного капіталу, так і між ними як інвесторами та найманими спеціалістами з управління капіталом. І в цьому відношенні найбільш радикальним у структурі фінансового капіталу виступає акціонерний капітал. Адже, якщо використання позичкового капіталу є тимчасовим актом і можливістю досягти більшої ефективності для уже функціонуючого капіталу й власності або ж частково чи повністю втратити їх, то інвестування акціонерного капіталу, а, по суті, централізація індивідуальних капіталів, із самого початку передбачає делегування власниками консолідованого капіталу підприємницьких функцій окремим особам на контрактних умовах. Інакше кажучи, проблема оперативного нагромадження капіталу з мінімальним ризиком в індустріальній економіці знайшла своє вирішення: таким рішенням став продаж частки у підприємстві численним інвесторам, які в обмін на свої внески отримували право на пропорційну частину прибутку. Разом з тим, аби захистити вкладників від ризику, пов'язаного з великим підприємством, їх відповідальність була обмежена сумою їх, внеску. Ця форма нагромадження капіталу повинна була зрештою інституціоналізуватися з допомогою інституту права.

У зв'язку з цим, раціональною представляється думка В. Кудрова, який, аналізуючи сильні сторони ринкового господарювання, зараховує до трьох його головних ознак (поряд із переважанням приватної власності та виключної ролі ринкового механізму) “високий рівень капіталізації доходів, спрямовуваних на приріст капіталу у матеріально-речовій, грошовій чи іншій фізичній формі, а також на приріст “людського капіталу” у вигляді рівня освіти та знань” [73, с. 4]. Але варто додати: високий рівень та кінцеві результати капіталізації доходів у ринковій системі пов'язані також із винятковою ефективністю механізму мобілізації та використання інвестиційних ресурсів, створеного на базі приватної власності в її акціонерній формі*.

Отже, системоформуюча роль капіталу в сучасних умовах реалізується у концентрованому вигляді через такі форми: фінансовий капітал як структура

* “Чесно кажучи, корпорація – найкраща форма організації Справи. Це найбільш елегантна ділова конструкція з усіх, будь-коли створених” [Хакен Пол. Я начинаю свое дело. – М.: Текст, 1992. – С. 95].

капіталу-власності, продуктивний капітал як структура капіталу-функції, дохід як структура капіталу-соціального базису життєдіяльності суспільства.

Існує взаємозв'язок між елементами фінансового капіталу – позичковим та акціонерним капіталами – у функціонуванні та розвитку підприємницької структури. Залучення кредиту сприяє прискоренню нагромадження підприємницького капіталу й наближенню моменту акціонування підприємства, а в періоди зростання ринкової вартості його капіталу позичковий капітал стає навіть джерелом коштів для придбання акцій, що мають успіх на ринку. У свою чергу, велика акціонерна компанія має чималі переваги в отриманні доступу до кредитних ресурсів. Це виявляється у збільшенні частки кредитного капіталу у пасивах підприємств. Так, у 70-х рр. ХХ ст. питома вага залучених коштів стосовно пасивів фірм становила: у США – 50%, Англії – близько 60%, ФРН – майже 70%, Японії – 80%. Темпи економічного розвитку були вищими у тих країнах, де вагомішою була частка кредитного капіталу [68, с. 10]. “Сучасні кредитні установи були однаковою мірою як причиною, так і наслідком концентрації капіталу; вони утворюють лише один із моментів останньої” [1, с. 63].

Позичковий відсоток відіграє ключову роль у визначенні ринкової вартості капіталу компанії та курсу її акцій. Реальний капітал та титули власності на нього оцінюються за капіталізованим доходом. Чим дешевше позика для банку, тим привабливіше виглядають для потенційних інвесторів акції корпорацій, відповідно дорожчає вартість самих корпорацій як реальний капітал. “Я свідомо уникаю терміну “продуктивність капіталу”, – писав із цього приводу І. Фішер, – тому що він може тлумачитись двозначно. Незрозуміло, яка продуктивність, фізична чи ціннісна, мається на увазі – ще тому, що створюється враження, ніби капітал створює цінність доходу, тоді як насправді навпаки” [74, с. 142].

В “ортодоксальному марксизмі” під впливом трудового фетишизму та догматичного тлумачення ідеї про примат виробничої сфери проблема базисної ролі фінансового капіталу, його значення для розвитку ринкового господарства не

ставилась і не могла ставитись у реальній площині*. Для нього фінансова сфера – це тільки сфера прояву абстрактних, логічно виведених ним постулатів, причому апробовані й прийняті господарською практикою форми економічних відносин і зв'язків *a priori* приймаються виключно за замасковані, ірраціональні форми, мовляв, шукай істину в теорії, а не в суспільній практиці.

Недооцінка важливої економічної ролі фінансового капіталу у функціонуванні й розвитку ринкової системи виразилась, зокрема, у тому, що ринкові цінні папери Марксом названі фіктивним капіталом. Цей абсолютно безпідставний, на думку С. Брагинського, термін усе ще поширений у нашій політико-економічній літературі [74, с. 219]. З цим важко не погодитись. Адже за такого підходу цей капітал протиставляється реальному капіталу як щось несуттєве, ефемерне, існуюче лише для спекулятивної наживи. До речі, не більше, ніж фікцією, для Маркса представлялися й усякі формалізовані ділові контракти та юридичні акти держави (див., наприклад, [53, с. 586]).

У господарській практиці та в економічній теорії реальні чи дійсні категорії та величини традиційно співвідносять із поняттями номінальних чи грошових категорій і величин. А. Сміт, наприклад, виводив поняття дійсної ціни товару, що має певну субстанцію, та номінальної, залежної від ринкової кон'юнктури. А. Маршалл також розрізняв реальні й грошові витрати виробництва, реальну й номінальну, тобто грошову, економіку. Сучасна наука просунулась далі і, спираючись на реальні трансформації у базисній функції капіталу, спричинені суспільним процесом нагромадження капіталу, пов'язує реальний капітал нерозривно і критеріально з фінансовим капіталом. Між тим, у поняття фінансового капіталу вкладають різний зміст. Так, К. Макконнелл і С. Брю ототожнюють його з грошовим капіталом, тобто грошима для закупівлі інвестиційних товарів [75, с. 399]. С. Фішер, Р. Дорнбуш і Р. Шмалензі розглядають фінансовий капітал як фінансові кошти (власні й позичкові), які власники

* “У “Капіталі” К. Маркса, – підкреслює В. Черковець, – питання про реальний і фінансовий сектори та їх співвідношення і взаємодію у прямій постановці взагалі не виникає”. І далі пояснює: “...у нього інший предмет та своє головне завдання” [Черковець В. О содержании понятия “реальный сектор экономики” и роли материального производства // Российский экономический журнал. – 2001.- №11-12.- С.50 (С. 49-53)].

підприємства, акціонери вкладають у розвиток суб'єкта господарювання [76, с. 132]. Авторитетний іноземний тлумачний економічний і фінансовий словник трактує фінансовий капітал як грошовий вираз вартості цінних паперів, що дають право власності на реальний капітал підприємства [77, с. 289]. Ми ж виходимо з розуміння фінансового капіталу як відособленої у своєму русі форми виробничого капіталу, представленої у вигляді грошей та цінних паперів, яка трансформувалась у сучасній ринковій економіці у її базисний елемент.

У ринковій системі капітал, втілений у фондові (паперові) цінності, доволі важливий і функціонально незамінний. Це – капітал, адже цінні папери приносять дохід. Як і теперішні гроші, фондові папери практично мають мізерну власну вартість (відносно витрат на їх виготовлення), що, однак, не заважає мати їм високу ліквідність (квасігроші) і з нею забезпечувати високий рівень економічної свободи для власників цього виду капіталу. Цей капітал – не пасивна “тінь” (“двійник”) реального капіталу, а його інше інституціональне представлення на ринку. Фінансовий капітал у формі цінних паперів полегшує формування продуктивного, торговельного та грошового капіталів, забезпечує їх інвестування та нагромадження; об'єднує приватні капітали, кооперує та корпорує їх; сприяє злиттям та поглинанням корпоративних капіталів; долає обмеження, пов'язані з масштабами виробництва та діючих капіталів; прискорює внутрігалузеві та міжгалузеві переливання капіталів; спрямовує грошові заощадження на продуктивне споживання.

Фондові папери як форма фінансового капіталу (“портфельний” капітал) – це реальна власність і влада (додамо: за наявності державних правових гарантій). І хоча фондовий ринок – принципово спекулятивний ринок, учасники якого поперемінно грають на підвищення чи пониження курсу цінних паперів, все ж цей ринок має ключове значення для ціноутворення на капітальному ринку в цілому та оцінки поточного стану національної і нині вже й світової економіки*. Так, сумарна

* П. Друкер виділяє дві складові сучасної світової економіки: “реальну” – потоки товарів і послуг, та “символічну” – рух капіталів, кредитні операції тощо. “Символічна економіка”, на його думку, замінює “реальну”, стаючи головним двигуном світового економічного розвитку [Drucker P. The Changed World Economy // Foreign Affairs. – 1986. – Vol.64. – №4. – P.768-791].

вартість ринкових угод із цінними паперами, згідно з прийнятою нині методологією, не враховується при визначенні макроекономічних результативних показників – національного продукту й доходу. Проте відомо, що підвищення й утримування помірно високої ринкової вартості цінних паперів не тільки роздмухує чисто ринковий ажіотаж довкола перерозподілу цінностей, а й збільшує капітальні ін'єкції в економіку, адже концентрація таким шляхом грошового капіталу матиме далі спрямування у реальний сектор економіки. Особливо наочно ринок цінних паперів показує зростаючу взаємозалежність розвинених країн світу у своєму відтворювальному процесі (див. табл. 1.3).

Таблиця 1.3

**Частка міжнародних трансакцій з акціями та облігаціями
по відношенню до ВВП у 1975-1996 роках, % [78, с. 674]**

Країна	Р о к и					
	1975	1980	1985	1990	1995	1996
США	4	9	35	89	135	230
Японія	2	8	62	119	65	91
ФРН	5	7	33	57	172	334
Франція	-	5	21	54	187	415
Італія	1	1	4	27	253	640
Канада	3	9	27	65	187	331

Спекулятивний характер ринку цінних паперів часом відриває його від динаміки реального сектора економіки та ВВП, спотворюючи тим самим відтворювальну картину як на рівні національного, так і світового господарств. У цьому полягає одна із суперечностей сучасної економіки, що пов'язана з фінансовим капіталом: з одного боку, ринок капіталу зміцнює економічну систему, глобалізує її, а з іншого, – містить загрози миттєвого підриву її стійкості, втрати довіри до великого бізнесу з боку наявних та потенційних інвесторів. У цій потенційній загрозі криється необхідність свідомого регулювання цих процесів, оскільки ринок цінних паперів, як і грошовий обіг, потребує свідомої, законодавчо оформленої, інституціонально облаштованої й адміністративно контрольованої організації. Саме завдяки цій організації, що протистоїть самоорганізації, фондовий

ринок вводиться в суспільно прийнятне русло і підкоряється жорсткому порядку – слугувати єдиній фінансовій системі країни [79, с. 467].

Повертаючись до визначення фінансового капіталу, втіленого у корпоративні цінні папери, як фіктивного, зауважимо наступне. Ця форма капіталу найчутливіша й найуразливіша для впливу різноманітних факторів. У постійних коливаннях його ринкової вартості віддзеркалюється реакція інвесторів на дійсні та очікувані зміни в економіці, політиці й навіть у природі. Разом з тим, у цій циклічності час від часу виявляється факт переоціненності (“перегріву”) фондового ринку в цілому, внаслідок чого зчиняється паніка серед інвесторів та посередників, наступають банкрутства компаній тощо. Вочевидь, саме надмірну роздутість ринкової оцінки вартості реального капіталу, чи ілюзію такого приросту капіталу, доречно йменувати поняттям фіктивного капіталу.

Грунтовне дослідження базисної ролі фінансового капіталу, що реалізується у формуванні системи макроекономічного регулювання підприємницької діяльності, належить Дж. М. Кейнсу та Дж. Хіксу. Осмислюючи системну природу капіталу обидва акцентували увагу на грошовій формі капіталу, тому що саме у ній стартують і фінішують кругообороти інших капіталів, тому що у грошовому обороті на якийсь час об’єднуються усі капітали суспільства. Роль фінансових регуляторів настільки важлива, вважав Кейнс, що є підстави вести мову про трансформацію суспільного виробництва у грошову економіку [80, с. 368, 369]. Критикуючи теоретиків, котрі упереджено оцінювали роль та перспективи грошей, він запевняв, що в сучасному ринковому господарстві гроші служать не просто вуаллю над угодами, а джерелом енергії, яке змушує працювати капіталістичну економіку [10, с. 495]. Проведений названим ученим макроекономічний аналіз виявив, що фінансово-кредитна сфера економіки представляє собою важливу регулюючу систему у вигляді складного механізму, здатного урівноважувати позичковий відсоток, граничну ефективність інвестицій та норму заощаджень у доході. Було також встановлено, що саморегульованість фінансового ринку недостатня і тому потребує адекватного втручання з боку держави. Відтак державне регулювання загального інвестиційного процесу стає ознакою, за

висловом Кейнса, “соціалізації інвестицій” [?, с. 453], тобто загальнонаціональною справою.

В реаліях сучасної економіки фінансові операції стають первинними, а виробництво, чи реальна економіка, – вторинною. Така трансформація відбулася під впливом інформаційно-технологічної революції. Швидкість обороту капіталу сягнула мільярда доларів за хвилину. Спекулятивні фінансові операції приносять прибуток навіть більший, ніж інноваційні технології [81, с. 52].

Процес нагромадження капіталу через базисну роль фінансового капіталу істотно змінює організаційно-економічні відносини, змінюючи тим самим баланс сил та можливостей у підприємницькому середовищі. Ділова корпорація, або акціонерне товариство, стає провідною формою організації суспільного виробництва в сучасних умовах. У структурі теперішньої економіки їй належить домінуюча роль. Понад те, акціонерний капітал має ту особливість, що він найбільш здатен проникати в інші капітали, оволодівати ними, контролювати їх, коротше: бути капіталом капіталів. Це проявляється у процесах добровільних об’єднань переважно великих корпорацій та примусових поглинань сильнішими слабших. Так формуються фінансово потужні концерни та фінансово-промислові групи, транснаціональні та міжнародні компанії, в організаційну основу яких також закладено принцип акціонування.

Наявність акціонерних механізмів фінансового контролю й влади активізує як рух фінансового капіталу в бік виробничого та торговельного, так і зворотний рух промислового та торговельного капіталів у напрямку інтеграції з фінансовим капіталом. Утворений таким шляхом інтегрований корпоративний капітал в сутності своїй представляється змішаним фінансовим капіталом по тій причині, що взаємопроникнення капіталів, контроль та влада забезпечуються через фінансові канали, передусім, через акціонерні угоди. Інтегрований корпоративний капітал персоніфікують певні фінансові групи, які здійснюють свій фінансовий контроль через кредитування, пряме інвестування, купівлю корпоративних цінних паперів.

Інтеграційні можливості капіталу за базисної ролі фінансового капіталу практично безмежні: вирішальне слово за розмірами фінансового капіталу

(фінансових активів) та конкуренцією, включаючи конкуренцію між капіталами – претендентами на фінансову владу. Так на фінансовій основі виростають фінансові імперії, тобто ієрархічно структурований капітал, головні важелі управління яким зосереджені у руках вищої фінансової еліти, за древньою традицією названою фінансовою олігархією. За словами Ю. Осипова, “є фінансовий капітал, є і його суб’єкти; є фінансова влада, є і її носії; є фінансовий світ, є у цьому світі і своя аристократія” [56, с. 391].

Фінансовою олігархією рухають особливі інтереси. Вони не обмежуються видом на звичайні економічні вигоди інвестора, у тому числі акціонера, які полягають у прирості його капіталу. Представники фінансової олігархії у більшості своїй – це підприємці, для яких, як відомо, гроші стають переважно засобом самовираження, реалізації ідей, розширення меж особистої свободи. Підприємці-новатори, запевняв Шумпетер, який, до речі, й сам пробував себе у банківській справі, сповнені бажання й волі заснувати власну імперію та свою династію у ній. Його наче повторює президент однієї з американських корпорацій: “Слід визнати очевидне. Ми – засновники царств. Ми одержимі не грошима, а створенням імперій” [82, с. 143]. Ясна річ, досягти цієї високої амбітної мети в ринково-конкурентному середовищі вдається небагатьом. Зрештою ключові галузі економіки опиняються в зоні інтересів великого капіталу, і відтак, зближуються економічні й політичні цілі держави та промислово-фінансової еліти, стає об’єктивно необхідною їх тісна співпраця в економічній і соціально-політичній сферах. Широта мислення та управлінський досвід у сфері великого бізнесу набувають дедалі більшого ціннісного значення і в сфері державного управління, що проявляється у постійній ротації кадрів між державою та великим капіталом.

Таким чином, нагромадження капіталу, здійснюване шляхами концентрації й централізації капіталу, або усупільнення виробництва та капіталу, трансформувало всю ринкову систему, перетворивши атомістичне ринкове господарство з властивими йому дрібнотоварним виробництвом та розсіяною ринковою владою у господарство з високим ступенем концентрації виробництва й капіталу. Здійснення такої масштабної трансформації означало розв’язання

економічних проблем, які, з нашого погляду, фокусуються у протиріччі між потребами розвитку суспільного виробництва в умовах його індустріалізації та обмеженими можливостями наявних індивідуальних капіталів. Розв'язок цього протиріччя полягає у модифікації приватновласницьких відносин, запровадженні ефективних організаційних форм та механізмів інтенсивного нагромадження капіталу відповідно до потреб індустріального розвитку виробництва. Разом з тим, вплив концентрації й централізації капіталу на функціонування сучасної економіки неоднозначний, суперечливий, адже діяльність великих господарських одиниць та їх об'єднань, з одного боку, характеризує ці структури як рушійну силу підвищення ефективності економіки, а з іншого, – істотно змінює умови функціонування ринково-конкурентної системи, тією чи іншою мірою підкоряючи її приватним корисним цілям.

Проте у двоєдиного процесу концентрації й централізації капіталу як феномену господарства ринкового типу існує й інший бік: він трансформує систему вільної конкуренції у систему недосконалої конкуренції. Тепер ринкова конкуренція залишаючись, як і раніше, формою економічного суперництва господарюючих суб'єктів та зовнішньою регулюючою силою щодо їх діяльності, зазнала суттєвої модифікації, видозмінилася під постійним впливом з боку великих фірм*. Сутність змін у дії конкурентного механізму полягає у концентрації ринкової влади в руках великих фірм, яка проявляється у різного роду монополістичних тенденціях. “Вельми сумнівно, – писав ще Т. Веблен, – щоб у сфері сучасної промисловості існували які-небудь процвітаючі підприємства, в яких повністю відсутні елементи монополії” [9]. Великі фірми та їх групи, концентруючи у себе значну частку ринкової пропозиції чи попиту, потенційно здатні протиставляти власні інтереси суспільним потребам: маніпулювати обсягами

* Ще Л. Вальрас, маючи на увазі дійсну трансформацію структури ринку як наслідок процесу нагромадження капіталу, писав: “Теорія вільної конкуренції (класична теорія – А.С.) стає різновидом утопії, оскільки вона, як і раніше, зображує економіку у вигляді сукупності численних дрібних виробників, якою економіка уже давно не є” [Селигмен Б. Основные течения современной экономической мысли. - С. 247]. Те ж саме наголошував Дж.М. Кларк: «Традиційна теорія конкуренції не відображає сучасної дійсності: можливо, вона й придатна для економіки дрібних виробничих одиниць, але остання давно уже поступилась місцем економіці великих фірм. Поряд із посиленням ролі уряду це призвело до нової, по суті, змішаної економіки» [Там само. – С. 105]. Лаконічно й образно цю ж думку підсумовує В. Леонт'єв: “Вільна конкуренція і автоматизм нині стали легендою” [Там само. – С. 332].

виробництва та рівнями цін, стримувати інновації тощо. Вони більшою мірою самі породжують та формують попит, аніж пристосовуються до нього самі. Про ступінь монополізації окремих галузей сучасної економіки можна судити за даними, приведеними у додатку Ж.

Однак породжувана концентрацією капіталу монополізація ринку великими фірмами не усуває конкуренції, а ще більше загострює та видозмінює її. Маємо віддати належне у цьому плані К. Марксу, який ще у середині XIX ст. зафіксував діалектику взаємодії цих двох ринкових феноменів і це положення можливо навіть ще більш актуальне тепер. “У практичному житті, – писав він, – ми знаходимо не тільки конкуренцію, монополію і їх антагонізм, але також і їх синтез, який є не формула, а рух. Монополія породжує конкуренцію, конкуренція породжує монополію. Монополісти конкурують між собою, конкуренти стають монополістами.” [83, с. 161]. Поглиблений аналіз практики, коли ринок і монополія успішно співживаються, провели пізні неокласики Дж. Робінсон та Е. Чемберлін. Робінсон довела, що конкуренція продовжує існувати і при наявності у фірм ринкової влади, змушуючи їх вишукувати нові, нецінові методи боротьби, а в підсумку уможлиблюється існування різних цін та багатьох “точок урівноваження” ринку [84, с. 102]. Дослідницький пошук Чемберліна дозволив виокремити олігополістичний та монополістичний ринки на основі аналізу поведінкових особливостей фірм у різних ситуаціях (“свідомий паралелізм” у виборі цін, диференціація продукту) [85]. Отож, конкурентне начало у монополізованій ринковій економіці не тільки не відмирає, а є домінуючим, і основною причиною тому є динамічність сучасного ринку, постійна змінюваність його внутрішньої структури та меж, розмитість міжгалузевих перешкод*.

І все ж монополістична практика діяльності висококонцентрованих господарських структур є доволі суперечливою, теоретично складною проблемою. З першого погляду монополізм представляється антисупільним явищем, способом

* Як пише японський економіст Х. Уено, “навіть висококонцентрована олігополістична структура, якщо вона має динамічний, конкурентний характер, дозволяє працювати механізму ефективної конкуренції, майже не створюючи небезпеки, що контроль над ринком перейде в обмежувальну (чи монополістичну) практику” [Уэно Х. Кёсо-то кисей (Конкуренция и регулирование).– Токио, 1987. – С. 56].

економічного паразитування великого капіталу, й тому, здається, що запобігти йому може й повинна держава. Але у реальному житті надто проблематично чітко розмежувати позитивні й негативні результати діяльності монополістичних ринкових структур, визначити ту межу, за якою їхня могутність створює загрози для ринку й добробуту суспільства.

Одним із перших серед економістів-теоретиків, хто помітив і обґрунтував позитивну роль монополій у ринковому господарстві, був Й.Шумпетер. Його увагу привернув той факт, що деякі види цінової стратегії і політики фірм, які можуть здатися шкідливими і зловмисними для поточного моменту, у довгостроковій перспективі стають корисними і навіть необхідними для суспільного виробництва: вони стримують небезпечні для некоординованої у цілому економіки надмірні темпи зростання, задають більшу сталість розвитку* *. “З чим ми повинні погодитись, – писав він, – то це з тим, що монополія (велике підприємство – А.С.) виявилось найпотужнішим двигуном цього прогресу (і, зокрема, тривалого розширення загального обсягу виробництва) не тільки всупереч, а значною мірою завдяки цій стратегії, яка видається такою стримуючою з погляду окремого випадку й окремого моменту” [21, с. 140]. Отже, монополізм великого ринкового інституту є об’єктивний результат процесу нагромадження капіталу. Свою монополістичну владу господарюючий суб’єкт може використати як на користь, так і на шкоду суспільному виробництву, залежно від конкретних обставин. Тому не варто їх огульно й цілком гудити та засуджувати. Борючись із великими підприємствами тільки тому, що вони стають монополістами, суспільство наче прагне повернутися у своє докапіталістичне минуле. Раціональною представляється така модель ринкової економіки, коли держава здійснює гнучку антимонопольну політику, виходячи з конкретних обставин – місця й часу. Головне для цієї політики – аби не зникала ефективна конкуренція, а не знищення її учасників.

* * У цьому контексті Шумпетер робив таке образне порівняння: “Це не більший парадокс, ніж якби сказати, що автомобілі тепер їздять швидше, бо вони мають гальма” [21, с. 117]

Однак не будемо абсолютизувати значення концентрації виробництва. Ще А. Маршалл зафіксував, що фактичного витіснення великим виробництвом свого меншого конкурента не відбувається [6, с. 80]. Як зазначалося вище, концентрація виробництва повсюди має технологічні й економічні обмеження. З цих же причин, як свідчить господарська практика, перед великими структурами інколи постає проблема децентралізації виробництва, точніше кажучи, протягом останніх декількох десятиліть вона вже стала тенденцією організаційного розвитку великих корпорацій. “Більшість корпорацій, об’єднань та трестів, типових для сучасного економічного процесу, – уточняє В. Леонт’єв, – були покликані до життя прагненням до технологічного, а не економічного оптимуму. Звичайно, і економічна консолідація є фактором концентрації, але було б також помилковим вважати його вирішальним” [61, с. 259].

Концентрація ж капіталу у формі грошей та ліквідних цінних паперів подібних обмежень не має. Капітал – це власність. У своєму русі він змінює лише функціональні форми, постійно приростаючи у розмірі. Капітал-власність концентрується у руках персоніфікованого капіталіста, тоді як капітал-функція часто не лише делегується ним іншій особі, а й охоче розподіляється за різними видами економічної діяльності. Дроблення капіталу-власності не відбувається, звичайно, якщо не брати до уваги якісь особливі позаекономічні ситуації.

* * *

Зробимо висновки за результатами нашого дослідження, викладеними у першому розділі:

Огляд літератури за темою дисертації показує, що вивчення особливостей соціально-економічної природи та функціональної специфіки корпоративної форми підприємництва в економічній науці супроводжувалось кардинальним переосмисленням її методології, уточненням критеріїв науковості та завдань теоретичного пошуку. Висунення у ХХ ст. об’єктивним ходом суспільно-економічного розвитку ділових корпорацій на провідні позиції господарського життя, “детонувало” вибух наукового інтересу до неї. Економічне домінування корпорацій було визнано теоретиками як історичний факт масштабної

інституціональної трансформації ринкової економічної системи, цілеспрямоване дослідження якого започаткувало новий, інституціональний напрям у науці, зумовило розробку багатьох теорій.

Не існує єдиного універсального методу пізнання сучасної корпорації, що обумовлюється не лише складністю цього поняття та багатоманітністю факторів впливу на його еволюцію. Методологія дослідження визначається суб'єктивним вибором предмету та мети. І це чітко прослідковується у будь-якому серйозному дослідженні. Кожна з оглянутих нами вище теорій переслідувала цілком конкретну мету, фокусувала увагу на певному предметі, чи його аспекті, дотримуючись при цьому певних світоглядних позицій дослідника та його прийомів. Тому не варто ні абсолютизувати, ні легковажно відкидати будь-яку з теорій, дивлячись на її метод.

Ринкова система відносин ґрунтується, насамперед, на підприємницькому використанні капітального фактору виробництва, у якому втілена збережена суспільна праця, з метою отримання доходу (прибутку). Необхідною умовою і результатом капіталістичного господарювання є нагромадження капіталу, здійснюване через процеси концентрації й централізації. Основними факторами, що впливають на обсяги й динаміку нагромадження капіталу, є: величина та пропорції розподілу отримуваного прибутку; розмір функціонуючого капіталу; підвищення рівня продуктивності суспільної праці та здешевлення на цій основі засобів виробництва й споживання; посилення ринкової конкуренції; регулююча політика уряду.

В процесі свого нагромадження капітал здійснює інституціональну трансформацію усієї економічної системи. Спочатку це проявляється в утвердженні продуктивної (виробничої) форми капіталу в ролі провідної форми економічної діяльності, спроможної забезпечувати стабільне отримання прибутку. Ця трансформація супроводжувалась переворотами в технології виробництва та послідовною зміною організаційних форм підприємства в рамках індивідуальної приватної власності. Наступним етапом процесу нагромадження капіталу став перехід базисної ролі від продуктивного до фінансового капіталу, що проявилось у зростанні кількості та могутності фінансових інститутів, перетворенні виробничого

капіталу значною мірою у форму руху фінансового капіталу. Усупереч побутуючій думці, що Промислову революцію підготували технічні відкриття, її насправді здійснив фінансовий капітал. Перетворення традиційних приватних підприємств в акціонерні корпорації означало для них відкриття широких можливостей залучення капіталу в обмін на частку прав власності у спільному капіталі. Довершенням системоформуючої місії фінансового капіталу стали інтеграційні процеси, які пов'язують суб'єктів господарювання різних галузей і технологічних ланок міцними фінансовими зв'язками та участю у реалізації стратегічних планів. Таким чином, концептуально корпоратизація підприємств в ринковій системі відносин підготовлена еволюційним ходом нагромадження капіталу, стала його закономірним результатом.

1.3. Корпорування як спосіб розв'язання протиріч еволюційного розвитку приватновласницької системи господарювання

Багатий історичний досвід країн із ринковою економікою свідчить про те, що формування корпоративного капіталу й власності було доволі складним та тривалим процесом. І сьогодні, пробігаючи у своїй уяві основні віхи цього

історичного процесу, приходиш до усвідомлення того, що сучасний інститут ділової, чи підприємницької, корпорації, дійсно, сформувався як результат еволюційного відбору ефективних форм господарювання.

Відомі корпорації ще з часів стародавнього Риму. Тодішні корпорації (від лат. *corporatio* – об'єднання, союз, товариство) за правовим статусом охоплювали будь-які утворення на основі спільних професійних чи станових інтересів, спільної власності та господарювання (включаючи домогосподарства, церкву, муніципалітети). Проте економічні корпорації як товариства, створені для комерційних цілей, тоді так і не набули широкого поширення. Одним із головних чинників цього, як і того, що корпорації створювались переважно для представництва й захисту інтересів своїх учасників, мабуть, була ідеологія. Під її впливом, як пишуть історики, у римлян культивувалася особлива система цінностей. Вони засуджували як “вульгарні та неблагородні” ті комерційні цінності, котрі тепер становлять серцевину капіталізму [86, с. 453]. За словами Цицерона, “наймана праця огидна й недостойна вільної людини” [87, с. 118]. У їхньому розумінні права людини залежать тільки від її становища у суспільстві, від приналежності до певного класу чи стану. Римлянин не уявляв себе “особистістю, котра знаходить у самій собі опору проти суджень, які нав'язуються співтовариством ззовні” [88, с. 7, 27]. Для нього первинним було суспільне, а похідним – приватне [88, с. 163].

У середні віки близькими за формою до корпорацій були купецькі гільдії та ремісничі цехи. Вони створювались за професійною ознакою й виконували переважно регуляторні функції: захист спільних інтересів та привілеїв, взаємопідтримка своїх членів, виконання фінансових зобов'язань перед державою тощо. Про значущість тогочасних професійних корпорацій говорить і той факт, що членство у них було обов'язковим для кожного вільного городянина, тобто індивідуальна підприємницька діяльність ставала можливою лише в разі вступу до гільдії через сплату відповідного внеску. Ясна річ, такі корпорації могли існувати

як привілейовані (регульовані) компанії завдяки декретованому їм державою монопольному праву ведення підприємницької діяльності*.

Основним способом самозахисту економічних інтересів у рамках середньовічного цеху була регламентація діяльності відособлених ремісників, яка охоплювала цілу низку питань, зокрема номенклатуру, кількість та якість продукції, рівень цін, місце й спосіб продажу товарів та ін. Добровільна обмеженість свободи підприємницьких дій через посередництво цеху компенсувалася вигодами у вигляді отримуваної упевненості та стійкості своєї справи, захисту від зовнішніх загроз з боку конкурентів, лихварів, феодалів, міської знаті, розбійників [56, с. 138]. У правовому та економічному відношеннях такі первісні корпоративні утворення були монопольними, слугували засобом нагромадження капіталу як за рахунок капіталізації власних індивідуальних доходів, так і з допомогою доступніших позичок.

Але у середньовічних цехів була й інша сторона: вони штучно, або насильно, як писав К. Маркс, стримували перетворення ремісника-майстра у капіталіста, встановлюючи верхню для нього межу найму робочої сили. Тому процес нагромадження індивідуального капіталу, згідно з відомим законом Гегеля, мав з часом відкинути цю перешкоду, і він цього, звичайно, досяг [53, с. 296].

Розглянуті вище корпоративні формування були лише непрямими історичними попередниками дійсно підприємницьких корпорацій, адже їм бракувало властивості цілісності господарської одиниці, вони не були суб'єктом ринкових відносин. І ми звертаємося до їх практики лише остільки, оскільки своїм тривалим існуванням вони довели можливість і важливість організаційного об'єднання самостійних господарюючих суб'єктів для вирішення спільних проблем, передусім економічних. Разом з тим цей загальний і універсальний інститут представництва й захисту прав та інтересів людей, що отримав назву корпоративного, заявив про себе як про ефективний засіб побудови правової держави та громадянського суспільства. У цьому всезагальному значенні

* К. Маркс характеризував цих попередників сучасних акціонерних товариств як “товариства з узаконеною монополією на ведення визначених галузей промисловості та торгівлі”, посилаючись при цьому на видатного діяча

корпорація як інститут виступає своєрідною формою публічної влади, формою інституціоналізації інтересів різних соціальних верств та груп суспільства. Відповідно саме явище самоорганізації партнерських ділових відносин характеризується суспільствознавцями як корпоратизм [89, с. 15-32].

Підприємницькі корпорації як товариства не лише осіб, а й капіталів, інвестованих ними у спільну справу, формуються у Західній Європі в період так званого первісного нагромадження капіталу. Пайовою власністю були банки в Італії; кораблі у Венеції, Генуї, Марселі; рудники у Франції та Німеччині; металургійні заводи в Австрії; навіть млини в Кельні та Тулузі [90, с. 371].

Перші корпорації акціонерного типу, як прийнято традиційно вважати, виникли на рубежі XVI-XVII ст. в Англії. Це були Московська (1554 р.), Левантська, Балтійська, Ост-Індська (1600 р.) компанії. У 1602 р. створюється нідерландська Об'єднана Ост-Індська компанія. Поява акціонерних компаній саме у цей період зумовлена головним чином гострою потребою у великих капіталах для ведення зовнішньої торгівлі та колонізації інших країн. Акціонерні корпорації-первістки створювались на пайових засадах і відповідна частка у статутному капіталі товариства називалася акцією*, відносини акціонерів регламентувалися статутними документами**. Вони отримували привілеї від корони чи парламенту у вигляді монопольного права на колоніальну торгівлю (обидві Ост-Індські компанії) та реалізацію інших колонізаційних проектів (Віргінська компанія, Компанія Массачусетської затоки, Компанія Гудзонової затоки та ін.). Активну роль у створенні великих корпорацій відігравав державний кредит [53, с. 710].

Доведені практикою переваги спільного інвестування сприяли поширенню корпорацій й на інші сфери економічної діяльності. У 1684 р. за підтримки держави

Реформації Мартіна Лютера, який називав такі утворення "товариством-монополією" [53, с. 296].

* Існує думка, що поняття "акція" має голландське походження (голл. *actie* – цінний папір) [Черных П.Я. Историко-этимологический словарь современного русского языка. Т.1. – М.: Русский язык, 1999. – С. 36].

** Про радше зовнішню подібність перших корпорацій сучасним уявленням про акціонерне товариство свідчить той факт, що англійська Ост-Індська компанія у першому півстолітті свого існування діяла на основі постійно відновлюваного капіталу, тобто передбачала своїм статутом повернення акціонерам паїв щоразу після повернення кожної експедиції як завершення проекту, і тільки з 1657 р. вона стала постійно діючим суб'єктом ринку, обмеживши свої зобов'язання перед власниками виплатою дивідендів та розподілом майна у разі ліквідації компанії. Її нідерландська конкурентка практикувала протягом сорока років виплату дивідендів переважно товарами (спеціями) [Lamden C.W. The Securities and Exchange Commission. – N.Y., 1978. – P. 36-38].

на основі акціонування виникає Англійський банк, який, взамін узятого на себе зобов'язання кредитувати уряд, отримав право емісії банкнот, яке згодом переросло у його монопольне право. Перевага великих банків перед дрібними об'єктивно сприяла поширенню акціонерних банків. На початку XVIII ст. в Англії уже діяло декілька сот корпорацій. Ця тенденція стала характерною для багатьох країн.

Утім, розвиток корпоративного підприємництва уже на старті супроводжувався не лише грандіозними позитивними успіхами, а й масштабними аферами та розчаруваннями інвесторів. Виявилось, що корпоратизація під виглядом участі у милозвучних проектах взаємовигідного спільного інвестування за відсутності законодавчого врегулювання корпоративних відносин стає зручним для шахрайських оборудок та пограбувань довірливих інвесторів способом. Оскільки більшість акціонерних компаній виявилася “мільними бульбашками”, відкриття нових подібних корпорацій в Англії було надовго заборонено законом*, хоча, звісно, зупинити поширення цієї назрілої ринкової форми було уже неможливо.

І все ж, до 30-х рр. XIX ст. акціонерні корпорації являли собою відносно рідкісне явище. Основною організаційною формою підприємництва були підприємства, що належали індивідуальним власникам.

Початок найбільш інтенсивного розвитку корпоративного підприємництва прийшовся на 30-роки XIX ст. у зв'язку з індустріалізацією виробництва та розвитком адекватної йому виробничої інфраструктури. Відтепер корпоративна форма підприємництва починає упевнено завойовувати домінуючі з-поміж інших організаційних форм бізнесу позиції щодо оборотів капіталу, обсягів прибутку та наповнення державної скарбниці. Істориками встановлено: “До 1852 року майже усі залізниці та поштові шляхи, багато з каналів, численні коледжі, університети, ліцеї, бібліотечні товариства... майже усі промислові заклади у США були засновані та управлялись за допомогою корпорації” [91, с. 194].

* Вільне створення акціонерних товариств (шляхом простої реєстрації) дозволене в Англії лише в 1855 році, у Франції – в 1867 р. [60, с. 356, 357].

Серцевиною корпоративного буму майже скрізь виступали залізниці, оскільки вони практично усували фізичні перешкоди у міграції товарів, капіталу й праці, формували єдиний економічний простір. Без усякого перебільшення, дорогу корпоративній економіці проклали залізниці**. “Світ досі залишався б без залізниць, – писав К. Маркс, – якби доводилось дождатися, поки нагромадження не доведе деякі окремі капітали до таких розмірів, що вони могли б справитися з будівництвом залізниць. Навпаки, централізація з допомогою акціонерних товариств здійснила це за одну мить” [53, с. 595]. Знову ж таки, враховуючи стратегічне значення виробничої інфраструктури, держави надавали підтримку корпораціям по будівництву й експлуатації залізниць та каналів, зокрема через безплатне відведення для них державних земель або право примусового викупу земельної власності, необхідну для здійснення планів, за ціною, встановленою судом у випадку відсутності компромісу сторін. Слід відзначити, що специфіка діяльності залізничних компаній (розкиданість станцій з відповідними службами) спонукала їх до піонерного освоєння децентралізованих систем управління та використання послуг професійних менеджерів.

На цей раз, окрім шахрайств із “дутими корпораціями”, створення корпорацій у виробничій сфері супроводжувалося небаченими спекуляціями на ринку акцій. Ринкова вартість корпоративних цінних паперів часом настільки відривалася від номінальної, доставляючи біржовим ділкам колосальні доходи, що якби усі обіцяні інвестиційні проекти були втілені в життя, то уся б земна поверхня вкрилася суцільними залізницями. Англійський парламент змушений був увести санкціоноване будівництво залізниць. Однак, одним із найближчих парламентських звітів 1847-1848 рр. було зафіксовано, що акціями залізничних компаній уже встигла заволодіти майже третина членів палати громад парламенту (фігурантами цього списку були навіть священики, яких налічувалося більше 250 чоловік). Ясна

** Відзначаючи роль створеної акціонерним капіталом транспортної інфраструктури, А. Маршалл писав: “Імовірно, більш ніж трьома четвертями того прибутку, який вона (Англія – А.С.) вилучила із удосконалення своєї промисловості у XIX ст., Англія була побічно зобов’язана зниженню вартості перевезень людей та товарів, здешевлення водопостачання та освітлення, електроенергії та засобів інформації: головною економічною подією нашого віку є розвиток не обробних, а транспортних галузей” [Маршалл А. Принципы политической экономии. Т.1. / Пер. с англ. – М.:Прогресс, 1983. – С. 93].

річ, спровоковані таким чином біржові кризи через деякий час згасили ажіотажний попит, ліквідувавши фіктивні та зміцнивши позиції реальних крупних корпорацій.

Інтенсивне будівництво залізниць завдяки акціонерному капіталу вписали також у свою історію Франція, Німеччина, Італія. Навіть не зважаючи на відносну слабкість німецької індустрії, у 70-х рр. XIX ст. типографії не поспівали друкувати акції залізничних компаній, у спекуляції якими були втягнуті навіть міністри, генерали, титуловані особи. Проте й тут біржова криза швидко розвіяла спекулятивні міфи, похоронивши множину фіктивних фірм.

Слід зазначити, що у західному світі корпоративне законодавство не поспівало за потребами економічного розвитку, тривалий час обмежуючись дією загальних законів про корпорації. Це пояснюється не лише загальною тенденцією відставання формально-правової інституціоналізації економічної системи, а й впливом на законодавчий процес зацікавлених груп, деякою недовірою й відотною слабкістю ще стимулів для інкорпорування, тобто перетворення підприємств у корпорації, або введення нових власників шляхом продажу акцій. Давалися ознаки консерватизм більшості власників діючих підприємств та початкова обмеженість вторинного ринку промислових акцій.

Потрібно зазначити, що імпульс взаємопов'язаним процесам індустріалізації економіки та корпоратизації підприємств у багатьох західних країнах прийшов усюди ззовні, з боку тих країн, які першими здійснили прорив до індустріальних технологій виробництва. Саме англійська індустріалізація та зумовлена нею урбанізація привели до значного підвищення попиту на світових товарних ринках, стимулюючи таким чином ріст інвестицій в орієнтовані на експорт виробництва й формування для цих цілей корпоративних структур. Яскравий приклад тому дала, зокрема, у 70-і рр. XIX ст. Швеція [92, с. 273].

Кінець XIX ст. ознаменувався інтегративними процесами у сфері корпоративного бізнесу. Шляхом передачі акцій у довірче (трастове) управління, придбання контрольних пакетів акцій інших компаній як партнерів по бізнесу, так і конкурентів (“дружні приєднання”, “ворожі поглинання”), формуються потужні

об'єднання у вигляді холдингів, концернів. Незграбні монстри-трести реорганізуються у корпорації. Саме у цей період відбувається масштабна концентрація й централізація капіталу й захват на цій основі економічної влади крупними корпоративними структурами, або монополізація економічного життя. Так, частка компанії "Стандарт Ойл" у нафтопереробній промисловості країни на час її створення у 1870 р. не перевищувала 10%, але вже в 1879 р. вона контролювала 90-95 % ринку; вона й стала першою монополією у промисловості і першою сучасною великою корпорацією [93, с. 6]. Групи Моргана та Рокфеллера напередодні першої світової війни контролювали 56% сукупного корпоративного капіталу США, їх представники займали понад 340 керівних посад у 112 банківських, промислових та страхових корпораціях. Монопольний диктат потужних корпоративних структур на ринку товарів і ресурсів, збереження і тим більше нарощування якого становило реальну загрозу ринково-конкурентним принципам функціонування економіки, обумовив необхідність запровадження в цих країнах антимонопольного законодавства та вжиття адміністративних заходів щодо монопольних структур на основі судових рішень.

Упродовж ХХ ст. корпоративний капітал розвинених країн підкорив своєму впливу чи не увесь світ, за характером своєї діяльності став, по суті, транснаціональним. Саме ТНК небагатьох розвинених країн стали ініціаторами й провідниками сучасних процесів глобалізації економіки*. (В узагальненому вигляді етапи зародження й розвитку корпорацій представлено у додатку 3).

Аналіз історії становлення корпоративних відносин у колишній Російській імперії, у складі якої перебувала Україна, вказує на те, що цей процес тут здійснювався під впливом ідей та ділової практики західноєвропейських країн. Практичний інтерес до цієї форми економічних відносин, за деякими даними, уперше з'явився лише в кінці ХVІІ ст. і не серед підприємців, а, як і в Німеччині, в урядових колах [94, с. 17-18]. Повернувшись із Заходу, Петро I своїм першим законодавчим актом стосовно корпорацій (Указ від 27 жовтня 1699 р.) велів купцям

організовувати, як і в інших державах, торговельні компанії, які б принесли користь і державній казні.

Проте перша реальна корпорація – Російська Константинопольська компанія – виникла лише у 1757 р. В наступному році створено Компанію Перського торгу, у 1762 р. – Акціонерний емісійний банк, у 1798 р. – Російсько-Американську компанію [95, с. 50-51]. Перші акціонерні компанії створювалися з дозволу держави, яка наділяла кожному з них певними привілеями, залишаючи їм повну свободу саморегулювання корпоративних відносин.

Першою правовою основою створення корпорацій в імперії став царський Маніфест від 6 січня 1807 р. “О дарованных купечеству новых выгодах, отличиях, преимуществах и новых способах к распространению и усилению торговых предприятий”. Створене в Україні у 1830 р., згідно з урядовим положенням “Про заснування в Малоросії компанії для виробництва цукру із буряка”, корпоративне об’єднання*, окрім комерційних функцій, зобов’язувалося виконувати “гільдійські повинності”, тобто сплачувати казні зібраний зі своїх підприємств-учасників сукупний податок. Більш детально корпоративні відносини урегульовувалися “Положенням про компанії на акціях” від 6 грудня 1836 р., яке слугувало основою корпоративного законодавства аж до 1917 р. [96, с. 394]. Судячи з його змісту, акціонерні компанії розглядалися як найбільш зручна форма для продуктивного розміщення вільних приватних капіталів, сприятлива для розвитку в країні різних галузей економіки та підприємництва узагалі.

Головна особливість розвитку підприємництва, зокрема корпоративного, в Російській імперії полягала, вочевидь, у тому, що країна відносилася до тієї групи держав – Німеччина, Італія, Японія, – які з запізненням, у другому ешелоні, приступили до індустріалізації своїх господарств і, як наслідок, змушені були робити ставку не стільки на економічні (ринкові), скільки на адміністративні методи. У розвитку великого підприємництва тут особливо важливу роль

* “До народження корпорації єдиними суспільними інститутами з тим же ступенем влади і незалежності були церква та держава. Коли корпорація появилася на світ, вона стала третьою діючою особою в тріумвіраті, який до сих пір править світом” [Хакен П. Я начинаю свое дело / Пер. с англ. – М.: Текст, 1992. – С. 94].

відіграла держава. Звідси – відносно жорстка підпорядкованість підприємницької діяльності загальнодержавним завданням і певна байдужість з боку держави до низької ефективності господарювання.

Багатий досвід корпоративного розвитку західноєвропейських країн, особливо стосовно його правового регулювання, так і не був використаний у Росії [97, с. 343]. Так, якщо на Заході предметом особливої уваги віддавна була забезпеченість статутного капіталу товариства, то тут правовий вакуум сприяв розмноженню фіктивних компаній та корупції державних чиновників. Досить поширеною була практика суміщення державної служби з керівництвом приватними корпораціями. Наприклад, у 80-х рр. XIX ст. посади у корпоративному секторі посідали 225 чиновників Міністерства фінансів, у тому числі 13 посад голів правлінь та директорів [98, с. 83].

До 1836 р. акціонерні товариства в імперії зосереджувались переважно у двох містах: близько половини у Санкт-Петербурзі та чверть в Одесі [96, с. 420]. Інтенсивного розвитку в Російській імперії акціонерний капітал набуває у пореформений період. У 1861-1873 рр. в країні було створено 357 акціонерних товариств, у тому числі 53 для прокладки залізниць та 73 банки. За підрахунками спеціалістів німецького кон'юнктурного інституту, виробництво промислової продукції в Росії протягом 1860-1900 рр. зросло більш ніж у 7 разів. За тодішніми темпами промислового розвитку Росія випереджала розвинені країни (окрім США). Значні інвестиційні потреби індустріального розвитку зумовили прискорення корпоратизації економіки країни наприкінці XIX - на початку XX ст. (див. табл. 2.1).

Таблиця 2.1

**Дозволені до відкриття в Росії акціонерні товариства
у період 1900-1913 рр. [99, с. 45]**

Роки	Всього	Російських товариств	Іноземних товариств
------	--------	----------------------	---------------------

* В XIX ст. в Росії існували різні, але по суті тотожні, визначення корпоративних форм підприємств: “компанія на паях”, “товариство по участках”, “компанія на акціях”, “акціонерне підприємство”.

	Кількість товариств	Сукупний основний капітал (млн.руб.)	Кількість товариств	Сукупний основний капітал (млн.руб.)	Кількість товариств	Сукупний основний капітал (млн.руб.)
1900	202	250,7	162	201,2	40	49,5
1904	94	119,2	81	92,5	13	26,7
1905	75	72,3	65	64,8	10	8,0
1906	115	105,1	105	84,9	10	20,2
1907	131	156,9	119	125,9	12	31,0
1908	120	112,4	108	103,4	12	9,0
1909	131	108,8	116	95,9	15	12,9
1910	198	224,2	181	190,5	17	33,7
1911	262	320,9	222	240,9	40	80,0
1912	342	401,5	322	371,2	20	20,3
1913	372	545,2	343	501,1	29	44,1

Як видно з табл. 2.1, напередодні політичного перевороту у Росії відбувалося інтенсивне нагромадження акціонерного капіталу, переважну частку якого становив національний капітал.

У 1914 р. в межах Російської імперії налічувалось 2235 акціонерних товариств, сукупний капітал яких обчислювався у 4,7 млрд. руб. На корпоративний сектор у фабрично-заводській промисловості* доводилося 60% продукції [100, с. 107].

Створювались у цей період також потужні інтегровані корпоративні структури, у тому числі за участю іноземного акціонерного капіталу*. Особливо вагомою роль останнього була у становленні металургійного виробництва на малоросійських землях, тобто на Україні. “Без допомоги іноземного капіталу, – писав М. Туган-Барановський, – криворіжським рудам ще довго довелося б мирно спочивати під чорноземними полями Придніпровського краю. Точно так у металургійній справі Донецького басейну піонером став англієць Юз”. На півдні

* Цікаво зазначити, що рівень дивідендних виплат акціонерам на той час диференціювався по галузям так: резинові фабрики – 11,5%, торгівля мінеральним паливом – 9,15, тютюнові фабрики – 8,6, кондитерські – 6,65, парфумерні – 6,59, хімічні заводи – 5,18, нафтові – 5,16.

* Історія формування великого корпоративного капіталу в Російській імперії документально висвітлена В. Бовікініним (див.: Бовыкин В.И. Финансовый капитал России накануне Первой мировой войны. – М.: «Российская политическая энциклопедия» (РОССПЭН), 2001. – 320 с.)

Росії майже жодне підприємство не обходилося без участі іноземного акціонерного-пайового капіталу. З існуючих там 18 акціонерних компаній акції 16 котувалися на світових біржах.

Майже виключно іноземним капіталом, передусім, німецьким, бельгійським та французьким, створювалися передові на ті часи галузі промисловості – енергетична, електротехнічна, хімічна. То ж, безумовно, завдяки корпоративній формі підприємництва та участі у ній іноземного капіталу Росія змогла стрімко прискорити індустріалізацію економіки й на її основі, проскочивши “ситцьовий” етап розвитку, вступити у “залізний” вік капіталістичного виробництва.

Після перевороту 1917 р. великі корпорації в країні були націоналізовані, а їхні акції анульовані. З проголошенням у березні 1921 р. нової економічної політики (НЕП) почалося деяке відродження корпоративного руху. На початок 1925 р. у країні налічувалося 161 акціонерне товариство, серед яких 61 державне, 64 змішаних, 34 приватних та 2 кооперативних. У 1927 р. було прийнято Положення про акціонерні товариства, яке визначало основні цілі та принципи створення таких підприємств, і діяло воно майже 30 років [96, с. 443]. Переважну більшість акціонерних товариств в СРСР становили державні компанії, які, як прямо визначалося у зазначеному вище Положенні, лише за формою є такими, а, по суті, були державними підприємствами. Щодо змішаних товариств, то вони при цьому розглядалися як перехідна форма до державних [101, с. 123-172]. Згортання НЕПу з кінця 20-х рр. привело до перетворення майже усіх акціонерних товариств у державні підприємства. До середини 80-х рр. в СРСР залишилося лише три акціонерні структури: Зовнішекономбанк СРСР, Всесоюзне акціонерне товариство ”Інтурист” та Страхове акціонерне товариство СРСР.

Зазначимо також, що у післявоєнний період у власність країни як репарації дістались корпоративні права фашистських та військових злочинців, розміщені на території ряду країн Європи. Однак із середини 50-х рр. ця власність була добровільно відчужена радянською стороною на користь відповідних держав [102, с. 9].

Таким чином, історичний підхід до зародження й розвитку корпоративної форми підприємництва показує пряму залежність цього ринкового інституту від потреб нагромадження капіталу, яка проявилася в його спроможності ефективно реагувати на виклики часу, пристосовуватися до нових економічних та політико-правових умов. Тому не випадково у Древньому Римі прижилася одна форма корпоратизації власників, у часи середньовіччя поширилася друга, в умовах промислової революції – третя, а в сучасну епоху – четверта й, можливо, вже п'ята. Причому, якщо на доіндустріальній стадії економічного розвитку корпоративний інститут підприємництва представляв собою радше виняток із загальної системи відносин і господарювання, саме існування якого диктувалося не стільки виробничими потребами, скільки мотивами первісного нагромадження капіталу, а тому найбезпосереднішу участь у його створенні й підтриманні брала держава, то в період індустріалізації виробництва корпорація стає її локомотивом у смислі найадекватнішої організаційно-економічної форми чи майже бездоганного механізму мобілізації відособлених капіталів для великих інвестиційних потреб. То ж поява в історичному плані корпоративної форми, але *уже* як дійсно ринкового, чи економічного, інституту з перспективою швидкого завоювання в конкурентній боротьбі провідної ролі, справджує відому максиму Екклезіаста “Усьому свій час”.

Сутнісні властивості корпорації як форми організації підприємства визначають виробничі відносини, що складаються безпосередньо між її учасниками та між їх спільнотою й суспільством в цілому. Концентровану характеристику цим відносинам дають економічні відносини власності.

Власність як економічна категорія виражає історично визначений (об'єктивно обумовлений) суспільний спосіб (форму) привласнення засобів та результатів виробництва. Матеріальною передумовою відносин між суб'єктами власності виступають майнові відносини власників, тобто відносини людей та їх груп до об'єкта власності як свого. Таким чином, суб'єктно-об'єктні відносини є первинними у визначенні характеру системи відносин власності.

Конструктивною конкретизацією сутності відносин власності, на наш погляд, є позиція тих дослідників, які розкривають основний зміст цієї категорії через

відносини привласнення й відчуження [103, с. 192]. Привласнення об'єкта власності одним суб'єктом можливе лише через відчуження його іншим. Разом з тим потрібно далі з'ясувати міру володіння об'єктом з боку власника та конкретизувати функцію суб'єкта в процесі реалізації відносин власності. Зв'язки між суб'єктами й об'єктами власності виражають відносини передусім володіння, розпорядження й використання, які є одночасно економічними та правовими категоріями. У цьому зв'язку для з'ясування економічної сутності та змісту власності ми звертаємося до основ економічної теорії прав власності.

Західні дослідники оперують здебільшого поняттям “право власності”. Це пояснюється тим, як наголошує, зокрема, Демсец, що “...не річ сама по собі є власністю; пучок чи частина прав з використання речі – ось що складає власність. Власність у первісному значенні цього слова стосувалася тільки права, титулу, інтересу, а речі могли називатися власністю не більше, ніж вони могли називатися правом, титулом, інтересом” [28, с. 17]. Звернення економістів до прав власності є, по-перше, фактичним визнанням внеску правників у розкриття багатого змісту реальних відносин власності; а по-друге, воно обумовлене наявністю діалектичного взаємозв'язку економічних та юридичних відносин власності, який проявляється у тому, що юридичні форми не тільки надають офіційного статусу реально існуючим відносинам власності, а й самі здатні переходити, переростати у дійсні форми людських взаємовідносин*.

Економічна теорія прав власності своїм корінням заглиблюється у далеке минуле, до витоків сучасних правових традицій. Вочевидь, у цьому живильному для економіки та права взаємозв'язку збуваються ідеї Дж. Коммонса, який закликав економістів до вивчення правових норм та технологій як способу пізнання реальних соціально-економічних проблем.

* Розглядаючи правові відносини як надбудову над економічним базисом, тобто реальними відносинами власності, К. Маркс водночас підкреслював, що “...для окремої людини це ставлення (мається на увазі власність як відношення до умов виробництва – А.С.) створено общиною, оголошено в ній законом і гарантовано общиною” [Маркс К. Економічні рукописи 1857-1861 років (Первісний варіант “Капіталу”). Частина перша // Маркс К., Енгельс Ф. Твори. Т. 46. Ч. I. – К.: Держполітвидав України, 1982. – С. 444.].

Історично склалися дві основні правові традиції, у рамках кожної з яких по-різному тлумачаться функції власника та їх концентрація у його руках. Це континентальна, або європейська, та англосаксонська концепції.

Континентальна правова традиція ґрунтується на древньому римському праві, яке було акумульоване в Кодексі візантійського імператора Юстиніана, й у класичному варіанті представлена Кодексом Наполеона. У її рамках функції власника зведені до відомої тріади прав володіння, користування та розпорядження. Нею проголошувалась не лише “священність і недоторканість” приватної власності, а й “єдність та неподільність” її права. Зрозуміло, що така абсолютизація концентрації прав власності в одних руках ідеально відповідала тодішнім умовам дрібнотоварного індивідуалізованого господарювання. З виникненням та розвитком корпоративних форм підприємництва, які базуються на організаційному об’єднанні багатьох власників чи тільки їх капіталів, а отже, необхідно передбачають розщеплення прав власності на одні й ті ж об’єкти серед різних осіб, така концепція стала надто вузькою й обмеженою щодо практичних потреб. Проте в соціологічній теорії, яка вивчає феномен власності, зростаюча невідповідність між правовими постулатами та закономірностями господарського життя, як виявилось, стала нерідко сприйматися як аргумент думки про ерозію приватної власності та наближення її заміни суспільною власністю.

Своєрідною реакцією на нові потреби господарської практики та консерватизм європейсько-континентальної правової парадигми стало виникнення англосаксонської традиції у дослідженні й інтерпретації прав власності. Відштовхуючись від реалій ринкової економіки, передусім, специфіки корпоративного суб’єкта як домінуючого у ній, представниками даного напрямку досліджень факт розщеплення прав власності трактується не як ерозія приватної власності, а як її нормальний функціональний стан, як здатність реагувати на потреби суспільного виробництва й інтереси зайнятих у ньому людей. Радикалізм цієї концепції полягає у визнанні необхідності та ефективності розподілу прав власності між економічними суб’єктами, доведенні його істотних переваг перед абсолютною приватною власністю. То ж, природно, що саме англосаксонська

правова концепція сприяла розробці економічної теорії прав власності, ставши її основою.

В економіці взагалі не існує абсолютних прав власності, тобто жоден із власників економічних ресурсів не володіє усією повнотою прав власності на наявний у нього ресурс та продукт. Як вірно зазначає А. Гриценко, приватне привласнення ресурсів і продукту за своєю сутністю є сумісно-розділеним, тобто процесом, у якому беруть участь як безпосередній виробник, так і держава, яка, образно кажучи, відпрацьовує стягвані податки захистом прав власника [104, с. 53]. Суспільство поступово обмежує розпорядження приватною власністю, і це видно по тому, що її уже не можна так собі вільно продати, придбати, ліквідувати виробництво, як це було років 100-150 тому. Держава і сучасне громадянське суспільство підпорядковують бізнес значною мірою певним “правилам гри”.

Кожне економічне рішення приймається завжди на основі певного набору прав власності, чи “пучка правомочностей”. Тому основна проблема полягає у забезпеченні ефективного розподілу прав власності між учасниками виробничо-господарського процесу. Відсутність такого розподілу прав власності, інакше кажучи, надмірна концентрація їх в одних руках та дефіцит в інших учасників, веде до збільшення витрат на обслуговування цих прав і, як наслідок, зниження ефективності економічних рішень.

Повний “пучок” прав власності, за пропозицією англійського юриста А. Оноре [105], налічує одинадцять елементів*:

1. Право володіння, тобто право виключного фізичного контролю над благами, у тому числі за посередництвом представників власника, або агентів.
2. Право користування, тобто застосування корисних властивостей благ для себе.
3. Право управління або розпорядження, тобто право вирішувати, хто і як буде забезпечувати використання благ.
4. Право на дохід, тобто право володіти результатами від використання благ.

* Узагальнений з юридичної практики А. Оноре “пучок прав” використав у власній економічній теорії прав власності Р. Коуз [26].

5. Право суверена або право на капітальну цінність, тобто право на відчуження, споживання, зміну чи знищення блага.

6. Право на безпеку, тобто право на захист від експропріації благ та від шкоди з боку зовнішнього середовища.

7. Право на успадкування благ.

8. Право на безстроковість володіння благом (якщо інше не обумовлено окремо умовами контракту).

9. Право на заборону шкідливого використання блага для зовнішнього середовища.

10. Право на відповідальність у вигляді стягнення блага у сплату боргу.

11. Право залишкового характеру, яке спирається на існування процедур та інститутів, котрі забезпечують повернення тимчасово переданих чи відновлення порушених правомочностей.

Більшість прав власності у приведеному переліку при незвичному для економіста формулюванні, по суті, конкретизують реальні економічні відносини власності як на рівні усього суспільства, так і в рамках фірми. Однак йдеться не про звичайну юридичну формальність. Суть полягає у тому, що реалізація цих прав власності наповнює змістом економічні відносини, чи, точніше кажучи, уможлиблює ефективне використання ресурсів шляхом упорядкування відносин учасників економічного процесу. Звичайно, розподіл прав власності на той чи інший ресурс зовсім не означає перетворення кожного з носіїв цих часткових прав у дійсного власника*. Власника визначає фактична наявність комбінації прав, яка включає одне чи декілька прав. Тому у ресурсу, включаючи ціле підприємство (фірму), може бути один або декілька, чи навіть багато, власників.

* Американський учений Л. Беккер, виходячи з аналізу “пучка” прав А. Оноре, вважає, що один із перших п’яти у ньому елементів обов’язково має бути присутнім у тому поєднанні, яке могло б у своїй сукупності скласти “повне” право власності. Щодо можливих комбінацій прав, то їх загальна кількість, на думку Беккера, може перевищувати 1,5 тис. варіантів, а якщо врахувати ще й їхнє варіювання за суб’єктами та об’єктами права, то розмаїтість форм власності стає, за його словами, воістину “страхотливою” [Becker L.S. Property rights: philosophical foundations. – Cambridge, 1977. – С. 21].

Звичайно, не слід канонізувати приведений вище перелік прав власності як повний та послідовний щодо значущості для власника, що, на жаль, нерідко допускається у науковій та навчальній літературі. Єдиної, загальноприйнятої (навіть у рамках неоінституціонального напрямку) класифікації прав власності не існує. Різні дослідники використовують різні структури прав, намагаючись при цьому обґрунтувати їх ієрархію. Так, для одних учених ключове значення має право виключності, тобто виключення вільного доступу інших суб'єктів до обмеженого ресурсу, для інших же економічна власність починається саме з права використання ресурсу. Наприклад, американці Е. Остром та Е. Шлагер розглядають ієрархічну структуру прав із двох рівнів: операційних прав і прав колективної дії. До першого рівня вони відносять права доступу та вилучення доходу від об'єкта власності, до другого – права управління, виключення та відчуження. Конкретна конфігурація прав названими вище авторами ідентифікується так: власник володіє усіма правами; за відсутності права відчуження суб'єкт стає лише володарем ресурсу; концентрація в одних руках прав доступу, отримання доходу та управління перетворює суб'єкта у господаря [106, с. 124-125]. Підприємницька структура в цілому, таким чином, трактується як пучок прав власності на певну сукупність матеріальних і нематеріальних активів, який може по-різному розподілятися, але у будь-якому випадку за власником залишається право залишкового контролю за використанням активів.

Звісно, що вихідним пунктом інституціонального аналізу при цьому виступає не абстрактне поняття власності, не власність взагалі, а режим приватної власності, який піддається моделюванню. Право приватної власності розуміється не як проста арифметична сума правомочностей, а як складна структура, компоненти якої взаємно обумовлюють один одного. Ступінь їхнього взаємозв'язку виявляється у тому, наскільки обмеження будь-якої правомочності впливає на реалізацію власником інших правомочностей. Так з'ясовується, наприклад, що виключне право користування благом не обов'язково передбачає можливість його відчуження. Зате право на передачу блага неодмінно передбачає наявність принаймні якогось пучка виключних прав на користування чи дохід. У випадку

істотного обмеження права на отримання доходу від блага у власника підривається мотивація до використання цього блага. Отже, з того, якою мірою те чи інше право на ресурс належить власнику, можна судити про те, наскільки його рішення визначає дійсне використання цього ресурсу [107, с. 17].

“Пучок” прав власності – не фіксований ряд, а відкрита множина. Це обумовлюється тим, що економічні відносини власності функціонально складні та мінливі. У вигляді прав реальні відносини власності змінюються в сторону збільшення чи зменшення в залежності від організаційної форми господарської діяльності. Так, із переростанням індивідуальної трудової діяльності у підприємство з використанням найманої праці відбувається трансформація структури приватної власності: марксизм та його прибічники вбачають у цьому зміну соціально-економічного характеру приватної власності – із трудової на нетрудову, експлуаторську – і тому, звичайно, вся вибудовувана на цьому принципі теорія сповнюється далі критичним пафосом; з інституціонального (нового) погляду науковий інтерес тут представляє видозміна одних та виникнення інших прав власності, тобто цілком реальна проблема доцільності та ефективності розподілу прав власності на виробничі ресурси. Сучасний стан теоретичної розробки економічного аспекту прав власності дає підстави розкривати сутність даного трансформаційного процесу, зокрема через перетворення права на дохід у право на залишковий дохід, тобто частину доходу, що залишається власнику після розрахунку з іншими учасниками спільної діяльності; через появу права на контроль за діяльністю найманого персоналу, права формувати й змінювати склад цього персоналу. З економічного розуміння прав власності як набору допустимих економічних рішень випливає висновок, що обмін, який відбувається в ході організаційних нововведень, як і всякий акт обміну узагалі, означає обмін “пучками” прав власності на певні блага.

Перехід від індивідуальної (сімейної) до корпоративно-акціонерної форми господарювання пов’язаний із ще більшим “розщепленням” й водночас збагаченням “пучка” прав власності. За акціонерами як власниками внесених часток в акціонерний (статутний) капітал компанії зберігається право на

залишковий дохід, але визначення розміру належного їм доходу виходить за межі їхньої особистої компетентності та контролю. Акціонери як власники делегують найманим спеціалістам з управління права поточного управління компанією, формування і зміни її персоналу. Як писав Р. Гільфердінг, “власність, яка колись знаменувала фактичне, необмежене розпорядження засобами виробництва, а отже, й таке ж керівництво виробництвом, тепер перетворилось у простий титул доходу; в окремої особи віднято право розпоряджатися виробництвом” [67, с. 153]. Разом з тим розподіл прав власності у цій складній структурі зовсім не означає якогось містичного переродження капіталу й власності, він змушує тільки уважніше поглянути на реальний процес структурної модифікації відносин і прав приватної власності з тим, аби його унормувати, ввести в суспільно прийнятне русло.

Необхідною умовою ефективного розподілу прав власності є їх специфікація. Специфікація прав власності – це чітке визначення й юридичне закріплення суб’єкта, об’єкта власності та способів наділення нею, або, іншими словами, чітке розмежування прав і відповідальності усіх дійсних суб’єктів процесу привласнення. Сенс та мета специфікації полягають у тому, щоб створити умови для придбання прав власності тими, хто цінує їх більше за інших і хто здатен отримати з цього більшу користь. “Виключити інших із вільного доступу до ресурсу означає специфікувати права власності на нього”, – наголошує С. Пейович [108, с. 56]. Специфікацією забезпечується винятковий характер прав власності та стійкість економічної сфери, адже у такий спосіб зменшується невизначеність у прийнятті рішень економічних суб’єктів. Таким чином досягається ефективний розподіл (алокція) ресурсів, адже в процесі обміну, змінюючи свого власника, вони переміщуються у напрямку більш продуктивного їх використання. “Якщо права на здійснення певних дій можуть бути придбані або продані, – пише Р. Коуз, – їх врешті-решт придбають ті, хто вище цінує даровані ними можливості виробництва чи розваг. У цьому процесі права будуть придбані, розподілені та скомбіновані таким чином, аби допустима ними діяльність доставляла дохід, що має найвищу ринкову цінність” [109, с. 14].

За умов неповноти специфікації прав власності має місце розмитість цих прав, що виражається у слабкості стимулів індивідуума до прийняття ефективних економічних рішень. Таке розмивання прав власності настає як наслідок неадекватного їх визначення й поганого захисту або ж через надмірні різного роду обмеження з боку держави. У кожному з цих випадків вимушено змінюються очікування економічного агента у напрямку зменшення цінності для них відповідного ресурсу. Тому, говорячи про державне втручання в права приватної власності, у їх розподіл між економічними агентами в рамках акціонерного товариства, маємо визнати, що воно має бути надзвичайно виваженим щодо нормативно-правового урегулювання, своєчасним та прийнятним для суспільства.

Економічні, або реальні, права власності (по суті, йдеться про функції власника), не можна ототожнювати з юридичними нормами. Парадигмальною основою виведення феномену економічних прав власності є проблема рідкості, або обмеженості, виробничих ресурсів: без цієї об'єктивної передумови господарської діяльності й мотивації економічних рішень поняття власності стає ірраціональним*. За інституціонального підходу до економіки під правами власності відкриваються норми, що регулюють доступ до обмежених ресурсів. Такими нормами є не тільки – а можливо, навіть і не стільки – формальні норми у вигляді юридичних актів, але й різного роду неформальні норми й правила людської поведінки у вигляді звичаїв, традицій, моральних принципів, стійких життєвих цінностей. Інакше кажучи, це норми, санкціоновані державою й безпосередньо суспільством, у тому числі корпоративними (у широкому розумінні слова) угодами. Сукупність усіх цих інституцій, або формальних і неформальних норм і правил поведінки людей, у конкретному суспільстві визначає своєрідні “правила гри”*.

* “Проблема власності виникає тільки тому, – зауважує Л. Бальцеревич, – що існують саме рідкісні приватні блага, і лише там, де є багато суб'єктів” [Бальцеревич Л. Соціалізм. Капіталізм. Перетворення / Пер. з англ. – Х.: Каравела, 2000. – 416 с.]

* Варто звернути увагу на визначення терміну “право” у тлумачному словнику В. Даля: “Право – данная кем-либо или признанная обычаем власть, сила, воля, свобода действия; власть и воля в условных пределах... *Право на что, основательность, законность*” [Даль В. Толковый словарь живого великорусского языка. Т.3. – М.: Гос. изд-во иностранных и национальных словарей, 1956. – С. 377].

Таким чином, права власності, які виявляються завжди певним чином розподіленими між учасниками господарської діяльності, виступають як економічні відносини з приводу обмежених ресурсів [27; 28]. Те, що для окремого господарюючого суб'єкта виступає як його права, визначені й закріплені, або специфіковані, суспільством, для суспільства в цілому – це “правила гри”, які упорядковують суспільні, у тому числі й виробничі, відносини. У цьому розумінні власність – це і є “правила гри”, без яких регулярна економічна діяльність була б просто неможлива. В інституціональній економіці “правила гри” генетично первинні, визначальні по відношенню до прав власника. Іншими словами: не економічні відносини доступу до ресурсів впливають із прав власника, а, навпаки, викристалізовані та усталені у вигляді тих чи інших загальноприйнятих норм економічні відносини набувають форми прав власника” [110, с. 37].

Позитивність інституціонального підходу до аналізу відносин і прав власності полягає у тому, що дає змогу розглядати власність як регулятора економічної поведінки людей. Це важливо. Адже таким чином економічна власність сприймається не як жорстка система, у якій наперед усе визначено, а як “правила гри”, які створюють базисну структуру стимулів для прийняття індивідуумом певних рішень. Власність сприймається як право визначати усі можливі способи використання активів, які не конфліктують з установленими “правилами гри” [29-31]. “У найбільш загальному виді, – пише Р. Капелюшников, – відносини власності можна було б визначити як фактично діючу в суспільстві систему виключень із доступу до матеріальних і нематеріальних ресурсів” [111, с. 11].

Таким чином, інститут власності – уточнимо: приватної власності – як система ефективних відносин і прав не виникає ураз за одним лише бажанням людей чи рішенням влади, а формується поступово, через вирощування інституціональних “правил гри” й досягнення на їх основі соціального компромісу, чи договору. Цей інститут постійно змінюється, адаптуючись до умов виробництва. Як елементи інституціональної структури суспільства історично виникають і розвиваються

організаційно-правові форми підприємств, які забезпечували необхідний ступінь конформізму інтересів та перетворення їх у рушія економічного прогресу.

Вище ми уже зазначали, що специфікація прав власності сприяє зменшенню підприємницьких ризиків та прийняттю ефективних рішень, оскільки вона зменшує невизначеність та формує у суб'єктів передбачувані очікування результатів своїх дій і взаємовідносин з іншими суб'єктами. “Чим більше визначені права приватної власності, – пише Л. де Алессі, – ...тим тіснішим буде зв'язок між добробутом індивідуума та економічними (соціальними) наслідками його рішень. Через це сильнішим буде для нього стимул враховувати ті вигоди чи ті збитки, які його рішення принесуть іншим індивідуумам” [112, с. 4]. Юридичне закріплення відносин і прав власності збільшує шанси на її цивілізований захист.

Між тим точне визначення прав власності є вельми проблематичним завданням. Їх специфікація в кожному конкретному випадку пов'язана з істотними витратами й не може претендувати на максимальний ефект. Серйозну перешкоду на цьому шляху становить інформаційна асиметрія, тобто різна обізнаність та компетентність контрагентів обміну правами власності, а звідси й зацікавленість відносно привілейованої сторони угоди в отриманні рентного доходу. Тому реально можна вести мову лише про досягнення оптимального розподілу прав власності, тобто найбільш задовільного при існуючих обмеженнях витрат на їх специфікацію.

Узагальнення вищевикладеного дає нам підстави кваліфікувати відносини корпоративної власності, що формуються на основі об'єднання ряду капіталів, як одну із форм приватного типу власності. Зауважимо, що в літературі часто зустрічається ототожнення понять “тип” і “форма” власності. Ми погоджуємось із тією думкою В. Рибалкіна та І. Лазні, що тип власності характеризується за ознакою якісно особливої сутності відносин власності, яку визначає якісно особливий суб'єкт власності, тоді як форма власності є внутрішньою організацією цих відносин [113, с. 128]. Корпорація представляє особливу форму організації капіталістичної приватної власності: вона функціонує в діалектичній єдності приватного й колективного (асоційованого) начал. І навіть той факт, що одним із

суб'єктів корпоративного капіталу може виявитись держава, не спростовує визначення приватного характеру володіння нею правом власності на капітал компанії. В усіх володарів (однотипних) акцій, незалежно від їх суб'єктної специфіки, – абсолютно однакові права, і кожен (!) з них мусить з цим рахуватись. Разом з тим, власність корпорації в цілому відособлена від прав власності її акціонерів. Утім, на постсоціалістичному терені її тенденційно однозначно називають колективною, груповою, спільною чи асоційованою формою власності, упускаючи приватну компоненту чи природні “родимі п'ятна”.

Нам представляється необхідним у цьому зв'язку зробити деякі зауваження. По-перше, корпорації вирізняються з-поміж собою як закриті і відкриті, просто пайові та акціонерні, з залученням до власності своїх працівників і без цього тощо. Ці відмінності на практиці часто виглядають доволі суттєвими й тому трактування усіх корпорацій як однозначно колективної форми (чи більше того: колективного типу) власності стають просто ідеологічно обтяженими. По-друге, в число провідних акціонерів висувуються інституціональні інвестори, як-то банки, пенсійні та взаємні фонди, страхові компанії, державні установи тощо, у яких специфічні інтереси, інтереси-рант'є. По-третє, колективістський підхід до розуміння сутності корпоративної форми власності не рахується взагалі з мотивами поведінки різних груп акціонерів, тобто з реальним розподілом прав власності й контролю в корпорації, а отже, із джерелом множини актуальних протиріч.

З нашого погляду, типова корпорація представляє асоційовану (групову) форму приватної власності. І взагалі важлива не сама по собі форма власності, а її *реальний* зміст у кожному конкретному прикладі, як і хто бере дійсну участь у розподілі прав власності.

Акціонерна власність є найбільш розвиненою формою усупільнення приватної власності. Цю обставину К. Маркс інтерпретував як “...результат вищого розвитку капіталістичного виробництва, необхідний перехідний пункт до зворотного перетворення капіталу у власність виробників, але вже не у приватну власність роз'єднаних виробників, а у власність асоційованих виробників, у безпосередньо суспільну власність” [2, с. 447]. Проте, ставлячи перед собою,

здається, благородну мету – допомогти людям праці позбутися відчуття відчуження від засобів виробництва, його результатів та й самої власної праці, автор погрішив об'єктивністю аналізу виробничих відносин, не помітив ключової ролі в економічному процесі підприємництва як фактора виробництва, невід'ємного від капіталу та приватної власності. Нам представляється, науково коректно говорити про перехідність акціонерної форми власності не у плані самознищення приватної власності, а як про форму, у якій приватні та колективістські засади знаходять взаємні переходи, можливості діалектичного співіснування.

Методологічно конструктивним для усвідомлення економічної природи приватної власності та розмаїття її форм нам видається маржиналістський принцип обмеженості, чи рідкості, благ. К. Менгер у 1871 р. писав, що кінцевою основою власності є існування благ, кількість яких менша порівняно з потребою у них, а тому власність виступає єдино можливим інститутом для вирішення проблеми невідповідності між бажаною та доступною для розпорядження кількістю тих чи інших благ [114, с. 79]. Звідси учений приходив до висновку не про те, що власність історична і як така колись зникне, а навпаки, що вона вічна, як і її причини. “Тому, – наголошував Менгер, – усунення інституту власності неможливе без усунення причин, що необхідно ведуть до цього, тобто без збільшення водночас усіх економічних благ до межі, за якої потреба всіх членів суспільства була б цілком задоволена, або ж без обмеження потреб людей настільки, аби для повного задоволення їх вистачило б доступних розпорядженню людей благ” [114, с. 79]. Зрозуміло, що обидва припущення автор робить, аби показати їх нереальність, а відтак, довести ту істину, що власність ніколи нерозлучна із суспільним господарством. Усякі спроби знищення інституту приватної власності безглузді, а сенс соціальних реформ полягає лиш у забезпеченні більш доцільного розподілу благ між дійсними власниками, не підриваючи при цьому стимулів до їх створення та нагромадження.

Корпорація вважається в діловому світі найдосконалішою формою організації підприємства. Це означає, що сама організація (форма) корпоративних відносин забезпечує найбільшу міру компромісу економічних інтересів приватних власників

та потреб розвитку господарства. В результаті інкорпорування підприємства позитивно розв'язується, чи діалектично знімається, суперечність між потребою у нагромадженні капіталу (тенденцією до розширення підприємства) та обмеженістю розмірів індивідуальних капіталів. Проте у виникненні корпорації є й інший потужний чинник. Корпоративна організація відносин власності “знімає” суперечність між участю у корпоративному бізнесі та мірою ризику, чи відповідальності, кожного учасника корпорації. Корпорація змогла виникнути саме як товариство капіталів, власники яких керувалися при його утворенні принципом обмеженої відповідальності, що означає *самообмеження* прав власності при достатності збереження за собою виняткових прав або, іншими словами, перекладення відповідальності за наслідки господарювання на корпорацію*. З цього погляду корпоративна власність постає навіть як анонімна форма власності**.

Корпорація не зобов'язується погашати вартість акцій, як і не гарантує звичайним акціонерам виплату дивідендів. Але й акціонери як асоційовані власники, із свого боку, не несуть особистої відповідальності за комерційними зобов'язаннями підприємства. Таким чином, особлива, доведена історичним досвідом, привабливість та стійкість корпорації ґрунтується на тому, що вона є найбільш адекватною двоїстій людській природі: бути частиною якоїсь суспільної структури, маючи від цього певний зиск, і водночас зберігати свою індивідуальність та незалежність.

Функціонування акціонерної корпорації багатьма теоретиками пов'язується з процесом деперсоніфікації, чи знеособленням, корпоративної власності. Однак у трактуванні причин, а отже, й сутності, цього процесу є розходження думок. Згідно

* “У сучасній доктрині про корпорації вважається, що дія принципу обмеженої відповідальності уможливила створення великих публічних корпорацій через розподіл ризиків між акціонерами, позичальниками та іншими кредиторами і управляючими. Без цієї техніки розподілу ризиків публічні ринки інвестиційних та боргових цінних паперів... були б неможливі” [Батлер У.Е., Гаши-Батлер М.Е. Корпорации и ценные бумаги в России и США. – М.: Зерцало, 1997. – 128 с. (С. 23)].

** Анонімність акціонерних прав власності, за свідченням істориків, стала одним із факторів широкої суспільної участі в акціонерному капіталі, не побоючись за особисту репутацію, займану посаду тощо. Американський письменник Амброз Бірс у 1906 р. влучно підібрав для корпорації іронічний афоризм: “Корпорация – хитроумное изобретение для получения личной выгоды без личной ответственности” [Бирс А. Словарь сатаны / Пер. с англ. – М.: “Художественная литература”, 1966.– 287 с. (С. 278)].

з однією з точок зору, деперсоніфікацію власності зумовлює розпорошення приватної власності, тобто вона виражається в утраті окремими власниками капіталу контролю над його функціонуванням [128, с. 111-112]. На думку других дослідників, приватна власність деперсоніфікується через посередницьку діяльність фінансових інститутів (банків, трастів, фондів тощо) [140, с. 75]. Третій підхід пов'язує цей процес із відокремленням власності від управління капіталом, тобто зі специфікою функціонування корпоративної власності. І ця позиція нам представляється більш виваженою.

Дійсно, акціонерна корпорація, за визначенням, байдужа до особистості її членів. Вона знеособлена (анонімна) як суб'єкт власності тією обставиною, що виступає лише як об'єднання капіталів, а її власники приховані за своїми внесками у статутному капіталі, за належними їм пакетами акцій. Зміна складу акціонерів не зачіпає капітал корпорації: остання є єдиним і виключним володарем бізнес-активів. Така особливість відносин між корпорацією та її членами передається англійським поняттям “incorporation”, що відбиває факт організаційного відокремлення капіталу як ресурсу від права власності на нього, діяльності в економічній системі особливого інституту, який, з одного боку, забезпечує централізацію капіталів для реалізації підприємницького проекту, а з іншого, – пропонує своїм інвесторам захист у вигляді обмеженої відповідальності за результати діяльності корпорації.

Факт роздвоєння акціонерного капіталу на капітал-власність і капітал-функцію передбачає, що акціонер стає власником лише певної номінальної частки спільного капіталу і тільки нею – часткою, чи пакетом акцій – він спроможний реально розпорядитися, бо в усякому разі він за власним бажанням може реалізувати своє право (титул) на ринку. В цьому відношенні акціонер, хоч і не підприємець у шумпетерівській інтерпретації цього поняття, але й не звичайний кредитор. Він – представляє частку спільного капіталу, причому виключно у вартісній формі, на противагу безпосередньому учаснику закритого типу пайового товариства (командитного та товариства з обмеженою відповідальністю, де пайовик

персоніфікує реальну частину капіталу). Інша справа – реальний, функціонуючий капітал акціонерного товариства, який, за визначенням цієї структури, цілком переходить у володіння управлінської еліти, ієрархічно структурованої у великій корпорації. Акціонеру залишається лише сподіватися на самовідданість та завзяття найнятих управлінців, покладаючись на контролюючу місію обраних ним представницьких органів управління та конкурентні сили ринку.

Утім, навряд чи знайдеться у світі відкрита акціонерна корпорація, капітал якої не контролюється кимсь із власників. У кожній з таких корпорацій завжди є контролюючі власники, якщо не одноосібні, то консолідовані. “Власність у корпорації, – справедливо зауважує А. Дьомін, – концентруючись, не втрачає персоніфікації, не перетворюється у “нічийну” [115, с. 539].

Отже, корпоративна власність за своєю сутністю суперечлива: з одного боку, вона є асоційованою (спільною, колективно-груповою), а з іншого, приватною власністю. Між тим спільно-приватна, чи сумісно-розділена [104, с. 54], власність в корпорації акціонерного типу має істотну відмінність від двоїстого характеру привласнення реального капіталу в звичайному пайовому товаристві. Якщо в останньому конфлікт інтересів одного з пайовиків може призвести до краху підприємства, то в акціонерній корпорації він вирішується без шкоди підприємству. В такій корпорації власність втілена у реальному капіталі, який функціонує як неподільний виробничо-технічний комплекс, і водночас розділена за вартістю між акціонерами як постачальниками капіталу й може бути виділена та відчужена шляхом продажу акцій. Вона неподільна за своєю натурально-речовою формою і розділена та відособлена за вартістю. Причому вартісна форма акціонерного капіталу через ринок акцій здійснює самостійний рух, відриваючись від реального (фізичного) капіталу корпорації.

Ця суперечливість економічної природи акціонерної власності інколи породжує хибні теоретичні уявлення, спокушує до поверхневих висновків. Наприклад, дехто вважає, що традиційний погляд на акціонерів як на власників, чи співвласників, корпорації, є не більше ніж міфом, оскільки корпорація існує незалежно від них, а вони реально виступають лише її інвесторами, володарями

акцій як особистого майна [116, с. 175; 117, с. 342; 118, с. 228]. Однак тут ми стикаємося зі спокусою методологічного спрощення проблеми, із недооціненням економічного аналізу як глибинного аналізу реальних людських відносин.

Відомо, що правові норми фіксують лише статичний стан відносин корпоративної власності і залишають поза увагою дійсні процеси, чи механізми, привласнення, які, власне, й визначають реальних (економічних) власників. Безперечно, акціонери є інвесторами, але специфічними і якраз у цій специфіці криється суть проблеми. За їхніми придбаними ними титулами власності видніються складні відносини, і протиріччя, об'єктивно закладені у них, є ключовими у з'ясуванні багатьох сучасних корпоративних проблем.

Акція – не звичайний актив, який є дохідним та ліквідним за певних умов, а багатофункціональний економічний інструмент. Та найголовніше тут те, що акція за своєю економічною сутністю – інструмент участі у власності на підприємство, одиниця власності на статутний капітал корпорації, яка представляє певну його частку. Відповідно акціонер – співвласник бізнесу *в міру* своєї участі в статутному капіталі на певний момент діяльності компанії. Скільки б акцій не випустила корпорація і скільки б володарів в окремої акції (пакету акцій) не було, кожна акція (пакет) номінально завжди представлятиме певну частку спільного капіталу товариства. Відповідно й економічні відносини між акціонерами як суб'єктами асоційованої власності визначаються співвідношенням придбаних ними часток спільного капіталу, а відтак і їх поведінка детермінована наявною кількістю та ринковою цінністю цих титулів власності.

Частка у статутному капіталі корпорації ділить співвласників на лідерів, або ключових власників, які мають можливість координувати свої дії, та пасивну більшість власників, апріорі позбавлених такої, тобто радше звичайних інвесторів. Ця доволі очевидна закономірність добре відстежується фондовим ринком. Те, що зовні видається звичайною ринковою трансакцією, чи купівлею акцій, по суті, є оплатою ціни як частки у спільному капіталі й власності товариства. Будь-які наступні дії акціонера на ринку зі своїми паперами також стосуватимуться прав

власності на частку акціонерного капіталу*. Як відомо, на формування курсу акцій значно впливають експертні оцінки, до яких схильні прислуховуватися інвестори. Ці оцінки ґрунтуються, головним чином, на дослідженнях поточної й очікуваної ефективності бізнесу, який завжди прийнято пов'язувати з певними особистостями. До речі, прозорість структури корпоративної власності важлива для інвестора не стільки як ознака відкритості політики компанії, скільки як можливість довідатись про реальних власників компанії, оцінити їх надійність як партнерів. Потенційного інвестора цікавлять аж ніяк не дрібні акціонери, а виключно контролюючі власники. Звісно, що, скажімо, мафіозі чи корупціонер, який перекупив компанію до своїх рук, не принесе їй доброї репутації на ринку.

В акціонерній корпорації власність гранично відособлена від управління капіталом. Ця її особливість виразно проявляється, якщо дотримуватися принципу історизму, у виникненні й розвитку інституту корпорації. Корпорація уособлює ряд ділових (підприємницьких) об'єднань, у виникненні яких прослідковується послідовна адаптація власності як економічних рішень суб'єктів до потреб ефективного господарювання в ринкових умовах. У цьому ряду організаційних інновацій акціонерна форма власності, як показує історичний досвід [77, с. 534-535, 541], виявилась найбільш досконалою, гнучкою і адекватною потребам індустріального виробництва, властивої йому тенденції до концентрації виробництва.

Завдяки відзначеним вище особливостям корпоративної власності, які у своїй сутності зводяться до граничного, в розумінні найбільш допустимого, розподілу прав власності, акціонерна корпорація (як економічна форма функціонування та реалізації акціонерної власності) стала майже універсальною формою підприємства, отримавши ряд *безперечних переваг* у порівнянні з іншими формами організації бізнесу, а саме:

1) обмеження особистої відповідальності та розподіл завдяки цьому комерційного ризику на всіх асоційованих власників сприяли залученню до

* “Гроші, – писав К. Маркс, – приводять в обіг не товари, а право власності на останні...” [Маркс К. Економічні рукописи 1857-1861 років (Первісний варіант “Капіталу”). Частина перша // Маркс К., Енгельс Ф. Твори. Т. 46. Ч. I. –

інвестування прямо чи опосередковано широкі верстви населення, забезпечивши у такий спосіб оперативну та значну за обсягами централізацію капіталу (створення широкої фінансової бази), а також активізацію на цій основі інноваційної діяльності підприємців, яка пов'язана з підвищеним ризиком капіталовкладень;

2) забезпечена стійкість корпорації як господарського утворення, можливість існування незалежно від зміни складу її засновників та інвесторів. Ця перевага створила умови для стабільного розвитку організації, для розробки й реалізації її довгострокових стратегічних цілей, що при здатності корпоративної форми мобілізувати значні інвестиції дає їй необмежені можливості для зростання;

3) збільшення обсягів виробництва на основі консолідації капіталів дозволяє корпорації скористатись ефектом масштабу, отримуючи таким чином переваги від спеціалізації та використання новітніх дорогих технологій;

4) ліквідність корпоративних прав власності, тобто можливість безперешкодного, за наявності розвиненого вторинного ринку цінних паперів, перетворення акцій у грошову форму, що є надзвичайно привабливим для потенційних інвесторів;

5) широкий доступ до різноманітних джерел інвестиційних ресурсів, зокрема завдяки ринковій (публічній) капіталізації активів корпорацій, можливостям емісії власних облігацій, участі в реалізації державних цільових програм тощо;

6) залучення до управління корпорацією професійних менеджерів, що сприяє також вирішенню проблеми зміни поколінь у керівництві корпорації;

7) можливість взаємного володіння частками капіталу партнерів корпорації для здійснення взаємовпливу на розвиток підприємств;

8) гласність та прозорість виробничо-господарської діяльності, публічність;

9) можливість додаткового стимулювання персоналу підприємства, пропонуючи йому акції на певних умовах;

10) корпоративний капітал та його механізми формують монополістичні тенденції як економічну основу завоювання ринкової влади та лобіювання корпоративних інтересів у владних структурах;

11) акціонування підприємств та відкритий обіг їх цінних паперів створюють широкі можливості для інтернаціоналізації виробництва й використання переваг світового поділу праці.

Звичайно, корпорації, як і будь-якій іншій формі підприємництва, властиві й певні *недоліки*, як-от:

1) існують чималі організаційні труднощі, які виникають при заснуванні та реєстрації саме корпорацій, вимагаючи значних витрат часу, коштів та зусиль;

2) подвійне оподаткування – спочатку прибутку корпорації, а потім і виплачуваних акціонерам дивідендів;

3) встановлена законодавством вимога публічної відкритості у вигляді обов'язкової публікації щорічних фінансових звітів робить корпорації більш уразливими для конкурентів, а також переорієнтовує їхніх найманих менеджерів на досягнення короткострокових цілей чи навіть підтасовування звітів заради задоволення вимог акціонерів та залучення нових інвесторів;

4) із відособленням власності від управління капіталом та делегуванням часткових прав власності менеджерам (найманим працівникам) пов'язана дискреційна (опортуністична) поведінка менеджерів, тобто їхнє прагнення досягти передусім власних, корисливих цілей на шкоду корпоративним інтересам, інтересам інвесторів та кредиторів;

5) наявність різноспрямованих інтересів різних груп акціонерів та ігнорування інтересів меншості акціонерів при загальному голосуванні, що є потенційною основою виникнення конфліктів інтересів;

6) складність механізмів корпоративного управління внаслідок співіснування колегіальних (збори акціонерів, наглядова рада, правління тощо) та звичайних (лінійних, функціональних тощо) адміністративних органів управління;

7) можливості для бюрократизації систем управління й прийняття управлінських рішень;

8) значні витрати на забезпечення функціонування акціонерного товариства (робота з акціонерами, акціями тощо), можливість необґрунтованих витрат на утримання зайвого штату з надвисокими окладами та “створення іміджу” фірми

(сама форма бізнесу дозволяє уникати особистої відповідальності за сумнівну діяльність).

Корпоративна форма власності породжує й відтворює надзвичайно складні та суперечливі відносини. Це відносини між акціонерами та менеджерами, між різними групами акціонерів (міноритарними, мажоритарними, афілійованими), усередині кожної з них, між основною компанією і дочірніми, між акціонерами та кредиторами тощо.

Головна проблема групової (спільної) власності – узгодження інтересів окремих учасників та групи в цілому. Групова власність заохочує поведінку, вигоди від якої дістаються котромусь з учасників групи, тоді як витрати розподіляються серед усіх її членів. І навпаки – вона послаблює стимули до прийняття економічних рішень, витрати яких лягають на когось одного, а вигоди поділяються між усіма членами групи. Особливо виразно проблема співвідношення індивідуальних та групових інтересів проявляється в акціонерній корпорації, в управлінні нею.

Економічні інтереси акціонерів обмежені розмірами індивідуальних пакетів акцій, які диференціюють своїх власників щодо участі в управлінні компанією зазвичай на пасивну більшість (міноритарних акціонерів) та активну меншість (мажоритарних акціонерів). Якщо меншість зацікавлена в ефективному корпоративному менеджменті та готова узяти на себе витрати по контролю за ним, то більшість радше споглядає на тенденції ринкового курсоутворення з тим, аби вчасно перемістити власний капітал у більш прибуткові та безпечніші компанії.

Фактом корпоративних відносин в акціонерній компанії є також та обставина, що через концентрацію прав власності контролюючі власники забезпечують зосередження у своїх руках економічної влади, яку Дж. Гелбрейт визначає, як “здатність однієї людини або цілої групи нав’язувати свої цілі іншим” [23, с. 126]. Індивідуальний чи консолідований власник контрольного пакету акцій фактично, а отже, економічно, стає приватним власником великої підприємницької структури, зацікавленим у довгостроковому ефективному функціонуванні корпорації. Його економічна влада полягає у реальній можливості підкорити собі сам процес

створення об'єктів власності, розпоряджатися корпоративним продуктом та доходом, на власний розсуд найняти менеджерів і контролювати їхню діяльність. Таким чином саме асиметрія у розподілі ресурсів (фінансових, інформаційних, адміністративних та ін.) зумовлює нерівні (асиметричні) відносини між акціонерами, наявність у них взаємопов'язаних відношень влади і залежності.

Звідси перед нами відкривається ще одна сутнісна особливість корпоративної власності, яка, як правило, залишається непомітною при зведенні корпоративних відносин до наївного колективізму. Передумовою й результатом формування та функціонування акціонерної власності є такий розподіл чи перерозподіл прав власності, який забезпечує певний ступінь концентрації прав власності й контролю у певних осіб (інколи й окремої особи), позаяк завдяки цьому дістається право привілейованого доступу до усього корпоративного капіталу, як, наприклад, вирішального права на формування керівних органів корпорації, визначення загальної політики керівництва тощо. Таку особливість відносин акціонерної власності, яка полягає у можливості одних приватних власників (власників відносної більшості прав власності) розпоряджатися власністю інших учасників корпорації, тобто примножувати власний капітал завдяки перевазі своїх голосів на зборах акціонерів, К. Хубієв слушно трактує як своєрідну форму мультиплікативної приватної власності, причому величина мультиплікатора тут перебуває в оберненій залежності від питомої ваги контрольного пакета акцій [119, с. 478]. Наприклад, акціонер, придбавши понад 50% акцій компанії, фактично стає її повноправним володарем, збільшуючи у такий спосіб свій функціонуючий капітал удвічі. Якщо ж його контрольний пакет становитиме тільки чверть усіх акцій, контрольований ним капітал зросте учетверо. А коли, припустити, що ця компанія стає материнською по відношенню до інших компаній, то в підсумку контрольований великим акціонером капітал набуває, дійсно, гігантських масштабів.

Функціонування акціонерної корпорації як надзвичайно складної та суперечливої форми власності дає нам підстави виділити таку її сутнісну характеристику як соціалізованість. Саме ця риса концентровано характеризує

ділову корпорацію як синтетичну форму “зняття” суперечностей розвитку приватновласницької (капіталістичної) системи господарювання. Суть поняття “соціалізації”, вважаємо ми, полягає не в тому, що в лоно свого бізнесу великі корпорації втягують тисячі інвесторів (співвласників) або ж чисто абстрактно представляються взірцями економічної демократії та робітничої власності. Соціалізація в економічному смислі – це двоякий процес, спрямований, з одного боку, на урівноваження інтересів всіх суб’єктів корпоративної власності, забезпечення їх компромісу, а, з іншого, – на координацію інтересів і дій корпорації як господарюючого суб’єкта з інтересами всіх зацікавлених у ній суспільних сторін. У першому випадку, соціалізованість корпорації ґрунтується на визнанні й дотриманні учасниками корпорації сукупності корпоративних норм, правил, цінностей, які структурують економічні відносини всередині корпорації, і дозволяють балансувати суперечливі інтереси її учасників. У другому випадку, соціалізованість припускає наявність явних і неявних правил та норм, які упорядковують відносини корпорації з іншими економічними агентами (постачальниками, конкурентами, клієнтами, державними інституціями тощо), що сприяє загальній координації інтересів і досягненню взаємовигідних результатів.

Корпорація, особливо акціонерного виду, не відбулася б, якби її учасники (за участю держави) не визнали й не прийняли певні “правила гри”, які встановлюють систему стимулів і обмежень, необхідних для усунення конфліктності, закладеної в усій гаммі її відносин власності. Таким чином ділова корпорація виступає не лише певною формою (організацією) економічних відносин, але й тим соціальним інститутом, чи інституціональною матрицею, у якій “знімається” – зовні виключається й водночас відтворюється на іншому рівні – протиріччя між приватним (власне капіталістичним) та колективним (груповим, асоційованим) початками.

В узагальненому виді соціалізованість корпоративних відносин власності реалізується через інститут (систему) корпоративного управління, а також корпоративне право та корпоративну культуру. Сенс цих інститутів, як відомо, полягає у тому, щоб захищати цілісність відособленого майна, або власності,

корпорації від потенційних зазіхань її співвласників і водночас гарантувати забезпечення законних інтересів останніх як інвесторів.

Суперечлива природа акціонерно-корпоративної власності інституціонально виявляється і реалізується у різноманітних правах, які у своїй сукупності об'єктивно покликані системно вирішити в корпоративній формі економічної діяльності проблему різновекторності інтересів – акціонерів як приватних інвесторів та акціонерної спільноти як асоційованого власника спільного бізнесу. Тож ці права виступають формами реалізації корпоративної власності. Узагальнено їх можна представити чотирма підсистемами прав, або основними формами реалізації корпоративної власності: 1) правами акціонера на отримання доходу від корпоративного бізнесу (дивідендів у формі грошей та нових акцій компанії, прихованих опціонів тощо); 2) правами на отримання остаточного доходу (ліквідаційної квоти, курсової маржі тощо); 3) правами на участь в управлінні корпорацією; 4) правами на отримання інформації про діяльність корпорації.

Насамкінець, зауважимо, що науковій літературі інколи проводять розрізнення понять “акціонерна власність” і “корпоративна власність” [120, с. 26]. У цьому є певний сенс. Акціонерна власність є економічною характеристикою корпоративного суб'єкта господарювання, концентрованим виразом виробничих відносин між учасниками корпорації, що виникають унаслідок добровільного об'єднання розрізнених приватних капіталів. Саме цей теоретико-економічний аспект власності в рамках корпоративної форми підприємства є предметом нашого дослідження, а тому ми допускаємо рівнозначне вживання названих понять, зважаючи, звичайно, на вже традиційну взаємну асоціативність цих понять. Разом з тим, ми свідомі того, що корпоративна власність як окреме поняття влучніше відображає саме юридично-господарський аспект корпорації, склад привласнюваного нею через відтворювальний процес об'єкта, тобто слугує складовою визначення корпорації як юридичної особи. У цьому значенні корпоративна власність характеризується як організаційно відособлена частина національного багатства, юридично закріплена за певною господарською структурою корпоративного типу [120, с. 36]. З урахуванням такого підходу

взаємозв'язок понять акціонерної та корпоративної власності схематично виглядає так, як це представлено на рис. 1

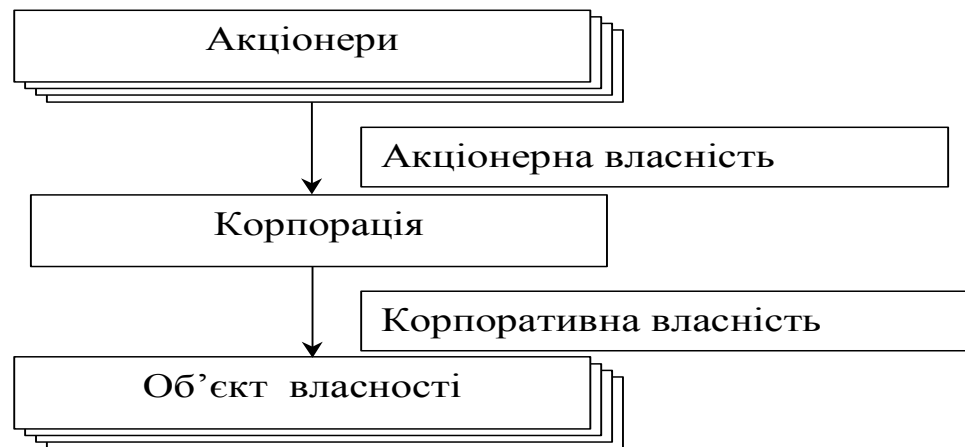


Рис. 1 Схема трансформації прав власності

РОЗДІЛ 2

ІНСТИТУЦІОНАЛЬНА ОРГАНІЗАЦІЯ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА ЕКОНОМІКИ

2.1. Суб'єктна структура сучасної ділової корпорації: зміни та їх економічна інтерпретація

З розвитком акціонерної власності ускладнюється її внутрішня структура, а також механізм та форми реалізації. Світовий історичний досвід функціонування й розвитку цієї відносно нової форми економічних відносин уже достатній, аби на його основі вивести певні тенденції її еволюції, емпірично й логічно обґрунтувати деякі узагальнення з цього процесу.

Найперша тенденція в еволюції інституту підприємницької корпорації проглядає, очевидно, у дедалі збільшуваній чисельності суб'єктів акціонерної власності в рамках окремої корпорації. Найпотужніші корпорації світу спромоглися залучити у ряди своїх співвласників десятки, сотні тисяч, а деякі з них і мільйони акціонерів. Якщо на початку 50-х рр. ХХ ст. у США налічувалося близько 6 млн. акціонерів, то нині їх чисельність наблизилася до 50 млн. чол. У країнах Заходу в цілому тепер кожен третій дорослий громадянин став акціонером. “Масовий фондовий ринок, – пише Д. Еллерман, – розсіяв власність компаній по всьому світу. Так великі компанії США фактично стали “соціальними інститутами” [121, с. 103].

Збільшення акціонерного загалу у суспільстві пов'язане в основному з підвищенням добробуту його членів, передусім, з інтенсивним формуванням так званого середнього класу, який умовно об'єднує представників середнього та дрібного бізнесу, працівників найманої праці зі стабільними та доволі високими доходами, що дозволяють їм формувати сталий споживчий попит та робити заощадження. Підвищення національного добробуту в сучасних умовах стає матеріальною основою не тільки забезпечення індивідуального достатку, але й трансформації заощаджень людей в інвестиційні ресурси¹⁾. Зі свого боку корпоративний сектор через ринок корпоративних цінних паперів створює й підтримує практично необмежений попит на інвестиції, стимулюючи таким чином капіталотворення у суспільстві. Примноження приватних власників наразі потенційно стає чинником широкої участі в акціонерному капіталі новостворюваних та функціонуючих корпорацій. Підкреслимо: саме завдяки широкій мобілізації приватних заощаджень як капіталів, або добровільному перетворенню власників вільних фінансових та інших активів у капіталістів, акціонерні компанії найбільше з-поміж інших форм ділової активності сприяли піднесенню й розквіту підприємництва.

¹⁾ В 2001 р. майже 52% домогосподарств США володіли акціями (Див.: Экономика и управление в зарубежных странах. – 2004. – №5. – С. 34).

Розширювана суб'єктність акціонерної власності, як реалізація притаманної корпоративному інституту соціально-інтегральної функції, проявляється у розширенні кола акціонерів за рахунок не тільки фізичних, а й юридичних осіб. Останніх з погляду участі у придбанні корпоративних цінних паперів прийнято називати інституціональними інвесторами. У ролі інституціональних інвесторів, чи покупців акцій та облігацій корпорацій, виступають різні за формою власності, організаційно-правовим статусом та сферою діяльності організації, зокрема: фінансово-кредитні установи (банки, страхові компанії, пенсійні фонди, інвестиційні фонди та компанії, трасти, благодійні фонди тощо), безпосередньо господарюючі компанії, громадські організації, урядові структури та органи місцевого самоврядування. У цій мобілізаційній щодо багатьох розрізнених різновеликих капіталів корпоративна власність реалізує себе як особлива форма (спосіб) господарювання, що виступає засобом (методом) реалізації інтересів інших суб'єктів господарювання різних форм власності, включаючи й державу.

Активна участь інституціональних інвесторів в акціонерній власності вказує на другу істотну тенденцію в еволюції корпоративного суб'єкта, яка проявляється у швидкому збільшенні їхньої частки у структурі акціонерного капіталу за рахунок відповідного скорочення частки індивідуальних власників. У корпоративному секторі Швеції, зокрема, за словами К. Еклунда, частка інститутів власності сильно зросла за повоєнний період, досягши тепер майже 75% вартості представлених на біржі підприємств, тоді як частка домашніх господарств упала до 25% [122, с. 202-203]. У США інституціональні інвестори в сукупності володіють контрольними пакетами акцій практично в усіх великих корпораціях відкритого типу [123, с. 12], а в тих компаніях, які входять до списку журналу "Форчун", їм належить більше половини акціонерних прав [124, с. 67]. Одними з лідерів серед інституціональних інвесторів у корпоративному секторі розвинених країн нині є пенсійні фонди. Так, наприклад, у США їхня частка в сукупному акціонерному капіталі зросла з 9,9% у 1974 р. [125, с. 105] до більш ніж 30% у 90-ті рр. [126, с. 63]. Така тенденція властива усім розвиненим ринковим господарствам [74, с. 240-241]. За деякими прогнозами, на початок XXI ст. понад 25% активів більшості корпорацій

належатиме пенсійним фондам, а в цілому акціями великих відкритих корпорацій на 50-75% володітимуть інституціональні інвестори [127, с. 20-21].

Тенденція, яку ми розглядаємо, має важливий наслідок для корпоративного суб'єкта: замість того, щоб віддавати емітовані акції на волю ринку, як це було в минулому, тепер провідні корпорації їх, по суті, розподіляють між відомими інституціональними інвесторами, включаючи й своїх партнерів по бізнесу. І справа тут не лише й навіть не стільки у можливостях оперативного залучення значних капіталів, скільки у своєрідній поведінці інституціональних акціонерів. Останнім властива тенденція діяти за принципом диверсифікації портфеля й їхня основна мета полягає у максимізації доходу своїх акціонерів. Вони зазвичай не зацікавлені в управлінні компанією й тому обмежуються лише фінансовими відносинами з нею, тобто є портфельними інвесторами. Відтак інституціоналізацію акціонерного капіталу можна розглядати як фактор забезпечення стабільності структури власності та збереження економічної влади домінуючих власників.

Продовженням названої вище тенденції у розвитку корпоративної власності є широко поширена тенденція щодо формування системи взаємного (перехресного) та пірамідального (багатоступеневого) володіння акціями, яку не без підстав варто також розглядати як засіб зміцнення позицій контролюючих власників. На цій основі формуються складні інтегровані корпоративні структури, які ми розглянемо у наступному параграфі. Таким чином акціонерний капітал через ринок капіталів виконує важливу інтегруючу функцію, формуючи потужні фінансово-промислові комплекси, діяльність яких спрямована на забезпечення високої конкурентоздатності відповідних корпорацій, а зрештою, результатом такого усупільнення виробництва й власності стає сталий розвиток національного господарства.

Як одну з тенденцій еволюції механізму реалізації акціонерної власності аналітики виділяють розпорошення (дифузії) прав власності серед численних акціонерів. Така тенденція стала реальністю в першу чергу для економіки США, внаслідок неухильного здійснення у цій країні найбільш ліберальної моделі капіталізму, забезпечення свободи приватної власності, укорінення в людську

свідомість культу особистої ініціативи та багатства, що сприяло справжньому корпоративному буму, нестримному бажанню людей заощаджувати й позичати заради придбання прав власності як знаряддя збагачення. Розпорошення акціонерної власності має своїм наслідком скорочення частки контрольного пакету акцій у загальній вартості акціонерного капіталу, а відтак і фактичне послаблення дійового контролю акціонерів за менеджментом корпорації.

Зазначимо: тут йдеться не про відокремлення власності на капітал від функції, чи права, управління ним як виробничим процесом. Думка про те, що передача приватними власниками своїх управлінських повноважень професійним управляючим зумовлена саме розпорошенням акцій [128, с. 112; 117, с. 174], не відповідає дійсності. Адже такий розподіл прав власності, як ми з'ясували вище, практикувався навіть в умовах класичної приватної власності, а в інституті корпорації організаційно оформився як одна з його основних рис і переваг. Необхідність делегування управлінських прав менеджерам, згідно з інституціональним підходом, обумовлена, головним чином, не чисельністю акціонерів-власників, а проблемою інформаційного характеру. Акціонери як постачальники капіталу для потреб компанії не володіють тими здібностями й знаннями, які потрібні для кваліфікованого управління великою компанією; тоді як менеджери, маючи професійну підготовку, певний досвід й, можливо, підприємницький хист, оперують більш повною інформацією про реальний стан та можливість розвитку господарства корпорації. Понад те, завдяки делегуванню управлінських повноважень перед акціонером відкриваються широкі можливості інвестування капіталу в акції багатьох інших компаній. І якщо припустити, що держава законодавчо забезпечує публічне розкриття важливої для акціонера-інвестора інформації щодо показників фінансово-господарської діяльності корпорації, то передача часткових прав доповнюється ще й економією витрат по контролю за ефективністю використання вкладеного капіталу. Тому представництво приватних інтересів через делегування частково розпорядчих прав видається для власників доволі раціональним вибором. Іншими словами, у

корпораціях акціонерного типу власники і управлінці займають ті позиції, які визначені самою їхньою економічною природою.

Проте, делегуючи свої права, власники позбавлені дійсної інформації стосовно наявних у менеджерів сприятливих можливостей і не в змозі потім на основі отриманих результатів діяльності корпорації адекватно оцінювати якість управлінських рішень. Менеджери, у свою чергу, користуючись обставиною асиметрії інформації, вишукують для себе можливості вчинення таких дій, які ще більше загострюють проблему недосконалості інформації. Ця проблема посилює дискреційну владу менеджерів, тобто використання ними службового становища у власних інтересах на шкоду акціонерам [129].

Зауважимо також, що розбіжність інтересів власників корпорації та менеджерів має не лише об'єктивну (переважно інформаційну), а й суб'єктивну природу. Менеджер як економічний агент, незалежно від того, у якій формальній організації він працює, поступає раціонально, тобто керується, насамперед, особистими, егоїстичними інтересами, усвідомлюючи, що їх реалізація пов'язана із задоволенням певних суспільних потреб через механізми, котрі діють в умовах конкретного місця й часу. Якщо спільний інтерес акціонерів як інвесторів корпоративного бізнесу полягає у максимізації ринкової вартості акцій, чи компанії, то для менеджерів пріоритетними є інші цільові функції: мінімізація ризику, забезпечення довгострокової стабільності, збереження кадрового складу і його лояльності тощо, тобто максимізація у тій чи іншій формі особистої корисності. Отже, сама специфіка корпоративного управління, сутність якої полягає у відокремленні власності від управління, сприяє появі доволі серйозних агентських витрат, які безпосередньо стосуються акціонерів як приватних власників.

На дискреційний характер поведінки менеджерів звертав увагу ще основоположник класичної політекономії А. Сміт. Завершуючи свою знамениту працю, він пише, що від керівників акціонерних компаній, “котрі завідують більше чужими грошима, аніж своїми власними, не можна очікувати такої неусипної обережності, яку учасники приватного торговельного підприємства проявляють в

управлінні своїм капіталом... Тому недбалість і марнотратство будуть завжди більшою чи меншою мірою проявлятися в управлінні справами такої компанії” [51, с. 532]. Звідси у класика, який усім попереднім змістом книги доводив ідеальність для людства моделі вільного ринку, виникав сумнів щодо перспектив саме корпорацій на чолі з найманими керівниками, оскільки, вважав він, через несприятливе мислення й поведінку таких керівників розвиток цих структур серйозно стримуватиметься жорсткими силами конкуренції.

Одним із перших серед науковців, хто поставив питання про розбіжність інтересів управлінців і власників корпорацій як значущу наукову проблему, наприкінці XIX століття був А. Маршалл [130]. Перехід контролю від власників до менеджерів-інженерів у 1924 р. констатував Т. Веблен [131]. Дж.М. Кейнс у 1926 р. також зазначав, що в розвитку крупних акціонерних компаній настає момент, коли власники капіталу майже повністю відділяються від управління [132].

І все ж інтенсивні наукові пошуки в царині взаємовідносин акціонерів та управлінців корпорацій започаткували результати емпіричних досліджень американських учених А. Берлі та Г. Мінза, опубліковані в 1932 р. у книзі “Сучасна корпорація і приватна власність” [12]. Проаналізувавши структуру власності 200 найбільших тоді корпорацій США, вони встановили, що 44% із них контролюються фактично менеджерами, оскільки жодна із груп акціонерів не володіла більше 20% голосів в управлінні. Сформульована ними відома теза про “відокремлення власності від контролю” означала, що в сучасній великій корпорації внаслідок розпорошення прав власності акціонери фактично втрачають важелі ефективного контролю за діяльністю менеджерів.

У середині XX ст. на факт перехоплення економічної влади менеджерами корпорацій указував Дж. Гелбрейт: “Влада людей, що управляють нею (корпорацією. – А.С.), – писав він, – не залежить більше від приватної власності” [22]. Ситуація залишається такою й понині, адже, як пише з приводу цього Б. Гаврилишин, розпорошення власності є наразі домінуючою реальністю [133].

Тенденція до розпорошення акцій чітко прослідковується на прикладі зменшення частки самих засновників теперішніх корпорацій-велетнів. Так, якщо в

кінці 20-х рр. ХХ ст. Рокфеллер володів 15-20% акцій групи компаній “Стандарт Ойл”, то до 80-х рр. частка його спадкоємців у капіталі “Екссон” (корпорації, утвореної на основі ряду реорганізацій) скоротилася до 1,7%. Дюпони в 1929 р. володіли 33% акцій “Дженерал моторз”, а у 80-х рр. – лише 7%. Частка родини Фордів в акціях “Форд моторз” опустилася до 12% [134, с. 202; 135, с. 131; 136, с. 167]. Б. Гейтс наприкінці 80-х рр. володів 33% капіталу заснованої ним компанії “Майкрософт”, у 1996 р. – 24%, наразі утримує вже 21% акцій [137; 138; 139, с. 31]. Ця тенденція характерна й для інших країн. Так, у Японії за 1950-1980 рр. частка Коносукі Мацусіта в акціях “Мацусіта Денкі” упала з 43,3% до 3,2%, частка сім’ї Тойота в “Тойота Дзідося” – з 18,2% до 1%. Обстеження в 1980 р. однієї тисячі великих і середніх японських корпорацій виявило, що лише в 31 із них (3%) індивідуальним власникам в сукупності належало понад 50% акцій. Проведені Х. Окумурою міжнародні співставлення показують, що тепер контрольованих сім’ями корпорацій найменше у Японії [140, с. 147]. Факторами зменшення частки власності засновників корпорацій, окрім повторних емісій акцій, за визначенням дослідників, стали також випуски спеціальних категорій акцій (з правом “більшого голосу”), зміна поколінь засновників, поділ спадщини, податки на спадщину, виплата аліментів, прагнення частково диверсифікувати великі пакети акцій тощо [23, с. 118; 141, с. 32].

У фундаментальній праці “Власність підприємства” її автор, американський учений Г. Хансман, зазначає, що в ділових корпораціях США жоден з акціонерів не володіє пакетом акцій, який би давав йому якийсь значний ступінь контролю. У підтвердження цього він приводить приклад, що навіть п’ятеро найбільших акціонерів “Дженерал моторз”, котрі представляють інститути, які акумулюють, у свою чергу, величезні індивідуальні капітали, разом володіють менше 6% акцій корпорації [142, с. 57]. На цій підставі автор робить висновок про те, що менеджери великих корпорацій фактично самі себе назначають і проводять політику, незалежну від прямого контролю з боку власників компанії [142, с. 59]. Власниками корпорації АТТ (вироби телекомунікації), яка входить у десятку

найбільших компаній США, є понад 2 млн. приватних осіб, але жодна з них не володіє акціями більш як один відсоток від усіх акцій [128, с. 112].

Як бачимо, не лише наведені приклади, а й висновки з них у різних дослідників дещо суперечливі між собою. Не коментуючи самих результатів емпіричних досліджень, вкажемо, однак, на деяку поверховість висновків із них, якої, з нашого погляду, часто припускаються. Річ у тім, що акціонерний капітал еволюційно породив акцію не лише як інструмент централізації капіталу, але й до певної міри як засіб збереження контролю за корпорацією для окремих категорій власників (як правило, засновників), тобто надання привілею в управлінні. Існують загальноприйняті у корпоративному світі права акціонерів, які напрацьовані корпоративним розвитком як такі, що створюють достатні стимули для приватної ініціативи та капіталізації індивідуальних заощаджень, з одного боку, і є прийнятними для ефективного функціонування корпоративного бізнесу, з іншого. Разом з тим, демократизм акціонерної форми взаємовідносин економічних суб'єктів, подібно до політичної демократії, не тільки передбачає юридичну регламентацію їхніх прав та обов'язків, а й допускає достатні можливості самовираження корпоративної спільноти, закріплення у статуті додаткових прав, якщо це не суперечить національному законодавству.

Корпоративне законодавство деяких країн закладає для корпорацій можливість емісії різних акцій, зокрема, крім привілейованих (преференційних), ще й декількох класів звичайних (простих) акцій, які вирізняються за обсягом додаткових прав акціонерів. Так, наприклад, акціонери компанії “Дженерал моторз” володіють акціями трьох класів, причому акція кожного з них має відповідно один, половину та чверть голосу [123, с. 496]. У корпорації “Доу Джонс енд компані” емітовано також кілька класів простих акцій, причому другий клас їх надає право голосу, що у 10 разів перевищує інші. Родина Фордів – засновників компанії “Форд моторз” – утримує всі звичайні акції класу “В”. Це забезпечує їй 40% голосів на загальних зборах акціонерів, попри те, що частка Фордів в акціонерному капіталі становить, за вищенаведеними даними, тільки 12%, а за іншими й того менше – 7,7% [143, с. 37; 144, с. 81-82]. Як бачимо, введення

“багатоголосих” акцій дозволяє контролювати компанію навіть при зменшенні контрольного пакету акцій. “На багатьох найважливіших великих підприємствах, – зазначає К. Еклунд, – два-три найбільших власники акцій разом мають три чверті усіх голосів на зборах акціонерів” [122, с. 202]. Тим паче, що власники значних пакетів акцій зазвичай знаходять можливості для взаємної координації своїх приватних інтересів. Та й навряд чи введенням таких привілеїв ущемлені права решти акціонерів, адже дивіденди нараховуються усім за часткою вкладеного капіталу, зате акціонерна спільнота у такий спосіб визнає авторитет засновників компанії й довіряє їй продовжувати здійснювати загальне керівництво нею. Тому, на думку окремих дослідників, для реального контролю над великою корпорацією у більшості випадків достатньо й 5-відсоткового пакета акцій, але за тих умов, що він є найбільшим, а його володар (чи володарі) займає одне з провідних місць у раді директорів [145, с. 37; 146, с. 122-123].

Щодо безпосереднього керівництва компаніями найбільшими власниками акцій, то, за деякими даними, ситуація виглядає так: найбільші акціонери 100 найбільших промислових корпорацій США в 70-ті рр. ХХ ст. особисто очолювали компанії лише у 4,4 % випадків [135, с. 168; 147, с. 39]. Та, утім, від цього роль великої приватної власності не зменшується. “Зрештою, – підкреслює К. Еклунд, – відомі сімейства власників можуть бути дуже могутніми тому, що їхня акціонерна власність зосереджена на певних важливих підприємствах, які володіють пакетами акцій інших підприємств, а ті в свою чергу наступними і т.д.” [122, с. 203].

Та все ж, так чи інакше, розпорошення акціонерної власності є очевидною, емпірично підтверджуваною, загальною тенденцією розвитку корпоративного капіталу. Водночас дифузія прав власності стає чинником, який полегшує й прискорює перехід економічної, або реальної, влади в корпораціях до вищого керівництва. За даними 1900-1901 рр. у кожній четвертій із 40 великих американських компаній переважав контроль управляючих; у 1929-1930 рр., за підрахунками Мінза і Берлі, він домінував уже в 44% із 200 корпорацій; в аналогічній за розміром вибірці 1974 р. Е. Герман виявив, що цей контроль досяг уже 82,5%. Управлінський контроль продовжує поширюватися й тепер, його частка

в Японії сягнула 90% [148, с. 50-51; 140, с. 75-76; 149, с. 99-100; 147, с. 56-62; 12, с. 93-94]. Причому, колізія між капіталом-власністю і капіталом-функцією практично мало залежить від особистості керівника корпорації чи від наявності у нього акцій останньої*. “Розрив між власністю та владою, – підкреслюють аналітики лондонського журналу “Economist”, – може бути величезним” [150, с. 14].

Багато дослідників стверджують, що навіть у періоди, коли компанії переживають економічні труднощі з вини їх керівників, останні проте у багатьох випадках продовжують успішно маніпулювати думкою акціонерів і зовнішніх директорів, зберігаючи свої пости [23, с. 117-119; 135, с. 340; 148, с. 50; 12, с. 66; 147, с. 29; 151, с. 13]. У цьому зв’язку окремі автори, услід за Бернхемом, який проголосив своєю книгою у 1941 році “менеджеріальну революцію” [16], розвивають навіть ту думку, що в індустріально розвинених країнах менеджери здійснили антикапіталістичну революцію (експропріацію реальної власності), віднявши у власників капіталу можливість самим експлуатувати найманих працівників і дрібних товаровиробників, використовуючи для цього новий засіб – глибокі наукові знання та організаторські здібності [152, с. 192-193, 274].

Таким чином, центральною проблемою у забезпеченні ефективного функціонування корпоративної власності є проблема корпоративного управління. Корпоративне управління у вузькому розумінні – це організація продуктивної взаємодії акціонерів, а також акціонерів і менеджерів, спроможної забезпечити дійовий контроль за діяльністю менеджерів з метою захисту інтересів усіх акціонерів-інвесторів.

Сама по собі постановка проблеми корпоративного управління є, на нашу думку, визнанням чергового “провалу” (фіаско) ринка, тобто породження ринковою стихією суспільно значущої, соціально-економічної проблеми, вирішення якої можна й потрібно шукати за участю держави. Зауважимо ще раз: делегування менеджером як професіоналам своєї справи, чи технократам, управлінських функцій в акціонерній корпорації її асоційованими власниками є

* За вибірковими даними, в середині 70-х рр. XX ст. в США у 73,5% із 200 найбільших нефінансових корпорацій вищим менеджерам належало менше 0,5% голосуючих акцій [Бирн Дж., Фост Д., Терьен Л. Деньги и власть // Бизнес

об'єктивною умовою ефективного функціонування корпоративної власності; однак менеджери поводять себе як самостійні економічні агенти, що переслідують насамперед власний інтерес, відсуваючи інтереси акціонерів як інвесторів на другий план, покладаючись при цьому на їхню інформаційну обмеженість, слабку згуртованість, можливість збору великої кількості голосів акціонерів за довіреностями та інші обставини. Держава як суспільний інститут покликана регулювати корпоративні відносини, аби нейтралізувати перешкоди для найбільш повної реалізації потенціалу цієї форми підприємництва. Саме тому в кожній окремо взятій країні формується національна модель корпоративного управління, яка поєднує норми законодавства, практику господарювання в ринкових умовах та особливості корпоративної культури акціонерів.

Світовою практикою ринкового господарювання напрацьовано чотири основних механізми корпоративного контролю, які обмежують свободу дій менеджерів та спонукають їх до прийняття рішень, оптимальних для власників акціонерного капіталу. Такими механізмами корпоративного контролю є: 1) ринок капіталу; 2) ринки товарів та факторів виробництва; 3) правова і регулятивна система; 4) система внутрішнього контролю (прямий контроль із боку акціонерів). Ці економічні та адміністративно-правові механізми контролю корпоративного менеджменту будуть розглянуті нами у третьому розділі.

Якщо корпоративна власність функціонально влаштована таким чином, що менеджери корпорацій виступають провідниками економічної політики, головним чином, великих контролюючих акціонерів і як наймані працівники залежать саме від них, то постає питання: наскільки ймовірна зміна як власників контрольних пакетів акцій, так і утримуваних ними менеджерів? Чи, інакше кажучи, наскільки могутні приватновласницькі позиції реальних власників корпорацій? Відповідь на поставлене питання залежить від конкретної діючої системи (моделі) корпоративної власності, з поміж-яких за рівнем концентрації прав власності умовно нині можна виділити дві основні.

Система корпоративної власності з деконцентрованою (розпорошеною) структурою власності – англосаксонська модель – усталилася, головним чином, у США та Великій Британії, характеризується тим, що в середньому 20-30% акцій великої корпорації іміобільні, надовго осідають у руках окремих власників, які формують контрольний пакет акцій, тоді як решта 70-80% акцій рухомі, легко змінюють персоніфікуючих їх власників через фондову біржу чи “вуличний” (позабіржовий) ринок. То ж, ця модель припускає, що з такої кількості акцій, які вільно виходять на ринок, завжди можна сформувати нові контрольні пакети акцій. Фондова біржа тут відіграє роль корпоративного контролера, оскільки ринковий курс акцій, оцінюючи ефективність діяльності корпорації, спонукає акціонерів і потенційних інвесторів до відповідних дій на ринку.

Система корпоративної власності з концентрованою структурою власності, – континентальна модель – яка склалася у більшості західноєвропейських країн та Японії, навпаки, має інші характеристики: у постійних акціонерів зосереджено 70-80% усіх акцій, і лише 20-30% їх поступає на вільний ринок. Така структура акціонерного капіталу вказує на те, що нові потенційні акціонери великої корпорації, як правило, не в змозі стати власниками контрольного пакету акцій; придбання акцій для них стає способом тимчасового розміщення вільних коштів. Відповідно роль фондового ринку щодо контролю корпоративного управління у цій моделі значно обмежена.

Характерний для сучасних великих корпорацій процес підвищення ролі вищої управлінської ланки у визначенні стратегії господарського розвитку корпорацій та в розподілі її плодів обумовив переорієнтацію інтересів акціонерів з отримання дивідендів на зростання ринкової вартості прав власності, формально представлених акціями. “Ерозія дивідендів”, як характеризує це явище японський економіст Х. Окумура [140, с. 89-93], пояснюється такими факторами, як: переходом економічної влади до управлінців, спроможних тепер нав’язувати акціонерам необхідність самофінансування корпорацій за рахунок реінвестування прибутку ціною зменшення дивідендних виплат; підвищенням ролі інституціональних інвесторів та переходом до взаємного володіння значними

пакетами акцій, метою якого є передусім беззбитковість та економічна безпека в умовах загострення конкурентної боротьби.

Економічною та правовою природою корпорації як товариства власників капіталу закладено її визначення як найдемократичнішої форми власності та господарювання, оскільки кожен за бажанням може стати співвласником фірми, придбавши її акції. Однак ця демократія не є безумовною. Адже акціонери не мають рівних прав у товаристві, їхні права пропорційні частці інвестованого ними капіталу, а звідси і різний для різних груп акціонерів інтерес до управління товариством. Дрібні акціонери радше воліють збагатитися, навіть не знаючи підприємства й що на ньому відбувається. Водночас великі інвестори, так звані “чисті капіталісти”, та призначувані ними менеджери вільно розпоряджаються усім корпоративним капіталом і зазвичай на власний розсуд, користуючись пасивністю дрібної акціонерної більшості. Більшість із таких – фінансисти. Вони організовують виробничий процес, використовуючи кваліфікований інженерно-технічний персонал, здійснюючи управління головним чином із фінансового боку. Тому, хоча у правовому відношенні акціонерне товариство виступає “як чудовий взірець демократії з народним правлінням”, – пише Р. Барр, – проте фактично “демократичний режим товариств приводить до тріумфу незначної меншості капіталістів; ця демократія завершується плутократією” [60, с. 357]. Дж. Гелбрейт також визнає, що права переважної більшості акціонерів у великих корпораціях США ігноруються. Тому й не дивно, що вони фактично усунуті від керівництва корпораціями [22, с. 36].

Та, попри усі негативні оцінки, така своєрідна демократія акціонерних взаємовідносин несе у собі позитивний економічний заряд: вона здатна підпорядковувати вузькі, споживацькі інтереси пасивної акціонерної більшості також і потребам розвитку корпорації як ринкового суб’єкта, які асоціюються з інтересами незначної меншості капіталістів. “Це по-справжньому демократично, – писав С. Хіт, – тому що вплив кожного пропорційний його внеску. Примус тут не використовується у жодному випадку, і кожен безперешкодно може залишити це співтовариство, забравши свій внесок” [153, с. 234]. Адже, дійсно, якби

корпоративна демократія будувалася лише за принципом рівності прав учасників, нехтуючи при цьому їхніми інтересами як капіталістів, ця економічна форма, мабуть, так і не зародилася б або ж залишилася б історичним реліктом.

Одну з новітніх тенденцій в еволюції корпоративної власності представляє поширення акцій серед найманих працівників, або поява так званої “системи акціонерної робітничої власності”. Йдеться не про звичайну капіталізацію заощаджень приватних осіб шляхом придбання акцій тих чи інших компаній на “вуличному” або фондовому ринку, а про участь найманих працівників безпосередньо у капіталі того підприємства, де вони працюють. Однак поглянемо уважніше на природу та значення цього якісно нового явища у розвитку корпоративної власності.

Уперше з ідеєю реформування капіталістичної системи на засадах повернення до робітничої приватної власності, як відомо, виступив французький економіст П. Прудон. Сучасним натхненником модифікованого варіанта капіталістичної власності робітників та палким її пропагандистом на протязі уже майже піввіку виступає американський юрист Л. Келсо. Головний порок розвиненого капіталістичного суспільства, на його думку, – не приватна власність, а високий ступінь її концентрації. Вилікувати його можна організованим процесом залучення робітників до акціонерної власності підприємств. Практична реалізація його концепції започаткована законодавчим актом, прийнятим Конгресом США у 1974 р. в рамках законодавства про пенсійне забезпечення та соціальне страхування. У наступні роки цим органом додатково ухвалено ще понад 20 поправок до цього законодавства, які сприяли поширенню цих процесів. На кінець 80-х рр. закони про робітничу власність було прийнято також у 19 американських штатах.

Участь робітників у капіталі та власності своїх підприємств здійснюється у різних формах та комбінаціях. Відомі у США фахівці з цих питань Дж. Блазі і Д. Круз виокремлюють чотири механізми формування такої власності, які вирізняються за джерелами коштів на придбання акцій працівниками підприємств, наявністю податкових пільг для заохочення таких дій, організаційною формою власності та способом голосування новоявлених акціонерів [127]: 1) придбання

акцій свого підприємства в індивідуальному порядку за рахунок особистих заощаджень; 2) спеціальна внутріфірмова програма придбання акцій підприємства його працівниками; 3) план ESOP; 4) програма 401-k та інші пенсійні програми.

Використання першого з названих механізмів означає, що кожен із працівників акціонерного підприємства особисто вирішує для себе питання придбання акцій даного підприємства через брокерів. Звісно, що у цьому випадку навіть теоретично не можуть існувати ніякі податкові пільги, адже кошти трансформуються лише у портфельні (спекулятивні) інвестиції. Такі акціонери голосують своїми акціями відповідно до їх кількості і через їхню зовсім мізерну значущість товариство не консолідує ці голоси. За оцінками Дж. Блазі і Д. Круза, у 1995 р. найманий персонал американських компаній володів не більше 5% усіх акцій, придбаних у такий спосіб. Інакше кажучи, корпоративні цінні папери малодоступні за ціною для більшості працівників типової фірми.

Зміст другого механізму поширення акцій фірми серед своїх працівників також полягає в індивідуальному характері їх придбання за рахунок особистих заощаджень, але з використанням для цих цілей спеціальних внутрікорпоративних програм, за якими працівникам надається знижка у 10-15% з ринкової ціни акцій, компенсуються комісійні за брокерські послуги, акції оплачуються шляхом певних відрахувань із заробітку. Такі програми зазвичай не мають податкових преференцій і передбачають тривалий період для індивідуального накопичення акцій. Такий спосіб, за оцінками тих же авторів, забезпечує близько 10-15% усіх акцій, що перебувають у власності найманого персоналу американських фірм.

Найбільш популярним механізмом формування робітничої акціонерної власності вважається план ESOP (Employee Stock Ownership Plans). Особлива привабливість цієї програми забезпечується тим, що привласнення фірми її найманими працівниками прискорюється завдяки кредитному фінансуванню сумісного викупу ними її акцій. Програма доволі гнучка як щодо розміру загального пакету акцій, так і надання певних пріоритетів у придбанні акцій для різних категорій працівників [154, с. 187-188]. Одержувачем для цих цілей банківського кредиту з умовою його комерційного страхування виступає

спеціально створюваний трастовий фонд (фінансовий інститут). У міру погашення кредиту за рахунок відрахувань від поточного прибутку компанії та фіксованих відрахувань із персональних заробітків придбані акції розподіляються по особистим інвестиційним рахункам працівників, виходячи із рівня накопиченої у трасті заробітної платні [155, с. 6]. Такі програми користуються значними податковими пільгами, зокрема правом зменшення оподатковуваної бази на величину сум, що спрямовуються на погашення кредиту та виплату дивідендів працівникам. Усі придбані таким чином акції перебувають у володінні трасту і використовуються при голосуванні як єдиний пакет. При звільненні з роботи чи виході на пенсію працівник зобов'язаний продати належні йому по ESOP-схемі акції на закритому ринку або ж обміняти їх на інші наявні акції. Такий механізм, за підрахунками Дж. Блазі і Д. Круза, у середині 90-х рр. доставляв у власність найманому персоналу в середньому майже 30% усіх належних йому акцій.

Популярним також є механізм формування власності працівників у вигляді різних пенсійних програм. Зокрема програма 400-k передбачає викуп акцій своєї компанії за рахунок особистих заощаджень, накопичуваних шляхом відрахувань із заробітку, а також преміальних виплат та внесків компанії. Практикуються і програми преміювання працівників акціями. Привабливість аналогічних програм також підтримується податковими пільгами, чинними для пенсійних фондів. Цей механізм, за даними названих учених, формує понад 50% усієї акціонерної власності найманих працівників фірм США [127, с. 12-15].

Система робітничої акціонерної власності має позитивну динаміку. Так, якщо у 1975 р. в США, за статистичними даними, у повній власності найманого персоналу перебувала 1601 компанія, в 1988 р. – 9700, то у 1990 р. таких налічувалося вже 10275. Чисельність працюючих у них зросла за весь цей період з 243 тис. до 10,5 млн. чол. і становить близько 10% сукупної активної робочої сили [156]. Подібна система поширюється і в Західній Європі. Цьому сприяють, зокрема прийняті Радою Європи відповідні рекомендації та ухвалені державами закони. Зокрема в Англії протягом 80-х рр. (“епоха правління М. Тетчер”) близько 1900 компаній повністю викуплено персоналом.

Між тим більшістю західних дослідників справедливо звертається увага на суперечливість характеру цієї тенденції еволюції акціонерної власності, що, на жаль, часто замовчується у працях самих теоретиків-розробників систем робітничої власності та прихильників самої їх ідеї. До речі, у деяких джерелах ставиться під сумнів достовірність статистики колективних господарств у США: виявляється, що із 10 тис. фірм, які в 1989 р. офіційно визнавалися власністю працівників, лише у 1,5 тис. підприємств лєвова частка капіталу належала робітникам і тільки близько п'ятисот із них повністю перейшли у робітничу власність, хоча і в останньому випадку значна частина акцій була передана в управління менеджерам. За розрахунками Ф. Адамса і Г. Хансена, у 1991 р. в США реальний контроль працівників поширювався лише на 304 компанії із числом зайнятих понад 100 тис. чоловік, що становить менше 0,09% від загальної зайнятості в національній економіці [157, с. 20, 171-172].

Найважливіший позитивний ефект участі найманого персоналу у власності акціонерних товариств звичайно пов'язують з подоланням відчуженості працівників від власності, що проявляється у посиленні трудової мотивації, досягненні порівняно вищої продуктивності праці та прибутковості діяльності компаній цього типу [158, с. 95]. Цей ефект пояснюється тим, що отримуваний працівником-власником дохід залежить вже не тільки від його особистих зусиль, а й від результатів діяльності підприємства, тобто забезпечується більш високий ступінь ідентифікації працівника з інтересами компанії. До того ж поліпшується система індивідуального моніторингу працівників завдяки встановленню взаємного контролю за їх роботою. Певною мірою участь працівників в акціонерній власності сприяє скороченню нерівності у розподілі доходів та власності, підтриманню зайнятості і тим самим поліпшенню соціально-психологічного клімату в компанії.

Проте залучення працівників до спільної власності не є абсолютним і безперечним фактором ефективного господарювання у корпоративному секторі економіки. Слід звернути увагу на те, що частка робітничої акціонерної власності на середніх та великих підприємствах, як правило, незначна. У таких компаніях акціонери з числа працівників не мають вирішального голосу на загальних зборах

акціонерів. Так, у вже згадуваній американській компанії АТТ частка найманих працівників у її статутному капіталі становить лише 2%. У деяких компаніях вона дещо вища. У “Пан-Американ”, наприклад, вона досягла 12%. Та в середньому участь найманого персоналу у капіталі 500 провідних корпорацій США не перевищує й 1%. Середній зайнятий тут володіє акціями на мізерну суму – близько 600 дол., тоді як, на думку експертів, для активізації інтересу до результатів корпоративної діяльності ця сума повинна перевищувати 10 тис. дол., бо інакше економічна роль цієї власності є малозначущою. Показовим у цьому відношенні є і той факт, що лише у п’ятій частині великих корпорацій поширені програми участі працівників в акціонерному капіталі, хоча серед них і такі відомі компанії як “Локхід”, “Проктер енд Гембл”, “Полароїд”, “Моторола” та ряд інших. Більшою є частка цієї власності лише у дрібних та частково середніх компаніях, де вона подекуди охоплює майже половину чи практично весь акціонерний капітал [159, с. 15-16; 160, с. 57; 161, с. 34-36; 162, с. 82; 163, с. 115].

Ясна річ, передача в тій чи іншій мірі корпоративних прав власності найманому персоналу зумовлена аж ніяк не альтруїстичними мотивами реальних власників фірм, а диктується жорсткими умовами конкурентно-ринкового господарювання. Найбільш поширеними чинниками залучення найманих працівників до спільного володіння корпораціями аналітики називають:

- організований “зверху” викуп збанкрутілого чи неперспективного з погляду його колишнього власника підприємства;
- організований викуп акцій з метою захисту корпорації від ворожих поглинань чи посилення контролю з боку основних акціонерів і/чи менеджерів за акціонерним капіталом, а це значить, що “робітнича власність” часто стає знаряддям у конкурентній боротьбі корпорацій, їх фактичних власників. Таким чином, зокрема, корпорація “Полароїд” у важкий для неї час змогла уникнути поглинання компанією “Шемрок”;
- створення дійових стимулів для підвищення продуктивності праці та зацікавленості в кінцевих результатах діяльності фірми;
- отримання пільг в оподаткуванні прибутків;

– участь у капіталі як альтернатива підвищенню заробітної плати, здійсненню інших пенсійних програм. Залучаючи персонал до управління власністю, керівництво корпорацій сподівається надалі контролювати голоси своїх працівників;

– як один із варіантів приватизації державних підприємств, реалізацією якого забезпечується збереження зайнятості.

Як бачимо, тенденція у розвитку корпоративної власності, проявом якої є участь найманого персоналу в акціонерному капіталі, за своєю сутністю є вельми суперечливою й не дає вагомих підстав для якихось однозначних висновків. Тому ми солідаризуємося з тією думкою [164, с. 50], що було б передчасно вважати цей процес демократизації привласнення таким, що нібито стає всеохоплюючим. Радше можна говорити про можливість та появу деяких елементів демократизації. Звичайно, в окремо взятій корпорації, особливо закритого типу, цілком можливий більш високий ступінь економічної демократії, тоді як в іншій за її зовнішньою видимістю насправді зміцнюється позиція домінуючих власників капіталу. Цікаво, що сам Л. Келсо з огляду американського досвіду виділив лише перші два названих нами вище мотиви участі персоналу у власності як найбільш значущі для цієї тенденції [165, с. 108-109]. Скептики називають робітничу акціонерну власність “псевдовласністю”, аргументуючи свою позицію тим, що у 85% випадків робітникам дістаються акції без права голосу, їх участь у представницьких органах корпорації надто скромна через низьку компетентність, залишається загроза звільнення [152, с. 285-286; 166; 167, с. 95]. Вказується також і на можливість концентрації власності в руках лише певної частини персоналу, оскільки викупувані акції розподіляються відповідно до рівня заробітку та стажу, а отже, цією обставиною закладається можливість опортунізму навіть із боку привілейованих робітників. Це, до речі, один із вагомих контраргументів до колективістської інтерпретації робітничої акціонерної власності. Виникають проблеми і щодо фінансової маневреності такої корпорації, гнучкості стратегії її розвитку тощо [158, с. 95-96]. Випадки застосування програм ESOP у наукомістких виробництвах чи в компаніях, де помітну частину зайнятих складають працівники

творчої праці, фактично невідомі. Багато дослідників сходяться на тому, що підприємства з акціонерною робітничою власністю представляють собою реакцію на реальні господарські проблеми, і їх динаміка тісно корелює з циклічними кризами: чим серйозніші економічні труднощі, тим більше виникає подібних паліативних форм, тим активніше використовується передача робітникам прав власності на фактично безнадійні підприємства [203, с. 378].

У цьому зв'язку, віддаючи належне благородству й ентузіазму авторів та прихильників ідеї колективної робітничої власності, яка реалізується через ринок акцій, ми все ж вважаємо, що її можливості та значення у функціонуванні й розвитку корпоративної форми господарювання не варто перебільшувати*. Адже акціонерна власність надзвичайно гнучка форми економічних відносин, для якої важливим є не стільки сам факт участі найманої праці у капіталі й прибутку корпорації, скільки величина привласнюваної персоналом частки капіталу, реальність його участі в управлінні корпорацією, можливість розпорядитись своїми правами власності. Спроби залучити найманих працівників до власності на капітал, як показала практика, зіткнулися з байдужістю самих трудящих, а також із більш чи менш явною опозицією з боку профспілок [77, с. 668]. Схеми ESOP, що збудують чи не найбільшу ейфорію з приводу демократизації власності, – це, по суті, пенсійні програми, які мають чимало обмежень і які орієнтовані не на “революцію” у розподілі прав власності, а головним чином на створення найманим працівникам можливостей завчасно подбати про власний добробут при виході на пенсію чи у крайньому випадку при звільненні з роботи.

Тут напрошується більш очевидний для нас висновок – приватна власність через корпоративну форму господарювання відкриває для себе нові можливості ефективного функціонування, видозмінюючись, пристосовуючись до різних взаємодіючих факторів, основними серед яких є технологія виробництва та

* “ESOP перебуває під руками у менеджерів корпорацій уже 30 років, – пише Л. Келсо. – Тим не менш цей метод застосовується лиш в одному випадку із кожної сотні злиттів, приєднань та викупів; решта 99% носять плутократичний характер і сприяють концентрації власності на капітал корпорацій...” [165, с. 192].

характер конкуренції. Саме тому підприємницька корпорація представляється одним із найбільших досягнень економічної культури людства.

2.3. Організаційні форми корпоративних утворень, їх місце та роль у сучасній ринковій економіці

Розкриттю структури корпоративного сектора, визначенню специфіки його складових елементів логічно має передувати уточнення змісту базового поняття “корпорація”. Як ми з’ясували вище, це поняття появилось ще з часів древньоримської цивілізації й аж до наших днів позначає існування ряду різних об’єднань підприємницького, професійного та іншого типів, що виникли й інституціоналізувалися у ході суспільно-економічної еволюції. І наразі в економічній та правовій літературі цей термін тлумачиться по-різному: до корпоративного сектора відносять або лише акціонерні товариства [168, с. 12], або майже усі господарські організації, котрі базуються на членстві [169, с. 21-22; 170, с. 59], або, крім господарських товариств, ще й різного роду асоціативні утворення (міста, селища, асоціації, спілки тощо). Очевидно, для цілей різних досліджень

кожна позиція має раціональну основу й право на існування. Ми оперуємо поняттям корпоративного сектора в економіці як складної сукупності, представленої:

– усіма організаційно-правовими формами господарювання, в основу утворення яких покладено принцип корпорування, або злиття капіталів (первинний рівень);

– крупними корпоративними структурами, що формуються на основі володіння частками капіталу та неформальній основі.

Між тим сучасне використання терміну “корпорація” має істотні відмінності в основних правових системах розвинених країн. В англосаксонській (прецедентній) системі права (поширеній у США, Великій Британії, Канаді, Австралії, ПАР, Ізраїлі, Гонконзі) корпорація (corporation) ототожнюється з акціонерними товариствами. Це означає, що корпоративна форма підприємства жорстко відокремлюється від товариств, які формуються шляхом об’єднання, головним чином, осіб, а не капіталів (наприклад, повних і командитних товариств, виробничих кооперативів). І в цьому є глибокий економічний смисл, адже об’єднання капіталів необхідно припускає обмежену відповідальність власників та гранично можливий розподіл їхніх прав власності через делегування функцій управління капіталом найманим менеджерам. Ці дві взаємопов’язані основні риси найбільш адекватно відображають сутність та економічну природу корпорацій у формі акціонерних товариств. Отож, за англосаксонською системою права корпорація репрезентує один із трьох секторів економіки, поряд з одноосібними володіннями та партнерствами. Таке розуміння даної категорії є найбільш поширеним серед фахівців.

У системі континентального (цивільного) права (поширеній у більшості західноєвропейських країн та Японії) поняття “корпорація” має більш широкий зміст. Тут прийнято до корпоративного сектора відносити як акціонерні товариства, так і товариства з обмеженою відповідальністю. Як бачимо, така правова система віддає певний пріоритет усе ж таки принципу обмеженої майнової відповідальності учасників товариства, хоча й такий підхід має свій економічний

сенс: значна частина неакціонованих товариств з обмеженою відповідальністю функціонує із системою управління, відособленою від власності.

Визначення корпорації як суб'єкта підприємницької діяльності, що зустрічаються в економічній та правовій літературі, майже схожі за своїм змістом. Приведемо лише деякі з них.

П. Самуельсон і В. Нордхауз визначають корпорацію як “юридичну особу, яка може самостійно продавати і купувати, позичати гроші, виготовляти товари й послуги та вступати у контрактні відносини; має право обмеженої відповідальності, у відповідності, з яким інвестиції кожного із власників корпорації обмежені жорстко певним розміром” [171, с. 144]. За визначенням К. Макконнелла і С. Брю, корпорація – “юридичний суб'єкт, який отримав чартер властей штату чи федерального уряду та відособлений від індивідів, власністю яких він є” [75, с. 389]. Д. Маршалл і В. Бансал додають до організаційно-правового визначення корпорації те, що вона повністю відокремлена від своїх власників, діє самостійно, а її власники можуть вільно передавати свою участь у капіталі іншим особам без будь-якого безпосереднього впливу на саму корпорацію [172, с. 497]. І, нарешті, І. Ансофф визначає її так: “Корпорація – це широко поширена в країнах із розвиненою ринковою економікою форма організації підприємницької діяльності, яка передбачає пайову власність, юридичний статус та зосередження функцій управління у руках верхнього ешелону професійних управляючих, працюючих за наймом” [173].

В українській правовій базі поняття корпорації істотно відрізняється від загальноприйнятого у світовій практиці. Відповідно до чинного законодавства, зокрема Закону України “Про підприємства в Україні” (1991 р.), корпорації трактуються як “договірні об'єднання, створювані на основі поєднання виробничих, наукових та комерційних інтересів, із делегуванням окремих повноважень централізованого регулювання діяльності кожного з учасників” [174, ст. 3]. Закон України “Про господарські товариства” (1991 р.) містить перелік господарських товариств, до яких, зокрема, віднесені й акціонерні товариства [175, ст. 1], проте корпорація там і не згадується. Закон України “Про банки і банківську

діяльність”, прийнятий у новій редакції та введений у дію з початку 2001 р., регламентує створення банківських корпорацій як одного з типів банківських об’єднань, створюваного у вигляді юридичної особи (банку) на акціонерній основі [176, ст. 10]. Нарешті, Закон України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)”, котрий набрав чинності у тому ж році, уже прямо трактує інвестиційний фонд як корпоративну структуру акціонерного типу [177, розд. II].

Таким чином, правове поле України є невизначеним щодо корпорації та ідентифікації цього поняття з акціонерним товариством. Законодавство, введене в дію на початку встановлення державної незалежності, закріплювало за корпорацією лише статус одного з договірних об’єднань і відмовляло їй у набутті природного правового статусу – юридичної особи. Водночас ним закріплювались основні риси акціонерних товариств, ідентичні загальноприйнятому у діловому світі визначенню підприємницьких корпорацій. І хоча законодавець, ухвалюючи нові нормативні акти, здається, вже виправляє цю похибку, все ж базові закони зберігають щодо акціонерних корпорацій термінологічну суперечливість і неадекватність сучасним економічним уявленням та реаліям. Схожа ситуація спостерігається в Росії та деяких інших країнах.

Сучасна практика ринкового господарювання свідчить про те, що, по-перше, існує широка різноманітність форм компаній, кожна із яких характеризується специфікою відносин між її учасниками; по-друге, розмаїття колективних форм підприємництва змінюється у зв’язку з появою нових видів економічної діяльності, передусім, у фінансовій сфері та різного роду інтегрованих структур, створюваних у приватному і державному секторах; по-третє, відбувається природна трансформація корпоративного інституту, еволюційний перехід до більш зрілих та ефективних форм відносин. Дослідники відзначають, що командитні товариства практично зникають з економічної арени; повні товариства, яких залишилось обмаль, існують лише в особливих випадках; створення нових компаній відбувається головним чином у формі акціонерних товариств (великий бізнес) та товариств з обмеженою відповідальністю (середні та дрібні підприємства) [77, с.

541-542]. Видові особливості корпорацій по-різному проявляються в країнах розвинутого ринку.

У США корпорації поділяються на два типи: закриті та відкриті. Акції перших розподіляються лише серед засновників товариства чи наперед визначених осіб і не поступають на відкритий ринок; акції других вільно обертаються на ринку, доки існують корпорації-емітенти цих акцій. Більшість у корпоративному секторі цієї країни представлена закритими корпораціями. Це пояснюється тим, що акціонування тут практикують, крім великих, чимало середніх та дрібних підприємств¹⁾, які, з одного боку, використовують переваги цієї форми відносин, а з іншого, – користуються узаконеною для невеликих корпорацій можливістю сплачувати податок лише з дивідендів, зараховуваних до оподаткованого доходу акціонерів. Зазначимо: статус невеликої корпорації там надається за умов, якщо акціонерів не більше 35, вони – приватні особи й виключно резиденти цієї країни, випускається тільки один вид акцій [178, с. 79-80].

У Великій Британії, де акціонерні товариства прийнято називати компаніями, існують приватні та публічні компанії. Приватні компанії аналогічні закритим акціонерним товариствам, мають у своєму складі від 2 до 50 акціонерів. Публічна компанія є аналогом відкритої корпорації, чисельність її акціонерів не повинна бути меншою семи осіб, а статутний капітал мати не менше 50 тис. ф. ст. [179, с. 34].

У ФРН акціонерні товариства функціонують, як правило, у вигляді публічних корпорацій і охоплюють переважно великі підприємства, що потребують залучення великого акціонерного капіталу. Більшість решти юридичних осіб мають організаційно-правову форму товариств з обмеженою відповідальністю, оскільки процедура заснування та державне регулювання їхньої діяльності більш спрощені, аніж для акціонерних товариств. Створення останніх, згідно із законодавством, передбачає наявність щонайменше п'яти акціонерів та мінімальний статутний фонд 100 тис. марок (для товариств з обмеженою відповідальністю – 50 тис. марок).

¹⁾ Серед усіх корпорацій США на початку 2000-х рр. понад 80% компаній відносилося до малого й середнього бізнесу.

У Франції поширені в основному дві форми корпоративних підприємств – анонімні товариства та товариства з обмеженою відповідальністю. Перші є, по суті, відкритою корпорацією й практикуються для створення і функціонування великих підприємств (мінімум сім акціонерів та 250 тис. франків статутного фонду). У формі других діють середні та дрібні підприємства (мінімальний статутний фонд для них – 50 тис. франків) [93 с. 6-7]. З приблизно 10 тис. компаній, щорічно створюваних у Франції, 6 тис. є товариствами з обмеженою відповідальністю, 3 тис. – акціонерними компаніями, а решта – в основному повними товариствами [77 с. 542].

Слід зауважити: у законодавстві більшості країн з ринковою економікою взагалі немає такої класифікації (правової форми) як закрите акціонерне товариство, якщо не рахувати акціонерних командитних товариств як перехідних і вже зникаючих із бізнесу структур. Інвестори сприймають акціонерну компанію як фактично закриту тоді, коли вона належить одній особі чи невеликій групі осіб і її акції не допускаються до відкритого ринку. Таке “закриття” акціонерної компанії здійснюється зазвичай шляхом викупу акцій менеджментом, групою власників чи навіть працівниками підприємства.

У сучасній ринковій економіці діють різні *публічні* корпорації: одні з них відкрито централізують на певний момент лише приватні капітали, другі – реально є корпораціями змішаного типу, треті – чисто державні корпорації. Проте усі вони функціонують у ринковому режимі, підкоряючись нормам комерційного (приватного) права.

Жодна форма власності у підприємстві не може конкурувати з корпорацією в її успіхах щодо централізації грошових засобів, виробничих ресурсів та людських здібностей, концентрації матеріальних активів та виробництва товарів і послуг. Корпоративна форма підприємництва є основою в організації великого виробництва й відіграє економічно домінуючу роль у сучасному ринковому господарстві. Вона вже довела свою універсальну здатність застосовуватися практично у будь-якій сфері ділової активності, адже її учасником може бути будь-хто – чи то індивідуум, чи суспільний інститут (приватна компанія, фінансово-

кредитна установа, благодійний фонд, держава тощо), – якщо є заощадження або доступні інші джерела коштів та готовність їх укласти у цю форму підприємства. За загальним визнанням, ХХ ст. уписане у світову економічну історію як століття корпорацій, їхнього безроздільного панування у світі бізнесу. Це красномовно засвідчують статистичні дані.

Таблиця 2.2

**Структура та динаміка форм підприємництва в економіці США
(за формами власності) [180, с. 535].**

Форма власності	Кількість підприємств						Діловий оборот					
	1980 р.		1990 р.		1997 р.		1980 р.		1990 р.		1997 р.	
	тис.	%	тис.	%	тис.	%	млрд. дол.	%	млрд. дол.	%	млрд. дол.	%
Корпорації	2711	20	3717	19	4710	20	6172	90	10914	90	15890	88
Партнерства	1380	10	1554	8	1759	7	286	4	541	4	1297	7
Одноосібні володіння (без аграрного сектору)	9730	70	14783	73	17176	73	411	6	731	6	870	5
Разом	13821	100	20054	100	23645	100	6869	100	12186	100	18057	100

Як видно з табл. 2.2, у США за останніх два десятиліття найбільш чисельною та динамічною формою підприємництва залишаються індивідуальні підприємства. При збільшенні кількості усіх підприємств за цей період більш ніж на 71% індивідуальні підприємства чисельно зросли на 77%, корпорації – на 74%, партнерства – лише на 27%. Проте, хоча частка корпорацій у загальній чисельності форм ділової активності стабільно утримується на рівні близько 20%, їх економічна вага є просто непорівнянною ні з ким. Діловий оборот корпорацій сягає майже 90% від загального обороту всіх фірм. Причому, таке фактичне домінування корпорацій в економіці США триває з початку 40-х рр. [181, с. 86]. Така ж структура економіки в основному склалася й в інших індустріально розвинених країнах. Це означає, що корпоративний капітал і власність тепер визначають не лише структуру національних ринкових господарств, а й механізм та параметри їх розвитку.

Дж. Гелбрейт, відомий науковому співтовариству фундаментальними дослідженнями місця й ролі корпоративного сектору у функціонування сучасної економіки й суспільства в цілому, на початку другої половини ХХ ст. писав, що сформовані “дві частини економіки – світ корпорацій, які швидко розвиваються у технічному відношенні, володіють величезними капіталами і складною організаційною структурою, з однієї сторони, та сфера діяльності тисяч дрібних традиційних власників, з іншої, – значно відрізняються одна від одної. Це не кількісна відмінність; вона пронизує кожен аспект економічної організації та діяльності, включаючи самі мотиви цієї діяльності... Було б доцільно якось назвати ту частину економіки, яка характеризується наявністю великих корпорацій. Така назва напрашується: я буду називати її “індустріальною системою” [22 с. 45].

Тим самим Дж. Гелбрейт підкреслив, що і в корпоративному секторі економіки існує свій “табел ь про ранги”, що тут ключову економічну роль відіграють великі корпорації, які, як мовиться, у всіх на слуху. Причому статистика засвідчує чітку тенденцію розширення так званого “клубу мільярдерів”. Так, якщо у 1980 р. в обробній промисловості США діяло 244 корпорації з активами понад один млрд. дол., то у 1999 р. таких виявилось вже 601 [180 с. 558]. Економічний потенціал сучасних великих корпорацій, а точніше кажучи, суперкорпорацій, вражає читача, якщо звернутися до даних щодо діяльності кількох сотень найбільших серед них. Так, у 2000 р. діловий оборот лише 500 найбільших корпорацій США досяг 7,2 трлн. дол., а зайнятість на їхніх підприємствах становила 24 млн. чол. Для пор.: ВВП США у тому ж році становив близько 10 трлн. дол. і загальна зайнятість – 135,5 млн. чол. Як бачимо, частка “клубу 500” у створенні національного ВВП перевищує 70%. Розрахунок також показує, що продуктивність середнього працівника за валовою продукцією цих 500 корпорацій більш ніж учетверо перевищує аналогічний показник для середнього працюючого американця по країні в цілому (розраховано за [182, с. 227; 183, с. 274, 317]). Окремі показники діяльності провідних акціонерних компаній приведені у табл. 2.3

Таблиця 2.3

Окремі показники діяльності провідних корпорацій США у 2000 р. [180]

Корпорації	Діловий оборот (млрд. дол.)	Ринкова капіталізація (млрд. дол.)	Найманий персонал (тис. чол.)	Діловий оборот на одного зайнятого (тис. дол.)
Екссон Мобіл	210,4	288,4	100,0	2104
Дженерал моторз	184,6	50,5	386,0	478
Форд моторз	180,6	54,2	346,0	522
Дженерал електрик	129,9	407,0	341,0	381
ІБМ	88,4	167,6	316,3	278
АТТ	66,0	169,6	165,6	397
Боїнг	51,3	53,3	198,0	259
Проктер енд Гембл	40,0	84,7	110,0	364

У 2000 р. сім провідних корпорацій із “клубу 500” мали річні обороти понад 100 млрд. дол., а 16 – понад 50 млрд. дол. Отже, для прикладу, такі корпорації, як “Екссон Мобіл”, “Дженерал моторз”, “Форд моторз”, за випуском валової продукції, розраховуваним з урахуванням паритету купівельної спроможності національних валют, стали в рівень з такими розвиненими європейськими країнами, як Австрія, Греція, Данія, Норвегія, Португалія, Фінляндія, Швейцарія, Швеція.

Можна тільки погодитися з тією думкою, що корпоративна форма підприємництва змогла реалізувати свій потенціал щодо концентрації капіталу й власності, лише розвиваючись у демократичному суспільстві, де і монополіст, і дрібний підприємець, і власник торговельної точки однаковою мірою відповідальні перед суспільством [184, с. 13]. Так, дійсно, великі корпорації, презентуючи своєю діяльністю левову частку ринку товарів і послуг, виглядають на загальному фоні ринку тією чи іншою мірою монополістами. Однак оцінювати їхню діяльність і тим паче сам факт їхнього існування виключно негативно, посилаючись при цьому тільки на окремі випадки чи занадто узагальнені статистичні дані, як це практикувалося раніше [185, с. 310-385; 186, с. 28], було б заняттям ідеологічно упередженим й поверховим, методологічно й теоретично некоректним.

Сутність монополізму, чи монополістичної поведінки господарюючого суб’єкта, полягає у штучному обмеженні виробництва та гальмуванні науково-

технічного прогресу шляхом обмеження конкуренції, заради максимізації прибутку та особистого збагачення керівників (власників) фірм. Домінування монополій теоретично уможлиблюється за умов обмеженого числа фірм у тій чи іншій галузі та незначної диверсифікації виробництва, що спонукає до корисливих змов на шкоду інтересам споживачів. На зламі XIX-XX ст. ці умови, дійсно, мали місце і, власне, реальна монополізація економіки й обумовила введення антимонопольного законодавства, спрямованого, як відомо, не проти великих корпорацій як таких, а на захист конкуренції від зловживань монопольним становищем [74 с. 225; 187 с. 294]. Однак у цей же період, як свідчать факти, науково-технічний прогрес не тільки не був паралізованим, а навіть прискорився. З перших десятиліть XX ст. запроваджувалися методи масового потоково-конвейєрного виробництва, виникли й швидко розвивалися нові галузі промисловості – електроенергетика, електротехнічна, хімічна, машинобудівна та інші галузі. “Монополіст” Г. Форд за перші 12 років існування своєї фірми (1903-1915 рр.) збільшив виробництво у 160 разів [188, с. 490, 497]. А якщо врахувати статистичний факт зростання національного виробництва у капіталістичних країнах упродовж XX ст., то теза про панування монополістичної, чи паразитичної, поведінки корпорацій стає сумнівною. Така думка поступово пробиває собі шлях (див., наприклад, [73, с. 47]).

У переважній більшості галузей, де домінують великі корпорації, уцілили не поодинокі монополісти (одна корпорація – одна галузь), а цілком конкурентна їх кількість, яка модифікувала лише форми та методи конкурентної боротьби, обумовила перехід до олігополії та жорсткої монополістичної конкуренції. Монополізму у виробництві протидіє тенденція до диверсифікації фірм, поява багатьох замінників майже кожного виду товарів, тобто постійна зміна меж і структури ринку, зрештою – динамічна конкуренція приватних власників та невідворотність державних санкцій. За словами фахівців, багаторазово фіксувався такий стан: коли справа доходить до однієї корпорації в галузі, така монополія надовго не утримується – через 5-10-15 років появляються могутні конкуренти, і таких випадків достатньо, аби говорити про це, як про пануючу закономірність [74 с. 235]. Стосовно прибутків корпоративного бізнесу, то, як пишуть П. Самуельсон і

У. Нордгауз, за останні 15 років корпорації заробляли скромну норму прибутку на свої інвестиції – приблизно 8% у реальному вираженні; у довгостроковому періоді їхні надприбутки були надто малими. Звідси, стверджують ці учені, аргументи про надзвичайну монополістичну владу великих компаній перебільшені, оскільки конкуренція на ринках досить сильна, щоб утримувати норму прибутку на капітал у прийнятних для суспільства межах [54 с. 385-386]. Тому економічне домінування корпорацій у сучасному світі сприймається не як засилля монополій, а як своєрідний “розподіл ролей”*, який склався на основі об’єктивних законів та національних особливостей кожної країни (законодавства, її культури, історії тощо). Саме завдяки демократичним традиціям тут корпорації перебувають у рамках загальних “правил гри”, підкоряючись їм.

Сучасна корпорація виконує роль своєрідного локомотива ринкової економіки. Маючи свій власний ринок у вигляді ринку корпоративних цінних паперів як основного сегмента фондового ринку, акціонерна форма капіталу і власності відкриває можливості встановлення фінансового контролю над раніш незалежними фірмами з метою включення їх у свою сферу прийняття господарських рішень. На основі перехресного та ланцюгового володінь акціями формується гнучка система виробничо-господарських та фінансових зв’язків між підприємствами, завдяки чому можливі практично будь-які варіанти комбінування й диверсифікації. Зазначимо, що в англійській інтерпретації термін “корпорація”, окрім значення окремої юридичної особи, має й інше значення – “велика група компаній” [189, с. 104] (в американському та німецькому економічному лексиконі під цим змістом розуміється термін “концерн”).

Інтеграційна роль корпорацій щодо інших суб’єктів господарювання проявляється у формуванні різноманітних структур на основі договірних зобов’язань та на основі прав власності. Історично першими такими корпоративними утвореннями стали картелі, синдикати та трести. Картелі, по суті,

* Дослідження фахівців виявили, що в ході конкуренції і на її основі у різних галузях економіки складаються різні вимоги щодо оптимізації структури підприємств. Так, навіть в автомобілебудуванні США як одній із найбільш висококонцентрованих галузей в період 70-80-х рр. майже 90% виробництва зосереджувалося у руках чотирьох

представляють собою неформальні угоди між компаніями про поділ ринку на основі регулювання цін та умов збуту продукції. Синдикати як об'єднання характеризуються принесенням у жертву комерційної самостійності компаній заради централізації збутової мережі як методу приборкання міжусобної конкурентної боротьби. Обидва види об'єднань є нестійкими і в наслідок внутрішньої суперечливості інтересів та антимонопольної політики держави не набули широкого поширення чи, в усякому випадку, продовжують існувати у прихованій формі [190, с. 19]. Трест заявив про себе як про жорстку корпоративну структуру, у якій об'єднані компанії втрачають виробничу і комерційну самостійність, а їхні попередні власники перетворюються в акціонерів нової структури без права голосу. Вони утворювалися шляхом горизонтальних злиттів, тобто об'єднання конкуруючих компаній. Через надмірну централізацію управлінських функцій та проблеми залучення нових інвестицій трести практично також зійшли зі сцени господарського життя.

Успішною, як показує ринкова практика, виявилася така організаційна форма акціонерного капіталу як концерн. Її поширенню сприяв і активно сприяє принцип фінансового контролю, покладений в основу цієї форми інтеграції капіталу й власності, коли один з учасників (компанія-інтегратор) чи спеціально створена партнерами держательська компанія (холдинг) володіє контрольними пакетами акцій членів об'єднання – безпосередньо або через систему участі. В результаті у рамках концерну (особливо багатогалузевого) виникає багатоярусна структура, наверху якої розміщується головна компанія чи холдинг, а нижче – відповідно дочірні, внучаті та інші компанії. Концерн символізує, як правило, вертикально інтегровану систему виробництва, що об'єднує підприємства міцними функціональними (виробничо-технологічними) зв'язками. Цей же принцип інтеграції акціонерних компаній сприяє також формуванню не просто диверсифікованих концернів, але й концернів конгломератного типу, тобто об'єднань компаній за відсутності внутрішнього технологічного зв'язку між ними.

корпорацій, хоча у цій галузі діяло понад 2,1 тис. компаній [Statistical of Income. Corporation Income Tax Return. – Wash., 1983. – P. 91].

Однак багато конгломератів, створених наприкінці 60-х рр., наразі розформовуються з тим, щоб позбутися нерентабельних фірм, нагромадити капітал для інших цілей [178, с. 90]. Потужні диверсифіковані концерни зазвичай включають у себе також фінансово-кредитні установи, трансформуючись таким чином у фінансово-промислові групи.

На практиці потенціал гнучкості багатогалузевих концернів постійно реалізується через злиття та поглинання, тобто шляхом продажу контрольного пакета акцій певному (бажаному) покупцеві або шляхом придбання контролю над компаніями на фондовому ринку. Звісно, ці процеси є вельми суперечливими і мають як своїх затятих критиків, так і прихильників. Це й зрозуміло, адже спекулятивні угоди, здійснювані через вторинний фондовий ринок, дозволяють часто за чужий рахунок привласнювати “зовсім непристойну кількість грошей”, що й змусило близько 30 американських штатів ввести закони, котрі захищають від поглинань зареєстровані на їх території корпорації [178 с. 92]. Та, попри все, злиття й поглинання акціонерних компаній стали основними ринковими механізмами, що обслуговують процеси реорганізації та модернізації великих корпорацій*, адже, по суті, вони здійснюють інтенсивний міжгалузевий перелив капіталу. Вони ж забезпечили інтернаціоналізацію господарського життя та формування транснаціональних корпорацій, які її практично здійснюють.

Таким чином, маємо підстави для висновку, що еволюційний процес розвитку системи підприємництва породив чимало різних типів корпорацій, кожен із яких знайшов свою “нішу” в ринковій економіці. Основна класифікація корпоративних структур представлена нами у табл. 2.4

Таблиця 2.4

Основні типи корпорацій

Ознака	Тип	Основний зміст
--------	-----	----------------

* Майже 40% корпорацій зі списку 500, який періодично публікує журнал “Форчун”, на початку 80-х рр. злилися чи були поглинені іншими фірмами. 67 корпорацій із тих у цьому списку, що зуміли вижити в цей час, радикально змінили структуру – в основному позбулися від побічного бізнесу [Див.: Forbis J., Adams W. Corporate Victims of the Eighties // Across the Boar.... December, 16.

Організаційно-правовий статус	Акціонерне товариство	Об'єднання капіталів для здійснення певної господарської діяльності шляхом продажу акцій на умовах обмеженої майнової відповідальності та відособлення власників від управління спільним бізнесом.
	Товариство з обмеженою відповідальністю	Об'єднання капіталів та обмеженого кола осіб для здійснення певної господарської діяльності шляхом внесення паїв у матеріальній, грошовій та іншій формах на умовах обмеженої майнової відповідальності та безпосередньої участі в управлінні бізнесом.
	Командитне товариство (S-корпорація)	Об'єднання осіб, з яких одні є головними чи діючими партнерами, котрі несуть повну і солідарну майнову відповідальність, а інші – пайовиками (акціонерами) без особистої відповідальності та участі в управлінні.
	Повне товариство	Об'єднання кількох осіб, які вкладають у бізнес свій капітал та несуть повну і солідарну майнову відповідальність за його результати.
Форма власності	Приватні корпорації	Власниками корпорації є приватні особи, інші компанії, частково держава.
	Державні (публічні) корпорації	Власником корпорації є держава в особі уряду чи місцевого органу влади (якщо у її власності контрольний пакет акцій).
Цільова функція	Комерційні корпорації	Створюються з метою одержання власниками капіталу прибутку.
	Некомерційні корпорації	Їх створення переслідує неекономічну мету (неприбуткова організація).
Спосіб участі у капіталі	Корпорації відкритого типу	Активно продають свої акції на відкритому ринку, змінюючи своїх власників.
	Корпорації закритого типу	Не виставляють своїх акцій на відкритий ринок, забезпечуючи цим повний контроль за власністю компанії.
Залежність від інших компаній	Дочірні корпорації	Повністю або частково належать іншим корпораціям, або материнським компаніям, які контролюють їхню діяльність.
	Холдингові компанії	Особливий тип материнської компанії, яка майже не втручається в діяльність дочірньої, а лише володіє її акціями як інвестованим капіталом.
Організаційна структура	Корпорація як підприємство, фірма (простий тип)	Взаємовідносини акціонерів та корпорації здійснюються через загальні збори акціонерів, постійно діючі представницькі та виконавчі органи управління.
	Концерн	Група підприємств (дочірніх компаній), об'єднаних навколо іншого, головного підприємства (материнської компанії), яке координує і контролює певний комплекс виробничих одиниць через акції.
	Конгломерат	Об'єднання в рамках спільної структури різних, технологічно не зв'язаних між собою підприємств у спекулятивних цілях – виграшу на грі курсів акцій.

	Картель	Об'єднання незалежних підприємств, яке передбачає координацію маркетингової діяльності його учасників та окремих елементів бізнес-планування на договірній основі (по суті, угода про поділ ринку на основі договірних цін та умов збуту продукції).
	Синдикат	Об'єднання підприємств на договірній основі, яке централізує їхню комерційну діяльність.
	Консорціум	Тимчасове об'єднання (угода) підприємств з метою мобілізації значних ресурсів для реалізації певного взаємовигідного економічного проекту.
Територіально-національні масштаби	Національні корпорації	Створюються та діють на території певної країни.
	Транснаціональні корпорації	Корпорації, створювані у тій чи іншій країні, але їх діяльність носить глобальний характер і забезпечується через широку мережу філій та дочірніх підприємств у різних країнах.
Галузь (сфера) діяльності	Моногалузеві корпорації	Розрізняються за видом господарської діяльності та характером операцій (промислові, торговельні, транспортні, фінансові та інші корпорації, включаючи їх поглиблену диференціацію).
	Диверсифіковані корпорації	Багатогалузеві корпорації, в рамках яких об'єднуються (інтегруються) різнопрофільні та технологічно однорідні види діяльності.
Спосіб створення	Створені при започаткуванні підприємницької справи.	
	Створені в процесі реорганізації приватних підприємств (інкорпорування).	
	Створені в процесі приватизації державних підприємств.	

Звісно, представлена нами класифікація корпорацій не претендує на відбиття усієї повноти форм прояву цієї найбільш складної серед існуючих нині системи підприємництва. Ми звернули увагу лише на її головні, з нашого погляду, особливості формування і функціонування, які закладені у конкретних формах буття корпорації. Звичайно, неупереджений теоретичний аналіз крайніх, або протилежних, економічних форм завжди передбачає існування множини перехідних, або змішаних, форм. У цьому випадку маємо зазначити, що, наприклад, між приватними та публічними за визначеннями корпораціями в розвинених ринкових господарствах реально функціонує велика кількість товариств змішаного типу власності, у капіталі яких представлені у різних співвідношеннях приватні особи та держава. Відтак, статистичне віднесення їх або до приватної, або до державної форм підприємництва припускає умовність, якою зазвичай слугує тип володаря контрольного пакету акцій. Утім, ця умовність у виділенні лише двох

типів корпорацій за формою власності є вельми важливою: вона вказує не лише наявність більших чи менших поведінкових обмежень контролюючого власника корпорації, а й на рівень інвестиційної привабливості останньої, здатність її забезпечувати належною мірою концентрацію капіталу для господарських потреб, що є головним для великого підприємства.

Відзначаючи істотні зміни щодо місця й ролі корпорацій у сучасному ринковому господарстві варто також зазначити, що завдяки інституціоналізованим акціонерним механізмам взаємодії власності та управління, а також механізмам міжкорпоративної взаємодії, корпоративний сектор, представлений передусім великими корпораціями, отримує виключну стійкість, причому навіть у періоди спаду ділової кон'юнктури. Звичайно, у ході конкурентної боротьби постійно банкрутують нерентабельні компанії, даючи повчальний урок іншим, але великим корпораціям майже завжди вдається пережити тимчасові фінансові труднощі, змінивши менеджмент, отримавши приватні чи навіть інколи державні фінансові "ін'єкції". Великі промислові корпорації, як і великі фінансові установи, перебувають постійно в полі зору уряду, аби виключити можливість їх банкрутства, здатного спровокувати кумулятивний ефект дестабілізуючих макроекономічних процесів.

В сучасній індустріальній економіці великі корпорації виконують і консолідує місію щодо дрібного та середнього бізнесу. Органічне включення останнього в систему корпоративного господарювання, попри усі його критичні оцінки, має розглядатися як одна з важливих форм виробничої інтеграції. Адже в переважній більшості ці підприємства добровільно виступають субпостачальниками, що працюють за підрядами та замовленнями головних компаній [191, с. 43]. Таким чином, економічне домінування корпорацій у розвиненій ринковій економіці трансформується у формування ними потужних виробничо-господарських комплексів, функціонування й розвиток яких передбачає високий рівень координації та використання стратегічного планування.

В останні десятиліття науковцями активно дискутуються питання щодо сутності корпорації, її місця та ролі, пов'язані з формуванням основ

постіндустріального суспільства. І це закономірно, адже сучасна науково-технічна революція істотно збагачує поняття капіталу і причому не тільки за рахунок матеріальної складової, а й за рахунок якісно нового економічного ресурсу, що отримав назву інтелектуального капіталу. Під останнім в основному розуміють набуття працівниками високої кваліфікації та знань, точніше, здатності їх засвоювати та нагромаджувати [192, с. 148; 193, с. 13]. Нагромадження цього, нетрадиційного, виду капіталу пов'язане уже не з заощадженнями, як це характерно для матеріалізованого капіталу, а, навпаки, із особистим споживанням, із підвищенням його рівня. Соціологи відзначають зростаюче значення цієї власності працівників для їхньої здатності до інновацій і на цій підставі роблять висновок про те, що такі працівники можуть здійснювати повністю той чи інший процес виробництва, а відтак, вони стають власниками виробництва, чи діяльності, як процесу [194, с. 93]. Вони також стверджують, що підвищення ролі та значення інтелектуального капіталу в активах корпорації, а відповідно і зростання залежності корпорації від її творчих працівників, зумовлює зміну структури та принципів організації цієї підприємницької форми [195, с. 221-222; 196, с. 172].

Підвищення ролі інтелектуального капіталу в діяльності корпорації та збільшення у ній чисельності працівників творчої праці, згідно із сучасними соціологічними теоріями, спричиняють суттєву трансформацію індустріальної корпорації, перехід від “адаптивної” корпорації, яку раніше описував О. Тоффлер [197], до “креативної” корпорації [198]. На відміну від адаптивної промислової корпорації, у якій працівники змушені були пристосовуватися до виробничого процесу, “вростати” у його специфіку, креативна корпорація головним чином спирається на творчий потенціал своїх керівників та працівників, стимулює їхній саморозвиток як особистостей, формує нові ціннісні орієнтири соціальної взаємодії, зокрема довіру та співробітництво [199, с. 82, 251-261]. Сучасна господарська система, зазначає К. Келлі, “базується на технології, проте в основі її можуть лежати лише людські взаємовідносини; вона починається з мікропроцесорів і закінчується довірою” [200, с. 137]. Ф. Фукуяма додає: американська демократія та американська економіка досягли успіху не в силу

індивідуалізму чи колективізму, а завдяки поєднанню обох цих протилежних тенденцій” [201, с. 273].

Звичайно, наведені вище та подібні їм соціологічні теорії відображають деякі дійсні трансформаційні процеси у корпоративному розвитку, пов’язані передусім із сучасними інформаційно-комунікаційними технологіями та соціально-економічними умовами й наслідками їх використання. Безсумнівно, суспільно-економічний розвиток входить нині у нову, постіндустріальну, стадію. Однак, як представляється, часто з цих окремих процесів роблять упереджені, поверхові висновки. Не вдаючись до їх ґрунтовного аналізу, маємо все ж, у рамках предмету нашого дослідження, зробити деякі зауваження щодо них.

Головний зміст трансформації адаптивної корпорації в креативну у вищезгаданих теоріях полягає, як зазначалося вище, у різкому підвищенні ролі інтелектуального, чи людського, капіталу як одного з факторів виробництва. Звичайно, зростання цінності людського капіталу обумовлене не лише значною виробничою потребою у ньому, а й не менш значною обмеженістю його як ресурсу. Це відповідно обумовлює необхідність нових підходів у корпоративному менеджменті, у використанні мотивацій інтелектуальної праці в складній організаційній структурі. Адже, за словами М. Хеммера, “корпорація – це щось більше, аніж система технологічних процесів, аніж набір продуктів та послуг і навіть ніж група людей, що виконує якусь роботу. Окрім усього іншого, це – людське суспільство і, як і усі інші спільноти, воно створює власну різновидність культури – корпоративну культуру. У кожній компанії є своя мова, своя офіційна історія (міфологія), свої герої та злодії (свої легенди), як історичні, так і сучасні, що слугує зміцненню престижу ветеранів корпорації, прилученню новачків до її духу та до прийнятих у ній особливих форм поведінки” [202, с. 153].

Утім, *економічна* реальність така, що йдеться про зміну структури ресурсної бази виробництва, співвідношення її окремих елементів. Але це не значить, що значення індустріального чинника, чи системи машинного виробництва, від цього зменшується. Жодна по своїй значущості інформація не замінить звичайної машини чи будь-якого елемента уречевленого капіталу. Це лише

взаємодоповнюючі фактори виробництва. Звідси, опора виробництва на солідну індустріальну основу об'єктивно зумовлює потребу в акціонерному капіталі та власності. Тому вельми сумнівними виглядають висновки, зокрема В. Іноземцева, про те, що “в сучасних умовах норма заощаджень не справляє суттєвого впливу на масштаби інвестиційної активності”, і що “рівень самої інвестиційної активності в її традиційному розумінні, тобто масштаб капіталовкладень у виробничі потужності, обладнання й навіть технології, не визначає ні показників продуктивності, ні економічного росту в цілому” [200, с. 250]. Істині відповідає, з нашого погляду, інший висновок: глибинна економічна сутність корпоративної форми підприємництва у теперішніх умовах не змінюється, але її реалізація у соціально-трудої сфері, у сфері безпосереднього управління виробництвом, якщо виходити із соціологічних теорій, безперечно, потребує нових підходів, форм та методів.

Не є прийнятним для економіста й той соціологічний вердикт, начебто сучасна корпорація, на противагу корпорації індустріального типу, значною мірою перетворилася чи тільки перетворюється у постеконічну за своїми цілями та методами їх досягнення [203, с. 260]. За своєю економічною природою та цільовим спрямуванням корпорація є формою, чи способом, ринково-конкурентного господарювання, а тому мірою її економічної ефективності виступає прибуток. Підприємницька фірма, яка втрачає інтерес до прибутку, не має жодної перспективи на своє існування. Це – головна її мета й водночас засіб реалізації інших конкретних цілей. Щодо економічної мотивації індивідуальних і корпоративних рішень, суть яких щораз зводиться до зважування зростаючих потреб та обмежених наявних можливостей їх задоволення, то ця жорстка необхідність є всевладною й абсолютною*. І саме усвідомлення феномену обмеженості виробничих можливостей перетворилося на практиці в одну із головних детермінант стратегічної поведінки суб'єктів господарювання.

* “Я прийшов до висновку, – пише лауреат Нобелівської премії з економіки Г. Беккер, – що ринковий підхід є всеохоплюючим, він придатний до всього. ... він притаманний поведінці багатіїв і бідняків, пацієнтів і лікарів, бізнесменів і політиків, учителів і учнів. Сфера застосування ринкового підходу у такому розумінні настільки

Нехтування чи, м'яко кажучи, звільнення в теорії від цих обмежень логічно приводить до заперечення самоорганізації суспільства, того порядку, який забезпечується встановленням і дотриманням “правил гри”. Підприємницька корпорація – один з економічних інститутів, який покликаний “грати” за цими “правилами”, тобто знаходити й реалізувати ефективні рішення.

Розглядаючи зміст трансформації сучасної корпорації з позицій інтелектуального капіталу коректно, з нашого погляду, також говорити про поповнення корпоративного сектору за рахунок малих та середніх за розміром пайового капіталу фірм, які, власне, й виникають на основі новітніх технологій, сумісних із децентралізацією, демасифікацією чи фрагментацією виробництва, тобто таких, що допускають автономне функціонування виробничого процесу. З огляду на ці тенденції, варто говорити не про витіснення корпораціями інших організаційних форм підприємництва, а про зайняття усіма “своїх” ринкових “ніш”. Тут слід пам'ятати те, що багато з тих структур, яких в американській правій системі називають корпораціями, в континентально-європейській системі права традиційно відносять до товариств, тобто підприємств неакціонерного типу. Тому стає зрозумілішим, що якраз товариства, безпосередньо сформовані із власників і/чи із залученням інтелектуалів, тобто порівняно невеликі підприємства, стають головними рушіями прогресу щодо інновацій. І все ж, уважнішому погляду відкривається те, що й ці структури переходять або від початку свого існування уже функціонують в орбіті потреб та інтересів великого бізнесу на акціонерній основі.

* * *

Зробимо висновки за результатами нашого дослідження, викладеними у другому розділі.

Корпоративна форма власності інституціоналізувалася як майже бездоганна форма руху (розв'язання) суперечності приватного господарювання – між постійно зростаючою потребою у збільшенні функціонуючого продуктивного капіталу та

широка, що вона покриває собою предмет економічної науки, якщо дотримуватись... його визначення, у якому мовиться про обмежені засоби та конкуруючі цілі” [“Thesis”. – М., 1993., Т.1.- С. 25].

обмеженістю індивідуальних капіталів щодо їх задоволення. Своєрідною “ціною” й водночас стимулом участі індивідуальних капіталів в акціонерному фінансуванні великих підприємницьких проектів стало “розщеплення” прав власності, завершеним виразом якого є відокремлення виняткових прав власності (прав контролю, розпорядження капіталом як вартістю) від прав, чи функцій, володіння та користування капіталом як економічним ресурсом. Завдяки своїй економічній природі як формі, чи способу, централізації суспільного капіталу корпорація уможливила й реально забезпечила індустріальний розвиток суспільного виробництва, тобто виступила адекватною суспільною формою цього розвитку, завоювавши на цій основі домінуючу роль у сучасному ринково-конкурентному господарстві.

За характером утворення та функціонування корпоративна власність у нашому аналізі представлена особливою формою суспільних відносин, у якій реалізується сумісно-розділене привласнення засобів і результатів виробництва, що дає нам підстави кваліфікувати її як асоційовану форму приватної власності. З аналізу процесу розвитку корпоративної власності виведені та охарактеризовані основні його тенденції, а саме: розширення суб’єктності акціонерного капіталу, зміна структури акціонерного капіталу на користь інституціональних інвесторів та власників, ускладнення організаційних структур корпоративного підприємництва на основі інтеграційних процесів.

Розвиток на основі акціонерного капіталу інтеграційних процесів як виразу загальної тенденції до усупільнення виробництва й капіталу в національному та світовому масштабах має своїм наслідком посилення стійкості корпорацій та макроекономічної стабільності. Таким чином, формування й розвиток корпоративного сектора економіки відкриває широкі можливості як для концентрації капіталу, зусиль, досвіду та інтелекту, так і для вирішення складних економічних, науково-технічних, соціальних та ряду інших проблем суспільства.

РОЗДІЛ 3

ТЕНДЕНЦІЇ ТА ЗАКОНОМІРНОСТІ КОРПОРАТИЗАЦІЇ ПЕРЕХІДНОЇ ЕКОНОМІКИ

3.1. Корпоратизація підприємств як засіб ринкового реформування постсоціалістичної економіки

У той час, коли індустріально розвинений капіталістичний світ інституціонально трансформувався у систему регульованого ринкового господарства з економічно домінуючим у ній корпоративним сектором, формуючи на цій основі високі життєві стандарти населення та підвалини громадянського суспільства, ряд країн, ледь увійшовши в індустріальну стадію розвитку, за висловом Л. Мізеса, силоміць здійснювали експеримент над економікою й людиною, відкинувши геть цінності ринкової свободи та демократії* [204]. Тотальна централізація ними господарського життя в підсумку спричинила масштабні структурні деформації у суспільному виробництві, зрівнялівку в розподілі матеріальних благ, підрив стимулів високопродуктивної й творчої праці; зрештою, вона привела до економічного застою та серйозних соціально-політичних наслідків. Здійснювані раніше окремі спроби удосконалити соціалістичну економіку зводилися адміністративно-командною системою нанівець, оскільки вони щоразу несли загрозу її основам, замість стабілізації, викликали ерозію, а відтак, усупереч її адептам, і в цьому ми на боці Я. Корнаї [205, с. 95], справедливо стверджувати, що як штучна система вона не піддавалася реформуванню й мусила зрештою зійти зі сцени*.

* Самі теоретики марксизму, доктрина яких стала ідеологією одержавлення економіки, у своїй програмній праці “Маніфест Комуністичної партії” грізно заявили, що “... комуністи можуть виразити свою теорію одним положенням: знищення приватної власності...” [Маркс К., Енгельс Ф. Маніфест Комуністичної партії // Маркс К., Енгельс Ф. Твори. Т.4. – К.: Держполітвидав України, 1959. – С. 422].

* Оцінюючи наслідки панування адміністративно-командної системи та десятирічної популістської політики замість реформ, відомі російські економісти приходять до висновку, що Росія фактично втратила ХХ ст. для свого економічного розвитку. Така політика, підкреслює А. Ілларіонов, перетворила економічного гіганта, яким була Росія на початку століття й могла ним і залишитися до його кінця, на економічного карлика [Див.: Вопросы экономики. – 2000. – №1. – С. 25-26]. Тієї ж думки і М. Шмельов: “В цілому ХХ століття стало для Росії століттям регресу, а не прогресу... Про який прогрес можна говорити, якщо всього за одне сторіччя Росія витримала шість революцій, вісім воєн та величезну кількість голодоморів?”. Аналогічні аргументи наводить і В. Кудров [Див.: Свободная мысль. – 2002. – №2. – С. 7]. На превеликий жаль, така ж доля спіткала й багатостраждальну Україну.

Наразі колишні соціалістичні й так звані країни соціалістичної орієнтації, а їх загалом Я. Корнаї нараховує 25 [205, с. 85], приступили до ринкових перетворень своїх господарств. Такі країни своєю історичною долею приречені пережити усі труднощі перехідного періоду, переходячи від псевдосоціалістичного режиму до ринкової демократії, яка відповідає сучасним уявленням і суспільним очікуванням. Україна, яка виборола державну незалежність, конституційно задекларувала свій вибір у переході до соціально-орієнтованої ринкової економіки.

Однак повернення у лоно загальноцивілізаційного процесу розвитку, як виявилось, стало, по суті, новим випробуванням не тільки для безпосередньо самих цих країн, але й для світової економічної науки в цілому (новим у смислі після часів Великої депресії). Якщо економічно більш розвинені країни показують менш розвиненим той шлях, який лежить у них попереду, то, здавалось би, перейнявши у більш розвинених країн потрібні інститути у вигляді, скажімо, організаційно-економічних форм підприємств, правових норм тощо, можна сподіватися швидкого досягнення поставлених цілей, наприклад, перетворення у суспільство загального благоденства. Та ба, історія повторює все той же урок: механічне копіювання чужого досвіду не дає бажаного ефекту й фактичне тупцювання на місці у здійсненні реформ лише дискредитує їх ідею, обертається поглибленням і накопиченням нових деформацій. Цілком очевидно, що коріння проблем перехідної економіки лежить у площині теорії і методології її ринкової трансформації, у розумінні сутності її реальних процесів, тенденцій їх змін та способів впливу на них.

Специфіка трансформаційного процесу в постсоціалістичній економіці пов'язана, по-перше, з інверсійним характером перетворень; по-друге, вона обумовлює необхідність фундаментальних та системних реформ; по-третє, революційний характер ринкових перетворень визначає лідируючу роль владних відносин у системі перехідних економічних відносин, або фактора “сильної держави”. Перехід від бюрократичного, чи державного, капіталізму (така назва попередньої системи видається нам більш вдалою, ніж “одержавлений соціалізм”) до демократичного капіталізму, чи соціальної ринкової економіки, пов'язаний із

подоланням, по суті, штучних, свідомо привнесених деформацій економічних відносин, з відродженням на базі успадкованої моноукладної економіки об'єктивно визначеної системи економічних інститутів та способів координації їхньої діяльності*. Постсоціалістичне суспільство приречене трансформувати свою економіку на ринкових засадах, долаючи важку історичну спадщину – зовсім неринкову структуру економіки щодо конкурентних відносин і прав власності, традиції та звичаї, виховані в умовах державного капіталізму*.

Таким чином, головним змістом економічних трансформацій у постсоціалістичному суспільстві є унікальне в історії завдання – створення (а не реформування) системи ринкових відносин, включаючи самостійних суб'єктів господарювання, функціонально цілісної системи інститутів і ринків. Створення ринкової системи відносин є тут ключовим елементом економічної трансформації, оскільки саме вона стає основою формування усіх інших відносин змішаної економіки та форм її регулювання. Звичайно, ми усвідомлюємо роль й інших, позаекономічних, чинників та критеріїв трансформації, але ринковим формам зв'язків і відносин як механізму саморегуляції економічної системи альтернативи не існує.

Основою становлення ринкових відносин в усупільненому секторі перехідної економіки виступає системна трансформація інституту власності. Це обмежений у часі процес перетворення форми й змісту пануючих у суспільстві відносин власності. Він пов'язаний з докорінною, “революційною” зміною усієї соціально-економічної системи, адже відносини власності – це фундамент економічної системи. Тому не потрібно вдаватися до ілюзії, сподіваючись, що сама по собі заміна суб'єктів власності змінить на краще всю економіку країни

* Пророчими виявилися слова російського економіста В. Немчинова, який у 60-і рр. писав: “Якщо не брати до уваги зворотні зв'язки, то можна створити таку закатенілу механічну систему, в якій... вся система залімітована зверху донизу на кожен момент і в кожному даному пункті..., така... система гальмуватиме соціальний і технічний прогрес, під натиском реального процесу господарського життя рано чи пізно вона буде зламана” [В.С. Немчинов. Избранные произведения. – М., 1968. Т.5. – С. 80].

* Американський економіст Маккреген ще до розпаду СРСР відзначав, що події у Східній Європі “мають космічний характер за масштабністю та складністю і є безпрецедентними в новітній історії людства”, а тому економічна наука просто не готова у цьому випадку дати надійні знання та конструктивні поради [Сікора В. Український шлях і світові економічні орієнтири // Урядовий кур'єр. – 1996. – 28 грудня. – С. 5].

XX століття стало знаковим для багатьох суспільств із ринковою економікою не тільки в плані проведення більших чи менших за розмахом кампаній по націоналізації приватних підприємств, але й зворотних процесів – денаціоналізації, чи реприватизації, активів держави. І так трапилось, що здійснювані державами приватизаційні заходи у капіталістичних і постсоціалістичних країнах майже співпали у часі. Починаючи з 80-х рр., приватизацію проведено (чи проводять) у більш ніж 80 країнах, включаючи й такі, як США, Японія, Швейцарія, де частка держсектору відносно незначна. Однак у розвинених країнах приватизація підпорядковувалася досягненню суто економічної мети – шляхом оптимізації співвідношення державного й недержавного секторів і завдяки, зокрема, оздоровленню державних фінансів, залученню інвестицій, поширенню “народного капіталізму” підвищити ефективність функціонування національної економіки в цілому. Зазначимо, що приватизаційні періоди в історії капіталізму, на думку деяких дослідників, носять циклічний характер, оскільки державному сектору властива тенденція до непомірного розростання [206, с. 276]. Та у цих країнах ставиться не тільки інша мета приватизації, але й наявні зовсім інші умови її проведення. Її успіху сприяють такі чинники, як наявність розвиненого приватного сектора, підприємницької культури, ринку капіталів, здорової ринкової конкуренції. То ж за таких умов, звісно, приватизаційні програми здійснювалися без поспіху, з належним економічним обґрунтуванням та інституціональним забезпеченням.

На відміну від країн ринкової демократії, постсоціалістичні країни приступили до вирішення принципово іншої соціально-економічної проблеми – створення ринкової економічної системи та демократичного політичного устрою, що можливо тільки шляхом системної, послідовної крок за кроком трансформації існуючих відносин власності, докорінної зміни системи мотивації, світогляду людей.

Основними формами системної трансформації власності у постсоціалістичній економіці є роздержавлення й приватизація державної власності. Хоча між цими способами реформування відносин власності існує тісний зв’язок, проте не слід їх ототожнювати. Сутність роздержавлення полягає у подоланні державної монополії

на власність та економічну діяльність, а тому цей процес охоплює усі сфери й ланки економіки (і не тільки економіки). Тут ідеться, однак, не про повне усунення держави з економічної сфери, що практично неможливо й недоцільно, а про принципове розмежування економіки та влади, здійснюване передусім через трансформацію місця й ролі держави, делегування їй функцій, обумовлених потребами й наслідками функціонування ринку, переведення державних підприємств у ринковий режим діяльності. Приватизація ж виступає як один із варіантів роздержавлення, причому найбільш радикальний, оскільки передбачає принциповий перехід до системи приватного підприємництва, передачу основної частини державної власності у приватні руки та створення на базі більшості залишених за державою підприємств корпорацій змішаного типу (публічних корпорацій).

Утім, західна економічна наука усі процеси, пов'язані з реформуванням власності як у розвинених країнах, так і в постсоціалістичних країнах, розглядає виключно крізь призму приватизації [207, с. 389]. Такий підхід базується, як ми з'ясували вище, на економічній теорії прав власності, згідно з якою усе, що не належить державі, однозначно відноситься до приватного сектора. У цьому зв'язку безпідставним виглядає твердження С. Давимуки, що термін “приватизація”, який прийшов з англійських країн, нібито “означає перехід майна з державної власності в індивідуально-приватну, максимум у сімейну” [208, с. 11]. З відверто прагматичним підходом західної науки незгодні й деякі інші українські економісти, зокрема О. Гош, С. Мочерний, І. Лазня, котрі затято відстоюють колективістський погляд на природу корпоративного сектора економіки. Посилаючись на зазначених дослідників та їхні твердження про правомірність виокремлення між державним і приватним типами власності в сучасних умовах колективного власника, С. Чеботар проводить таке розрізнення понять роздержавлення й приватизації: “...приватизація – це перехід власності в руки окремої особи або сім'ї, а перехід об'єктів власності з державної форми до інших (включаючи колективні) доцільно називати роздержавленням” [209, с. 60]. Аналогічної позиції дотримуються М. Шкільняк і Я. Ларіна [210, с. 45]. Очевидно, що такий методологічний підхід до

трансформації власності, тим паче, зважаючи на цілком очевидні реалії приватизаційного процесу та властивий йому жорсткий міжособистісний переділ власності, не претендує на наукову оригінальність, так само як і на конструктивізм пропозицій щодо механізмів практичного реформування.

Ми розглядаємо приватизацію у перехідному суспільстві як широкомасштабний політико-економічний за сутністю *процес* трансформації державної власності у різні форми недержавної (чи приватної), включаючи індивідуальну, сімейну, кооперативну (колективну), партнерську, акціонерну, кінцевою метою якого є перехід обмежених економічних ресурсів у руки ефективного власника. У цьому питанні ми солідаризуємось, зокрема, із В. Лагутіним, який трактує постсоціалістичну приватизацію як “явище перехідної економіки, яке полягає, по-перше, у докорінній трансформації (зміні) державної власності, а, по-друге, у створенні приватних власників як ринкових суб’єктів” [211, с. 193], а також із Дж. Стігліцем, який трактує приватизацію як процес перетворення державних підприємств на приватні [212, с. 54].

Приватизація як економічний процес докорінно змінює успадковані від попередньої системи відносини власності й формує систему ринкової мотивації, виконуючи таким чином у перехідній економіці роль центрального, системоутворюючого чинника. І ось чому для такої економіки важко переоцінити роль компетентної та виваженої політики стимулювання й регулювання приватизаційного процесу з боку держави.

Кожна з постсоціалістичних країн зробила вибір власної стратегії економічних перетворень, віддавши перевагу тій чи іншій моделі приватизації – грошовій чи безоплатній, поступовій чи миттєвій, з наданням пільг для працівників підприємств чи без пільгових умов, за участю іноземного капіталу чи без нього тощо. Пріоритет одному з приватизаційних варіантів, утім, не виключав можливостей їх поєднання, відмови від початкових та коригування здійснюваних. Відповідно, хоч усі ці країни скористалися корпоратизацією як засобом приватизації великих підприємств (часток їх капіталу), у ході реформ закладалися різний соціально-економічний характер корпоратизації, різна система власності й управління, різна мотивація

власників, різний потенціал конфліктності інтересів суб'єктів корпоративних відносин тощо.

Особняком у трансформуванні відносин власності і переведенні державних підприємств у ринковий режим функціонування дослідники одностайно вважають Китай, який вибрав поступовий, названий у літературі градуалістським (від лат. *gradus* – крок, ступня), варіант трансформацій. Теоретичні пошуки власного шляху реформи системи власності увінчалися в Китаї прийняттям концепції “модернізації натомість приватизації” з орієнтацією на форми і характер діяльності підприємств як ринкових суб'єктів, але з обов'язковим дотриманням встановлених державою “правил гри”, тобто балансу корпоративних та загальнодержавних інтересів. Однак швидкий притік приватного та іноземного капіталу у незайнятий державою економічний простір створив потужну конкуренцію державному сектору, а через неї спричинив його зростаючу збитковість та відтік робочої сили. З метою перетворення державних підприємств у справжніх товаровиробників керівництво країни змушене було випробувати різні способи комерціалізації їхньої діяльності й, зрештою, наприкінці 90-х рр. приступити до їх корпоратизації. Остання проводиться обережно, після ретельної оцінки вартості державного майна, спочатку шляхом обміну боргів на акції, а з 2003 р. до участі в пайовому капіталі допускається й іноземний капітал. То ж реформа відносин власності вже вступила в ключовий етап, зіткнувшись, за визнанням тамтешніх політиків, із багатьма проблемами, у більшості своїй пов'язаними з відсутністю чіткого визначення прав власності [213, с. 44]. Примітно, що реальна, хоча офіційно ще не визнана в Китаї, поступова приватизація державних підприємств шляхом корпоратизації уже позначається у зменшенні частоти й послабленні звучання соціалістичної фразеології.

Усі постсоціалістичні країни, в яких політика лібералізації економічних відносин фактично відразу привела у дію процеси спонтанної приватизації державної власності, а відчайдушні спроби реанімації останньої виявилися безуспішними, рішуче взяли курс на ринкову трансформацію економіки шляхом приватизації. Об'єктивно ці країни були поставлені перед вибором: у який спосіб

здійснювати приватизацію державної власності: на платній чи безоплатній основі, керуючись принципом економічної ефективності чи соціальної справедливості. Як окремий спосіб, у країнах Центральної і Східної Європи (ЦСЄ), а також Балтії, офіційно допускалась також реституція: повернення колишнім власникам незаконно конфіскованої власності.

Теоретично грошова приватизація видається економічно найбільш раціональним способом зміни форми власності, адже витрата капіталу на придбання виробничого ресурсу за ринковою ціною спонукає покупця зважити на реальні можливості забезпечення окупності цієї витрати й отримання щонайменше нормального прибутку. Тому завдяки економічним стимулам така приватизація припускає якнайшвидшу появу у підприємства ефективного власника. Разом з тим грошовий варіант приватизації практично можливий за умови наявності достатніх нагромаджень національного приватного капіталу та/або залучення іноземного капіталу.

Варіант грошової приватизації виявився найбільш прийнятним для колишньої НДР та Угорщини. Возз'єднання німецьких держав узагалі зняло проблему попереднього нагромадження грошового капіталу для викупу державної власності, і до того ж привабливих з погляду ринкових критеріїв об'єктів виявилось не більше 10%, решту ж об'єктів було продано лише після їх реструктуризації та відбору реального інвестора, чому, звісно, сприяла властива німцям організованість і педантичність. Угорці погодились на грошову приватизацію без обмежень у ній для іноземного капіталу. І вони, вочевидь, не прогадали, бо наразі навіть найзатятіші критики пороків постсоціалістичної приватизації обходять їх своєю увагою.

Безоплатна масова (паперова: чекова, ваучерна, сертифікатна тощо) приватизація у поєднанні з грошовою проведена у пострадянських та ряді країн ЦСЄ (Чехії, Словаччині, Румунії, Польщі). Це – найшвидший спосіб повернення економічної влади народу, але водночас він припускає і найдовший, найбільш звивистий шлях підприємства до ефективного власника. Адже слідом за справедливим (зрівняльним) первинним розподілом прав власності стає неминучим

перманентний їх перерозподіл з використанням усіх притаманних людській природі хитрощів і діянь, тим паче у суспільстві з девальвованими формально-правовими та морально-етичними цінностями.

Безоплатна приватизація у зазначених вище країнах була породжена багатьма обставинами ідеологічного, політичного, економічного характеру. Повернення власності народу відповідало соціалістичному менталітету й сприймалося як відкриття рівних для усіх людей стартових можливостей входження у ринок. Тому така ідеологія стає політично безпрограшною, вигідною для просування до влади передусім популістів. Разом з тим масовість та швидкість приватизації започатковувала адекватний процес формування класу приватних власників, що було вкрай важливо через небезпеку реставрації соціалізму в країні з низьким життєвим рівнем та міцно вкоріненими ідеологічними ілюзіями. Вибір моделі всенародної приватизації мав і економічне підґрунтя. Необхідність безоплатної передачі майна держави громадянам диктувалася відсутністю необхідного для участі у приватизації грошового капіталу, який за визначенням не міг бути нагромадженим у соціалістичному суспільстві, а ідея допуску для цієї мети іноземного капіталу принципово відкидалась. Нарешті, за нашим переконанням, вирішальним чинником запуску моделі паперової приватизації та її повної реалізації була зацікавленість у ній пануючої політичної й господарської еліти (так званої номенклатури), оскільки така модель, до того ж модифікована в бік надання переваг трудовим колективам, відкривала виняткові для неї можливості легкого привласнення державних підприємств, захоплення контрольної частки прав власності.

Звичайно, між постсоціалістичними країнами існують істотні відмінності у проведенні приватизації й корпоратизації підприємств з погляду співвідношення паперової і грошової форм приватизації, їх масштабів, способів та термінів проведення. Розглянемо їх детальніше на українському досвіді.

Перші кроки у напрямку корпоратизації підприємств робилися ще в рамках адміністративної системи. Використовуючи орендні моделі господарювання

підприємства частково практикували акціонування, яке проводилося без внесення капіталу й орієнтувалось на введення додаткової системи преміювання.

Лише початок 90-х рр. можна вважати початком перехідного періоду, коли суспільство врешті-решт визріло до ідеологічного й правового визнання інституту приватної власності та необхідності створення повноцінного ринку як умови його ефективного функціонування. У цьому процесі найбільш концентровано відобразилася вкрай складна та суперечлива еволюція поглядів, поштовхом для якої стала загострювана криза системи державного капіталізму. Якщо ще два-три року тому верхом радикалізму видавалося надання господарської самостійності державним підприємствам, поява кооперативних чи орендних підприємств, то у 1990-1991 рр. центром дискусій стали питання практичного переходу до приватної власності та ринкової економіки.

Стрімке поглиблення економічної кризи у цей період морально знецінювало пропоновані урядом колишньої супердержави програми стабілізації вже на стадії їхнього обговорення. Та ж криза стимулювала справжню “гонку” альтернативних програм економічної реформи. Зрештою, ринкова трансформація економіки стала усвідомлюватися більшістю учених як єдиний шлях її порятунку, як обов’язкова умова формування конкурентних “правил гри” та забезпечення на її основі системи ефективного господарювання. “Ризик переходу до ринку менший, – зазначав відомий російський економіст С. Шаталін, – ніж розплата за тупцювання на місці” [214]. Однак жодна із програм переходу до ринку тоді так і не була – повністю чи частково – реалізована.

З розпадом СРСР процес ринкових реформ змістився на рівень самостійних республік. На цей момент в Україні, як і в Росії, вже малося базове приватизаційне законодавство, але відтворилася все та ж проблема – проблема “запуску” необхідних механізмів за умов, коли інтенсифікувався процес спонтанної приватизації. Відтепер увага науковців і політиків була вже прикута до пошуку ефективних і соціально прийнятних методів приватизації. Питання ставилося так: у чийх інтересах та як приватизувати державну власність?

Шляхи трансформації власності стали тоді предметом дискусій, широта й гострота яких свідчила про унікальність тих проблем, які випали на долю перехідного суспільства. Суспільство за великим рахунком не було готове їх вирішувати, але вибір потрібно було робити. Чи не тому, незважаючи на протилежність висловлюваних тоді ідей, усі вони практично знайшли своє відображення в офіційних приватизаційних документах тієї пори. Інакше кажучи, політичні рішення щодо приватизації приймалися не на науково виваженій, системній основі, а на основі соціального компромісу, зближення й знаходження точок дотику різнонаправлених економічних інтересів суспільно-політичних сил.

В Україні офіційно визначилися й практикувалися три основних способи великої приватизації і формування корпоративного сектора [215]:

- оренда державних підприємств трудовими колективами з наступним їх викупом та перетворенням у неподільне колективне (“народне”) підприємство чи акціонерне товариство закритого типу;
- корпоратизація (акціонування) державних підприємств із наступним відкритим продажем акцій через аукціони та комерційні й інвестиційні конкурси;
- масова безгрошова сертифікатна приватизація з рядом пільг для трудових колективів та керівників підприємств.

Перший варіант, дійсно, став первісним способом великої приватизації, але через властиві йому недоліки та, головним чином, із політичних міркувань був відкинутий. Примусова корпоратизація підприємств, тобто створення відкритих акціонерних товариств зі 100-відсотковим пакетом акцій первісно в руках держави, торкнулася підприємств, що повністю перебували у державній власності й включалися у приватизаційні програми, а також орендних підприємств із змішаною формою власності, у якій державі належало понад 75% статутного капіталу. Отримані населенням сертифікати обмінювались наступним чином: при закритій підписці на акції своїх підприємств, при посередництві сертифікатних аукціонів, при купівлі акцій в інвестиційних фондів, вільний продаж.

Сертифікатна приватизація в Україні стартувала на початку 1995 р. й фінішувала наприкінці 2000 р. Загалом за сертифікатними схемами приватизовано

7074 підприємства, або 99,3% виставлених на аукціони [216, с. 15]. Це становить 47% вартості державного майна. Із середини 1998 р. розпочався третій реформаційний етап – перехід від масової до індивідуальної грошової приватизації великих об'єктів та залишкових пакетів акцій держави.

Сьогодні майже усіх, хто прагне неупереджено озирнутися на пройдений шлях, єднає думка про те, що отримані результати масової (великої) приватизації й корпоратизації підприємств істотно розходяться з первісними очікуваннями суспільства та романтичними гаслами реформаторів. Зізнаються у цьому навіть ініціатори та безпосередні розробники сертифікатної моделі ринкової трансформації економіки. Періодичні соціологічні опитування громадської думки також вельми красномовні: негативне ставлення до приватизації великих підприємств в Україні стійко зростає протягом *усього* періоду її здійснення [217, с. 32-33; 218].

Найочевидніші прорахунки сертифікатної приватизаційної моделі, виявлені у ході її практичної реалізації, зводяться до наступних:

– майже дві третини приватизованих великих та середніх підприємств потрапили у власність керівників та працівників підприємств, і лише 25% майна дісталось номінальним власникам сертифікатів, непрацюючим на цих підприємствах. Тобто 80% населення отримало лише 25% державної власності [219, с. 446-447], а значить, про рівність і справедливість такого розподілу прав власності говорити не доводиться;

– ціна українського приватизаційного майнового сертифіката на “чорному” ринку виявилася надзвичайно низькою. За одними даними, вона не перевищувала й 10 дол. США, опустившись, зрештою, до 2 дол. [220, с. 8], за іншими, вона коливалася від 2 грн. до 20 дол. [221, с. 6];

– фінансові посередники, яким більшість громадян (63,9%) довірила право розпоряджатися своїми приватизаційними паперами, масово й безконтрольно не виконували своїх зобов'язань;

– обмінявши сертифікати на акції, кілька десятків мільйонів акціонерів були позбавлені можливостей вільно (за цивілізованими мірками) реалізувати належні їм акції, не говорячи вже про інші задекларовані фундаментальні права акціонера;

– ніякої власності у цій кампанії переважна частина суспільства не отримала, а найбільш раціональним рішенням щодо вкладення особистого приватизаційного паперу був його продаж. Згідно з експертними оцінками, 2/3 отриманих громадянами України приватизаційних сертифікатів продано за готівку [222];

– “дарована” владою власність викликала у населення глибоке розчарування, була сприйнята як черговий обман, і як наслідок, майже 7,8 млн. громадян узагалі відмовилися від участі у цій кампанії (5,3 млн. чоловік не отримали свої майнові сертифікати, а 2,5 млн. осіб їх не використали (в Росії майже 20% ваучерів залишилися невикористані населенням); з усієї кількості видрукованих трохи згодом компенсаційних сертифікатів, які начебто через їх трансакцію в корпоративні права власності могли повернути людям їхні знеціненні заощадження, отримано менше третини [223, с. 18-19];

– після завершення сертифікатних аукціонів значна кількість приватизаційних сертифікатів “зависла” в системі аукціонних центрів та обслуговуючих їх банках, так само, як і житлових чеків, а процедури їх погашення чи повернення населенню відсутні [217, с. 22]. Отож, у цьому відношенні сертифікатну приватизацію просто зупинили, втративши надію дочекатися її повного завершення.

Таким чином, практика широкомасштабної корпоратизації й приватизації підприємств в Україні фактично не мала соціально орієнтованої спрямованості, а тому дискредитувала саму ідею трансформації власності в інтересах суспільства. Клас нових власників сформувався переважно за рахунок галузевої і регіональної номенклатури, адміністрації підприємств, трудових колективів, нових підприємців, і тільки частково за рахунок працівників і утриманців так званої бюджетної сфери.

Крім власних вад, масова приватизація в Україні супроводжувалася системною трансформаційною кризою, основними проявами якої стали:

– різке ослаблення держави, зокрема запізнюваність у створенні державних владних структур, невизначеність їхніх функцій та відповідальності,

половинчатість та внутрішня суперечливість законодавства, слабкість судової системи;

- розвал державної господарської системи, втрата керованості нею, стрімке поширення тіньової економіки;

- катастрофічне падіння виробництва та зубожіння більшості населення країни;

- нездатність створити, послідовно й системно реалізувати будь-яку стратегію (довгострокову програму) постсоціалістичної трансформації, втілену хоча б конструктивній правовій системі та наявності ринкової інфраструктури;

- збереження влади старої бюрократії у державі та на приватизованих підприємствах, приватизація нею владних функцій, корупція влади.

Затяжний характер трансформаційної кризи, пік якої прийшовся якраз на масову приватизацію, та найбільша, мабуть, серед інших постсоціалістичних країн глибина руйнівних, деструктивних процесів в Україні не дають підстав списувати її причини та наслідки виключно на стару економічну систему, на “гріхи комунізму”, у чому зізнався й сам Президент України Л. Кучма [224, с. 6]. Чималою мірою її було спричинено політикою широкомасштабної трансформації власності. Хіба не є підтвердженням цього те, що й досі, за стільки років реформ ґрунтовно й системно не проаналізована практика сертифікатної приватизації, не вилучено уроки з неї. Складається враження, ніби ця сторінка вітчизняної історії, образно кажучи, похоронена самими ж реформаторами як одна з найбільш ганебних у їх діяльності. Утім, і критики наслідків великої приватизації не йдуть далі звичайної критики, не висловлюють конструктивних, з нашого погляду, пропозицій щодо альтернатив масової приватизації та подолання її наслідків.

Критика великої приватизації, передусім її сертифікатної моделі, здійснюється в основному у двох аспектах:

- хибною вважається сама приватизаційна модель (її ідея), тобто сертифікатний спосіб приватизації, який суперечить світовому досвіду еволюційного розвитку ринкових відносин;

– приватизаційна модель припускала, але не змогла повною мірою спрацювати, довести свою результативність, оскільки бракувало належних інституціональних умов: правової бази, фондового ринку, механізмів прозорого перерозподілу прав власності, інформування населення, сприятливого макроекономічного клімату тощо.

Масова, прискорена приватизація, нав'язана політиками й здійснювана в політичних цілях, запевняв ще у 1996 р. В. Голіков, є помилкою і від неї необхідно відмовитися [225, с. 17-18]. Сертифікатна приватизація, за сьогоднішньою оцінкою А. Гальчинського, тільки поглибила деформації відносин власності в українській економіці, вона означала рух не в сторону демократизації й персоніфікації власності, а у зворотному напрямку – до тіньової корумпованої економіки. “Вона, по суті, “провалилася”, – пише він. [226, с. 124, 133]. Факт імплантації економічного інституту корпорації з розвиненого ринкового у неринкове середовище, де панують неформальні зв'язки й позаекономічні форми примусу до праці однозначно трактується, здається, більшістю економістів як методологічна помилка¹.

Штучний характер трансформації державного сектора, звичайно, критикується з позицій еволюційного підходу до інституціональних змін у суспільстві. Основний аргумент цього підходу зводиться до того, що приватний сектор здатен розвиватися органічно, спонтанно, і своїми конкурентними перевагами він зрештою оптимізує співвідношення приватного і державного секторів економіки. Один із теоретиків-еволюціоністів Я. Корнаї, наприклад, підкреслює: якщо приватний сектор зростатиме швидкими темпами, а державний буде стагнувати, тоді диференційна динаміка, введена таким чином, сама потурбується про приватизацію економіки без будь-якої трансформаційної приватизації [227]. Рішуче критикуючи доцільність нав'язаної ззовні моделі форсованої приватизації, Дж. Стігліц стверджує, що приватизація має сенс там, де існує конкуренція приватного та державного секторів

¹ Такої думки, зокрема, дотримується І. Малий (Див.: Малий И.И. Институциональные изменения системы распределения экономических факторов в транзитивной экономике // Экономическая теория. – 2004. – №1. – С. 56-68.

і передача державних активів у приватні руки може забезпечити більшу ефективність їхнього використання [228, с. 153].

Однак хибність такого абстрактно-еволюційного підходу до трансформаційної приватизації, представляється нам, якраз у тому, що він не рахується із специфікою стартової постсоціалістичної ситуації, із тим, зокрема, що промисловий приватний сектор тут формується значною мірою за рахунок тіньової приватизації активів державного сектора, не зменшуючи при цьому його розмірів, тобто фактично приватизується “начинка” підприємств. Потрібно також враховувати очікування керівників державних підприємств щодо своєї подальшої кар’єри чи, іншими словами, які саме активи очолюваних ними підприємств втягуються у спонтанну приватизацію. Тобто обов’язково потрібно враховувати тіньовий перерозподіл власності, який одразу набирає обертів, з одного боку, та слабкість державної влади, а в Україні навіть відсутність державності, з іншого.

Узагалі спокуса відшукувати ліпшу модель трансформаційної приватизації, лише озираючись на інші країни, є серйозною методологічною помилкою. Адже при такому методі суджень абсолютно ігнорується специфіка національних умов та чинників, що супроводжують реформи. Наприклад, у тому ж таки Китаї, який сьогодні мимоволі став чи не єдиним еталоном ринкових реформ, економіка складалася переважно з технологічно простого сільського господарства, у якому було зайнято понад 80% усього населення, а тому існували величезні можливості для розвитку приватного сектора не за рахунок державної власності. Якщо ж повернути свій погляд до Польщі, то й тут виявиться те істотне, чого бракувало нам, взяти хоча б природну схильність поляків до підприємництва, яку підмітив ще Ф. Енгельс. Та й узагалі для країн Центральної Європи й Балтії головними умовами ринкової трансформації були радше національне визволення та “повернення в Європу”. Україна ж, на відміну від Китаю, була “гіперіндустріалізованою” і, на відміну від Польщі, залишалася в полоні патерналістських ілюзій. Тому будь-які оцінки приватизаційних сценаріїв мають ґрунтуватися на порівнянні фактичного процесу чи стану речей з певною нормою, встановленою для цих же умов. Справді,

існують різні шляхи корпоратизації і приватизації підприємств, але з факту їхньої наявності зовсім не випливає, що вони могли б бути кращими і в нас.

Заслуговує на увагу та обставина, що суспільство, виявляючи своє негативне ставлення до ходу й результатів великої приватизації, водночас усе більшою мірою схвалює так звану малу приватизацію [218, с. 32-33]. Це й зрозуміло, адже права власності на невеликі підприємства (об'єкти переважно сфери обслуговування й частково виробництва) придбані за гроші й перейшли у руки персоніфікованого власника. Тепер ці чи створені на їх базі нові підприємства важко навіть порівнювати з їхніми попередниками. Велика ж приватизація, здійснювана через механізми формального акціонування, таких результатів не дала й не могла об'єктивно відразу дати. Чому? Відповідь на поставлене питання закладена у самій соціально-економічній природі акціонерної власності.

Корпоративна (акціонерна) форма власності, як ми з'ясували, є найбільш зрілою формою суспільних відносин й водночас найскладнішою за механізмами реалізації формою функціонування приватної власності. Реалізація її потенціалу уможливлується за високого рівня суспільної довіри до підприємницької ініціативи, наявності правових гарантій захисту приватної власності, налагодження складних механізмів, ефективних як щодо контролю за корпорацією як суб'єктом господарювання, так і щодо самовизначення індивідуальних власників-акціонерів. Проте перехідне суспільство використало цю прогресивну форму передусім не з економічною метою – не для акумуляції приватних капіталів, а з соціально-політичною метою – позбавлення держави монополії, або тотальної економічної влади, через розподіл (роздачу) прав власності на великі підприємства всьому населенню з тим, аби кожен громадянин отримав рівну частку прав власності й саморозпорядився нею. У цьому відношенні ринкову трансформацію можна розглядати як історичний феномен на фоні загальноцивілізаційного розвитку: альтернативна форма класичному капіталізму й історично перший досвід масової суб'єктності.

Узагальнюючи викладене вище, можна сказати, що Україна у схоластичній, декларативній формі перейняла від своїх сусідів (головним чином, Росії) ідею

сертифікатної приватизації, значною мірою спотворивши процедуру її здійснення. Певною мірою такому вибору ми зобов'язані відомим західним радникам, котрі проповідували рецепти так званого Вашингтонського консенсуса. Останні, як відомо, первісно розроблялися на початку 80-х рр. для координації економічних трансформацій у країнах, що розвиваються, й згодом були модернізовані для постсоціалістичних економік (“Поствашигтонський консенсус”). Методологічна обмеженість цієї доктрини, за визнанням фахівців [121; 229, с. 27; 230, с. 294-311], полягає в абсолютизації неокласичної парадигми та ігноруванні інституціональних чинників економічних трансформацій. Загальноприйнятий неокласичний підхід припускає ряд надмірних спрощень, які зводяться до того, що поведінка економічних суб'єктів завжди є раціональною, функціонування інститутів ринку ефективним, а діяльність уряду автономною від бізнесу. Тому-то й вважається, що для запровадження ринкової економіки, для реструктуризації й модернізації підприємств приватними власниками необхідно й достатньо якомога швидше відпустити більшість підприємств “на свободу”, бо це приведе в дію “невидиму руку”, чи механізм ринкового саморегулювання. В результаті країнам з різними стартовими умовами пропонувалися стандартні схеми широкомасштабних реформ власності (див., наприклад, [231]). Більше того, надання міжнародними донорськими організаціями технічної й фінансової допомоги країнам у проведенні реформ обумовлювалося виконанням десятків жорстких вимог*. Звісно, що вади реформ в усіх випадках тепер списуються на “нетямущих учнів”.

Концепція ринкового фундаменталізму стає все частіше предметом серйозної критики, адже її положення й рекомендації нерідко суперечать реальним фактам, перетворюючись у міфи. Десятки країн світу, в господарствах яких переважає приватний сектор, здавалось би, можна ідентифікувати з класичним прикладом капіталістичної економіки. Однак у дійсності загальновідомо, що тамтешній ринок держиться в основному на отриманні ренти, засиллі кланів та корупції влади.

* На підставі економетричних вивчень результатів діяльності МВФ у ряді зарубіжних джерел багато аналітиків схильні вважати політику цього фінансового інституту неефективною. Так, із досліджень результатів понад 1000 угод між МВФ та 79 країнами на протязі останніх трьох десятиліть випливає, що економічні показники цих країн

Концепція всупереч реаліям також тлумачить, ніби приватний сектор скрізь є гомогенним, однорідним цілим, усі інститути якого однаково й однотайно реагують на рішення й дії уряду. Насправді економічна вага підприємницьких форм у його структурі доволі різниться, спричиняючи формування монополістичних структур та лобіювання ними власних вигод. То ж, звіряючи наслідки ринкових реформ у постсоціалістичних країнах та невирішені проблеми глобального економічного розвитку з традиційними теоретичними постулатами, Дж. Сорос приходять до висновку, що "...сьогодні ринковий фундаменталізм становить більшу загрозу для відкритого суспільства, аніж будь-яка тоталітарна ідеологія" [232, с. 20]. Дійсно, цінність абстрактно-теоретичних схем не варто абсолютизувати, як не слід, однак, і упереджено ставитись до них**.

Та головна провина за неусвідомлення глибини дійсних проблем власної економіки лежить, звичайно, на нас самих. Наш стратегічний прорахунок при визначенні моделі приватизації, зазначає А. Гальчинський, полягав у тому, що ми не надали належного значення принаймні двом особливо важливим проблемам, які визначають суттєву специфіку наших умов: по-перше, не було враховано відсутності глибинних традицій легітимної приватної власності, місце яких зайняла особлива ментальність людей, діаметрально протилежна всьому тому, що М. Вебер називав "духом капіталізму"; по-друге, масова приватизація запускала без врахування того факту, що повним ходом уже йшла неформальна, номенклатурно-бюрократична приватизація і основний масив об'єктів власності уже фактично контролювався номенклатурою [228, с. 125-128]. Тому, критично оцінюючи тепер вибір сертифікатної моделі приватизації й формального акціонування тисяч підприємств, складається уявлення, що "ми на самому старті реформ, не зробивши

виявилися гіршими, ніж тих, що в аналогічних умовах діяли самотужки, без програм МВФ [Przeworski A., Vreeland J.R. The effect of IMF programs on economic growth // Journal of development Economics. – 2000. – Vol. 62. – P. 403].

жодних попередніх кроків до утвердження надійних організаційних (і особливо правових) механізмів захисту інтересів усіх учасників економічних відносин (насамперед, дрібного власника), намагались одразу (одним стрибком!) подолати цілу економічну епоху еволюційного розвитку” [228, с. 134]. Становлення таких механізмів, переконаний учений, можливе лише в умовах глибокої демократизації всієї системи суспільних відносин. І з цим можна тільки погодитись.

У суспільства без усталених демократичних норм вирішення загальних проблем політичного й економічного життя в принципі не може бути ефективного господарства, функціонування якого припускає наявність специфікованих і гарантованих прав власності людей, обов’язковість дотримання укладених угод. Але цілком очевидно й те, що, тільки лібералізуючи економічну сферу й формуючи на цій основі потужну приватну власність як основного гаранта реальної свободи особистості, відкриваються можливості дійсної демократизації суспільної політичної системи. За висловом Ф. Хайєка, демократія розбудовується тільки на злагоді у суспільстві економічно вільних людей. Отже, справжня демократизація й формування цивілізованого інституту приватної власності суспільства припустимі лише на еволюційній основі.

Роль основного соціального носія демократизації всіх сфер суспільного життя й гаранта політичної стабільності виконує, як показує розвинена світова практика, середній клас, який, представляючи більшість населення країни, не тільки формує сталий високий споживчий попит, а й своїми заощадженнями прямо чи опосередковано активно включається у формування інвестиційного попиту. Не випадково, Л. Ерхард – “батько” економічних реформ у повоєнній Західній Німеччині – пов’язував процес демократизації та утвердження соціального

** Так, С. Мочерний, відштовхуючись від авторитетної критики сучасного економічного “мейнстріму”, заявляє, що “...людству потрібна нова модель соціально-економічного розвитку, яка має спиратися на підойми централізованого регулювання на рівні окремої держави і світової співдружності в цілому, а також на інтегровані інтереси суспільства і лише потім – на інтереси приватного підприємництва” [Мочерний С. Моделі трансформаційних процесів (теоретико-методологічні аспекти) // Економіка України. – 2000. – №2. – С. 19]. Щодо того, чого потребує людство, то, як мовиться, знає тільки Господь Бог. А от економічна логіка нам підказує: конкурентний ринок регулює, а держава коригує. Лише так. Інакше держава, декларуючи найгуманніші наміри, ризикує втратити раціональні критерії регулювання (точніше: підрегулювання) господарства й заодно об’єктивні критерії ефективності власної діяльності, або, за словами Ф. Гайєка, відкрити прямий шлях до диктатури.

ринкового господарства з реалізацією через економічну політику принципу “достатку для всіх”.

Усвідомивши цей діалектичний взаємозв’язок приватної власності й демократії, маємо реалістично сприймати декларовані наміри та результати політико-економічних рішень влади, у тому числі й щодо масової приватизації. Одним із незаперечних аргументів цієї думки є те, що до сих пір, маючи величезну армію фіктивних акціонерів-власників й будучи обізнані з їхнім фактичним безправ’ям, ми не тільки не створили належних інституціональних умов для захисту їхніх прав та інтересів, але й не проявляємо рішучості та широкої активності у цьому напрямку, відверто кажучи, змирилися й прийняли це як норму нашого квазіринку. “Наша біда, – цілком справедливо зауважує В. Базів, – не в тому, що ми втрапили в смугу системної болючої кризи – наше горе в тому, що ми не квапимося звідти вибратися” [233].

Для нас очевидним є те, що в основі розриву між декларованими цілями економічної реформи та їх практичною реалізацією лежить недооцінка суспільною свідомістю, передусім, наукою, складності взаємозв’язку економіки та політики. Неокласичний постулат про автономність дій уряду за будь-яких умов виявився на практиці міфом. Примітивні уявлення, що нібито необхідною умовою розквіту демократії та створення ринкової економіки є швидке обмеження ролі держави*, витіснення її з економіки, природно, лише активізують у громадянськи пасивному суспільстві приватновласницькі інтереси й дії бюрократії, вплив на політику зацікавлених груп. Утім, досвід Угорщини та Польщі показав, що політичний компроміс і перебудова держави можуть сприяти прийняттю усім суспільством логіки ринку, хоча це й передбачає посилення нерівності. Тобто за певних умов політична логіка (зосередження влади) може створювати синергетичний ефект з економічною логікою (нагромадження багатства). У тому, що в Україні бракувало

* “Чи уявляють собі люди, котрі стоять при владі в Москві, Києві, Празі, Варшаві, – запитував всесвітньо відомий економіст В. Леонт’єв, – яке саме суспільство і яку саме економічну систему вони хочуть “побудувати”? Часом здається, що вони хочуть капіталізму, якого вже немає на Заході. Але й там часто немає правильного розуміння ситуації в Росії. Тут мова йде не лише про зміни в економіці, але й про величезний політичний, соціальний і культурний переворот” (Див.: Аникин А.В. Люди науки. Встречи с выдающимися экономистами. – М., 1995. – С. 69).

здорового прагматизму у приватизаційному процесі ми бачимо передусім ознаку слабкості держави як політичного інституту, а точніше кажучи, використання самої політики як інструменту нагромадження приватного капіталу за рахунок держави й суспільства. І цей феномен, на жаль, не враховує сучасна економічна теорія, виведена з умов усталеної ринкової економіки.

Досвід ринкових реформ на пострадянському просторі, стверджує російський економіст М. Шмельов, довів майже повну непридатність будь-яких відомих теорій, будь-яких розгорнутих теоретичних побудов – не важно, чи це класичний марксизм, чи кейнсіанство, чи соціальне ринкове господарство, чи монетаризм – до умов нашої повсякденної дійсності” [234, с. 102]. “Будь-яка теорія, – зауважував з цього ж приводу на початку 90-х рр. англійський економіст А. Ноув, – абстрактна і ніхто не може приймати рішення або давати поради, не вивчивши детально економічну ситуацію в Україні... Теорія повинна допомогти виділити ключові проблеми, але аж ніяк не “засліплювати” і не “заводити в бік” [235, с. 16]. Ми вважаємо, що загальна теорія щодо трансформації власності виявилася у специфічних перехідних умовах слабкою, обмеженою, такою, що потребує свого поглиблення, врахування множини різних факторів. Інакше кажучи, постсоціалістичну приватизацію слід розглядати тільки у контексті системної трансформації економіки й суспільства. Адже постсоціалістичне перехідне суспільство – виняток із загального процесу розвитку, й тому, вочевидь, його теорія ще чекає свого часу**.

Доволі показовим є той факт, що з початку 2000-х рр. помітно змінилася позиція Заходу щодо трансформації пострадянських країн. Стало загально очевидним, що ідеологія неоліберального реформування тут стала ширмою, яка прикриває панування грабіжницького, недемократичного капіталізму. Відтак позиція Заходу змістилася у бік підтримки демократії і сил, опозиційних до олігархії.

** Я. Корнаї, наприклад, вважає, що після закінчення системного трансформаційного процесу повинно пройти чимало часу, перш ніж можна буде осмислити цей досвід на науковій основі [Корнаї Я. Системна парадигма // Вопросы экономики. – 2002. – №4. – С. 4-22. (С.17)].

Та, попри все, негативні наслідки масової приватизації й формальної корпоратизації підприємств не варто перебільшувати. Піддавати цей використаний спосіб реформування власності анафемі зарано й нерозумно, адже ще не з'ясовано достеменно, чи була у масової приватизації з використанням сертифікатного механізму реальна ліпша альтернатива^{***}, а коли була, то що ж завадило її реалізувати. Варто пам'ятати, що в Україні використані усі відомі способи приватизації великих підприємств, але жоден (!) із них не обійшовся без спотворень і загострення суперечностей. Взагалі, розмаїття конкретних умов при обмеженій кількості прикладів навряд чи дозволить коли-небудь остаточно оцінити переваги тих чи інших способів приватизації. Теоретично це питання щоразу відсилатиме нас до аналізу вихідних передумов ринкової трансформації економіки, до того, що перехід до ринку відбувається після тривалого панування економіки типу “знищеного капіталізму”, за висловом Л. Бальцеровича [48, с. 194].

Учені й політики, безпосередньо причетні до розробки й впровадження моделі сертифікатної приватизації й формальної корпоратизації підприємств, ясна річ, намагаються виправдати свій вибір, по-своєму трактуючи специфіку стартових передумов. Один із них, О. Пасхавер, вибудовує аргументацію своєї позиції на основі фактору винятковості чи екстремальності суспільно-політичної ситуації в країні [236, с. 5-6].

По-перше, необхідність і неминучість системної трансформації української економіки були зумовлені, стверджує він, переважно зовнішніми історичними обставинами. В результаті розвалу імперії і всесвітньої поразки комуністичної парадигми як політичної технології й системи господарювання наша країна змушена була негайно й одночасно вирішувати чотири завдання: становлення держави, політичної нації, громадянського суспільства і ринкової економіки. Вирішення цих завдань на Заході, як відомо, зайняло цілу історичну епоху. І це

^{***} Д. Еллерман, співробітник Інституту економічного розвитку при Світовому банку, піддає нищівній критиці запропоновану Вашингтонським консенсусом сертифікатну модель приватизації в пострадянських країнах, стверджуючи, що натомість неї ефективнішим міг би бути продаж підприємств у кредит, тобто оренда з викупом при умові, що акції корпоратизованого підприємства на цей період залишаються у держави. Відтак, зупинка діючої первісно програми оренди з правом викупу, вважає він, була помилковим політичним рішенням [121].

закономірно, адже ці елементи суспільства високого рівня цивілізованості діалектично пов'язані й взаємозалежні.

По-друге, уже на старті реформ українська держава, а, по суті, лише частина колишньої системи влади, практично втратила здатність управляти економікою, тоді як впливових (дієздатних) соціальних сил, зацікавлених саме у модернізації вітчизняної економіки не було, як не було і кваліфікованого й суспільно визнаного прошарку інтелектуалів (ідейних реформаторів)*, здатних запропонувати (і переконати більшість) адекватних реаліям країни концепцій трансформації суспільства [221, с. 8].

По-третє, влада державної бюрократії стала фактично безконтрольною, тоді як населення за інерцією зневажає правові норми й проявляє байдужість щодо громадянського контролю за діяльністю влади. У цьому зв'язку, зазначимо, що китайський досвід реформування власності, справді, гідний тільки захоплення: влада має стратегію ринкових реформ і непохитну політичну волю їх здійснювати, а виховане на ідеалах конфуціанства суспільство самовіддано опановує ринкові методи й форми господарювання.

По-четверте, досягнення політичної мети – забезпечення незворотного характеру ринкової трансформації на основі домінування приватного сектора – уможлиблювалося лише шляхом масштабності та швидкості приватизаційного процесу.

По-п'яте, неможливість використання традиційних технологій приватизації зумовлювалася нерозвиненістю ринку капіталів, відсутністю достатнього національного приватного капіталу та неготовністю суспільства допустити участь у приватизації іноземного капіталу. “Розрахунок був простий: за три роки досягти глибини приватизації в 60%, тобто з 6,5 трлн. грн. усіх основних фондів держави 4 трлн. грн. підлягали приватизації. Але особисті заощадження громадян становили

* Як пишав В. Сікора, на початку реформ події у нас розвивалися в розрідженій атмосфері наївності, некомпетентності; тоді лише близько 2 відсотків учених-економістів в Україні читали іноземну економічну літературу англійською мовою. В Україні панував провінційний різновид “русскоязычного” марксизму-ленінізму [Сікора В. Український шлях і світові економічні орієнтири // Урядовий кур'єр. – 1996. – 28 грудня. – С. 5].

всього 100 млрд. грн. Виходило, що треба було або багато років (як тоді здавалося) очікувати первісного нагромадження капіталу, або проводити безплатну сертифікатну приватизацію” [217, с. 14].

По-шосте, відбувалося подальше загострення кризового стану успадкованої економіки, зокрема через техніко-технологічну відсталість виробництва, його значну мілітаризованість, спотворену структуру економіки, розрив традиційних господарських зв'язків тощо.

Ці реальні передумови широкомасштабної приватизації в Україні ставлять під сумнів саму можливість планового, запрограмованого з мінімальними ризиками й втратами входження у ринок. За визнанням керівників держави, стратегії соціально-економічних перетворень у нас упродовж десятиліття реформ не було, як немає її й дотепер, хоча декларацій ніколи не бракувало*. Тому потрібні були неординарні рішення й дії, стихійність і безсистемність яких, без сумніву, значно підвищили соціальну ціну ринкових трансформацій. Л. Бальцерович пише, що країни, які зволікали з проведенням радикальних перетворень власності (а до них відноситься й Україна), змушені були розв'язувати ці ж завдання, але за більш складних умов. “Гіркі ліки легше проковтнути відразу, – упевнений він, – ніж поділяти на декілька доз” [48, с. 182]. В умовах гострого дефіциту національних капіталів і втрати заощаджень потенційними інвесторами, пише Є. Ясін, “прискорена” приватизація могла мати тільки чековий характер [237, с. 7-8]. Автори деяких інших сучасних публікацій також схиляються до висновку про об'єктивну зумовленість і певну результативність використання в наших умовах саме цієї, нетрадиційної моделі приватизації [238; 239, с. 26; 229, с. 449]. Цікава деталь: великий російський реформатор С. Вітте, зважаючи на традиційний бюрократизм і корупційність державного чиновництва, радив: “У Росії слід проводити реформи швидко і поспішаючи, бо інакше вони у більшості випадків не вдаються й загальмовуються...” [240].

* Відсутність плану (чи програми) системних реформ, а також кваліфікованої, за суспільним визнанням, й незмінюваної на період реформ “команди реформаторів”, з нашого погляду, ставлять під сумнів коректність вживання поняття “економічна реформа” стосовно реальних процесів у пострадянській економіці, починаючи з кінця 80-х рр.

А. Чубайс підсумовує свою реформаторську діяльність у Росії так: “...пробиваючи приватизацію..., ми менше всього задумувалися над питанням: який капіталізм потрібно будувати... Ми відповідали на питання: є чи нема? Є приватна власність у Росії чи нема приватної власності?” І далі: “...приватизація... на 95% була питанням політики і тільки на 5% – економіки” [241, с. 312, 350]. Очевидно, що справа тут не у харизмі реформаторів (хоча й вона має значення), а у винятковій суперечливості дійсних передумов ринкової трансформації.

Зрештою, ідея приватизації спрацьовує тільки тоді, коли вона є частиною широкої стратегії переходу до ринку, коли політика реформ у сфері власності є системною, має логічне продовження і в інших сферах, передусім, забезпечення макроекономічної стабілізації, проведення структурної перебудови всього господарського комплексу засобами промислової політики, створення правової держави тощо. Натомість, за відсутності комплексного й послідовного політичного підходу до економічних реформ, спричинена примітивною політикою парламенту й уряду гіперінфляція девальвувала не тільки трудові заощадження громадян, а й основні фонди підприємств, знецінивши заодно й ціну приватизаційних паперів. Тому в цілому приватизація фактично звелася до простого відчуження державної власності іншому власнику.

Одним із вирішальних чинників, що диктував необхідність прискорення темпів великої приватизації та вибору безоплатної її масової, слід розглядати слабкість інституту влади. Ця слабкість влади полягає у відсутності, по-перше, надійної теоретичної бази постсоціалістичної трансформації власності, через що у такій вкрай складній і відповідальній справі влада, змушена діяти за методом спроб та помилок*; по-друге, політичної єдності у розумінні необхідності та шляхів реформування власності, через що прийняття доленосних для країни рішень

* Показовим щодо якості законотворчого процесу є те, що деякі важливі рішення приймаються “з голосу”, прямо у сесійній залі Верховної Ради. Саме так, зокрема, було вирішено збільшити частку приватизації майна за сертифікати з 40 до 70%. Згадуючи цей факт, один із розробників української моделі великої приватизації О. Завада⁴ говорить: “Це була катастрофа”. ...Я гадаю, головна причина цього рішення (не 40%, а 70%) – воляюча безвідповідальність і непрофесіоналізм депутатів, відсутність процедури” [219, с. 138, 139].

потрапляє у залежність від політичної кон'юнктури, від корумпованої і безвідповідальної влади**.

Світова історія вчить, що економічні реформи досягають успіху за умови, якщо їх проводить сильна влада. Бо сам по собі процес реформ вносить елемент дестабілізації у суспільні відносини, викликаючи природно негативне ставлення людей до ініційованих ззовні перетворень. У кожній із країн, де приватизація досягла помітного успіху, влада мала сильного лідера в особі або державника, або авторитетного теоретика, як, наприклад, М. Тетчер в Англії, Ден Сяопін у Китаї, В. Клаус у Чехії, Л. Бальцерович у Польщі та ін. Саме завдяки сильній і авторитетній владі, а отже, й суспільній підтримці реформ, китайці торують свій шлях до ринку, а поляки змогли відмовитись від подальшої “шокової терапії” з її прискороною приватизацією. І навпаки, у тих країнах, де бракувало сильної і дієздатної влади, як показує досвід, реформи проводяться із серйозними прорахунками, відступами від прийнятих процедур, затримками, тобто з усіма тими вадами, які дають свободу стихії приватного збагачення на ниві розтаскування державної власності.

З нашого погляду, у нас немає серйозних підстав жалкувати за якимось іншим втраченим і невикористаним шансом для реформування великого виробництва. Звичайно, завжди існує можливість альтернативних рішень. Однак за слабкості інститутів влади немає жодних гарантій відносно їх успішного втілення в життя. У таких випадках жорсткі реалії (сама практика) диктують свою логіку розвитку. Сертифікатна приватизація – це вже історія, яку не переробити. Її результати – це максимум досягнутого з наявних у свій час можливостей. Вона дозволила суспільству пройти лише початковий етап системного трансформаційного процесу, за яким неминуче наступає інтенсивний перерозподіл та концентрація прав власності у руках найактивніших членів суспільства. З цього погляду, цей політико-правовий акт можна трактувати не стільки як дійсну приватизацію, скільки як звичайне роздержавлення власності.

** “Ми повинні розуміти політичну атмосферу, в якій народжувалася ідеологія приватизації, – наголошує один із перших законотворців країни В. Гриньов. ...Сертифікатна приватизація – це те, що нам дозволили зробити” [219, с. 80, 81].

З методологічного погляду коректно, і в цьому ми переконані, не ототожнювати трансформаційний процес, який тільки започатковується лібералізаційною політикою й надалі саморозвивається, та реформи як заплановані й організовані політиками дії щодо змін в економіці. По суті, реформи покликані тільки унормувати об'єктивний процес змін, ввести його в суспільно прийнятне русло, мінімізувати його соціальну ціну.

Наразі ми визнаємо результати корпоратизації і приватизації великих та більшості середніх підприємств, по-перше, як даність, з якою потрібно рахуватися в теорії й політиці реформ, і, по-друге, розглядаємо їх крізь призму завершеного першого етапу реального приватизаційного процесу в перехідній економіці, що має певну логіку та закономірність подальшого розвитку. За такого підходу відкривається можливість визначення й позитивних наслідків великої приватизації, її внеску у формування ринкових засад функціонування національної економіки. При всіх своїх вадах вона виступила також інструментом розвитку, засобом радикального оновлення системи економічних відносин.

Головним підсумком масової приватизації стало стимулювання й прискорення в пасивному, дезорієнтованому зовнішніми викликами історії суспільстві розвитку активних соціальних сил – власників капіталу – основного замовника й водночас головного носія не тільки ринкових реформ, а й демократичних перетворень. Завершена в основному велика приватизація в постсоціалістичному суспільстві слугує гарантією незворотності ринкової трансформації економіки.

Її результатом стало створення корпоративного сектора економіки. За даними статистики, у 2003 р. підприємства колективної власності становили 66,8% усіх підприємств промисловості й виготовляли 80,9% усієї продукції, у тому числі акціонерні товариства відповідно – 11,6% і 62,4% [242, с. 317-319]. Отож, формально, враховуючи лише кількісні параметри, можна говорити про створення критичної маси приватних суб'єктів господарювання, функціонування яких певною мірою вже опосередковується дією ринково-конкурентних сил.

Приватизовані через корпоратизацію підприємства змушені тепер адаптуватися до реальних потреб ринку, самостійно вирішувати питання

технологічної модернізації, інвестицій, якості корпоративного управління. Закладені основи формування ринку корпоративних цінних паперів та відповідної йому ринкової інфраструктури (біржової торгівлі акціями, інститутів зберігання та реєстрації акцій, мережі фінансових посередників, що спеціалізуються на роботі з корпоративним сектором господарства, тощо). Можна говорити про створення потенційно ефективного механізму інтеграції не лише підприємств різних галузей у фінансово потужні структури, а й національної економіки в цілому в систему світового господарства. Відкривається широка перспектива інвестиційного партнерства, чи простір для діяльності капіталу як основного рушія ринкової економіки. Такий результат цілком закономірний для початкового етапу формування інституту приватної власності як фундаменту ринкової економіки.

3.2. Об'єктивні передумови спонтанного переділу національного багатства та формування олігархічно-корпоративного капіталу на пострадянському просторі

Аксіомою політичної економії є твердження про те, що об'єктивні передумови капіталістичного, або ринкового, господарювання закладаються в процесі первісного нагромадження капіталу, тобто в період, коли кардинально змінюється структура та інституціональний формат попередньої економіки: капітал як нагромаджена праця у вигляді речового фактора виробництва відокремлюється від безпосереднього виробника, його праці, як власність він стає основою, головним рушієм суспільного виробництва. Основним носієм економічної влади в суспільстві стає приватний власник засобів виробництва, або капіталіст. Відносини капіталістичної приватної власності, чи відносини капіталу і найманої праці, залишаються панівними за будь-якої різновидності капіталізму, у тому числі, й соціально-орієнтованого на кшталт шведського.

Отже, якщо найпершою умовою переходу від державного капіталізму до соціального ринкового господарства є лібералізація економічних відносин, а це,

дійсно, так, то теоретично й практично ми маємо визнати, що сутність ринкової трансформації економіки визначає процес первісного нагромадження капіталу. Це цілком об'єктивний і, безумовно, вельми суперечливий процес, який супроводжує реформаційні акції уряду, владно коректує їх, породжуючи як позитивні, так і соціально негативні наслідки.

На жаль, економічна наука ще не надає належного значення цьому процесу в постсоціалістичному суспільстві*, а відтак позитивні й нормативні аспекти більшості досліджень зводяться, як правило, до банальних звинувачень уряду та пропозицій, які чомусь так і залишаються нездійсненими (хоча цей факт сам по собі уже мав би привернути увагу науковців). Наша гіпотеза у цій частині дослідження полягає в наступному: лібералізаційна економічна політика у перехідний період сприяє інтенсивному капіталотворенню (у легітимних і нелегітимних формах), відбувається зрощування влади бюрократії з владою капіталу й фактична приватизація цим тандемом державної власності через механізми тінізації та корупції. Щоб пізнати дійсну природу трансформаційного процесу та сформованих на його основі корпоративних відносин, крім свідомих, реформаційних потуг суспільства, потрібно звернутися до об'єктивних, глибинних процесів саморозвитку економіки й суспільства у цей період.

Реальні явища й процеси, що відбуваються в економічному і політичному житті нашого, перехідного, суспільства, сповнені драматизму й розчарувань для переважної більшості його членів. Замість обіцяних вигод у вигляді сталої ефективності виробництва та високих життєвих стандартів ринкові реформи на ділі обернулися катастрофічним спадом виробництва, зuboжінням більшості населення, сплеском злочинності й поряд із цим фантастичним збагаченням окремих осіб, чимало з котрих відомих для загалу хіба, що своїми кримінальними справами, самовисуненням подібних “героїв дня” у чи не всі номінації національної еліти.

* Проблема первісного нагромадження капіталу в перехідній економіці останнім часом стала предметом аналізу у таких працях: Вольнский Г. Приватизация и первоначальное накопление капиталов // Бизнес информ. – 1998. – №5. – С. 26-28; Красникова Е. Рыночная трансформация российской экономики как процесс первоначального накопления капитала // Вопросы экономики. – 2001. – №2. – С. 142-154; Мендрул О. Стан і перспективи первісного нагромадження капіталу // Економіка України. – 2001. – №7. – С. 8-15; Куліш А. До питання аналізу етапів розвитку трансформаційної економіки // Економіка України. – 2002. – №6. – С. 47-51.

Такий капіталізм суспільствознавці називають по-різному, зокрема як “бюрократичний” [243], “бюрократично-клановий” [89, с. 46], “бандитський” [244, с. 27], “мафіозний” [228, с. 133], “олігархічний” [245], “мутантний” [246] капіталізм. Проте такі влучні назви лише статично фіксують реальну ситуацію. З нашого погляду, явища й процеси перехідної економіки у своїй сукупності внутрішньо взаємопов’язані та взаємозалежні, у їхньому розвитку прослідковується об’єктивна внутрішня логіка. Цю логіку диктує процес первісного нагромадження капіталу.

Сенс, чи зміст, переходу від етатичної до ринкової економічної системи полягає, як ми зазначили вище, у створенні відповідних передумов, передусім капіталістичної приватної власності. Остання формується усіма методами первісного нагромадження капіталу. І хоча для розвинених країн – це вже давно перегорнута (й не менш драматична за змістом) сторінка їхньої історії, постсоціалістичні країни з індустріальною економікою все ж приречені знову її відтворити, але вже як свою “передісторію капіталізму”. Причому, витоки драматизму процесу первісного нагромадження капіталу тепер закладені не тільки і навіть не стільки в недостатньому розвитку капіталізму, перерваного у свій час соціалістичним експериментом, скільки наслідками тривалого тотального одержавлення економіки. Адже що “соціалістичнішою” була та чи інша країна, що більше й довше держава підміняла людину щодо прийняття економічних рішень, то глибші протиріччя укорінювалися в суспільні відносини. Інакше кажучи, виходячи з соціалістичного тупика й переходячи до капіталістичної економічної системи, суспільство має сповна заплатити за своє минуле.

Економічним змістом первісного нагромадження капіталу є утворення грошового капіталу, його концентрація в руках найбільш підприємливих членів суспільства та наступне перетворення в промисловий капітал. Достатність грошей для вкладення у виробництво, для відкриття власного підприємства знаменує появу промислового капіталу, або підкорення виробництва інтересам капіталу, а відтак поширення ринкових принципів господарювання на всі стадії суспільного відтворення. Первісне нагромадження капіталу здійснюється, як правило, шляхом перерозподілу суспільного багатства і позаекономічними методами, включаючи

обман, шахрайство, підкуп, шантаж, убивства. Держава при цьому використовується головним чином як законотворчий інститут, який юридично (*post factum*) закріплює нові відносини власності.

Описаний вище узагальнено процес первісного нагромадження капіталу повністю відтворює практика постсоціалістичних ринкових трансформацій. Насамперед, привертає до себе увагу процес формування грошового капіталу, який стартував ще за радянських часів, інтенсифікувався з настанням “перебудови” та став масштабним й часто відверто кримінальним у приватизаційний період. Держава, передусім українська та російська, чималою мірою лише сприяла цьому процесу. Тому, враховуючи об’єктивність системної трансформації власності як основи переходу до нової економічної системи, представляється не зовсім коректним говорити про “грубі помилки й прорахунки”, допущені при реформуванні системи прав власності. Подібні заяви є радше простою констатацією того, що маємо, а не його науковим поясненням. Натомість економічних реформ у пострадянських країнах з кінця 80-х рр. темп набирала спонтанна трансформація старої системи в теперішню, квазіринкову.

Первісне нагромадження капіталу в постсоціалістичних умовах має ряд особливостей, найбільш суттєвими з яких, як нам представляється, є наступні:

- головним суб’єктом первісного нагромадження капіталу виступає колишня партійно-господарська номенклатура як основний претендент на об’єкти державної власності;
- оскільки в ринковий режим функціонування переводиться індустріальна економіка, постільки місія промислового капіталу тут полягає передусім не в індустріалізації, а в реструктуризації (розчленуванні) господарського комплексу;
- в індустріальній економіці створені необхідні передумови для формування корпоративного капіталізму з притаманними йому асоційованими формами власності, передусім, акціонерною;
- поряд із нагромадженням грошового капіталу через торгово-посередницьку й фінансово-спекулятивну діяльність відбувається пряме привласнення об’єктів державної власності, їх перетворення в промисловий капітал;

- поширеним механізмом нагромадження приватного капіталу слугує державна фінансова система, в тому числі, кошти державного бюджету;
- нагромаджений шляхом перерозподілу грошовий капітал у величезних масштабах експортується, головним чином, в офшорні зони, звідкіль поступово повертається під виглядом іноземних інвестицій;
- процес первісного нагромадження капіталу відбувається у максимально стислий період і завдяки демонтажу державної влади, правовому вакууму, розладу фінансової системи, а також несформованості ринкової культури та громадянського суспільства.

Перехідне суспільство успадковує від попередньої системи соціальну структуру, представлену номенклатурою як панівним класом та трудящими масами. Хоча офіційно номенклатура як клас тоді не значилась, проте свій особливий соціальний статус вона економічно реалізувала шляхом привласнення певного набору різних привілеїв відповідно до займаного місця у єдиній управлінській ієрархії. На факт формування такого привілейованого класу при соціалізмі вказували ще в 30-ті рр. М. Бердяєв та Л. Троцький.

Економічне становище номенклатури в рамках державного капіталізму хоч і було доволі забезпеченим державою як власником, проте бракувало гарантій щодо його збереження для кожного зокрема, оскільки:

- номенклатурна посада важко здобувалась, зате її легко можна втратити разом із відповідними привілеями, й тому втрата такої посади ставала життєвою катастрофою;
- номенклатурна посада не підлягала успадкуванню;
- персоніфікуючи фактичного власника державної власності і не маючи на те юридичних прав, номенклатура у своїх діях усе ж була обмежена жорсткою системою централізованого управління господарством країни.

У такому суперечливому становищі номенклатурного класу, коли, з одного боку, їй відкривався широкий доступ до державної власності, а з іншого, – завжди існувала реальна загроза його втратити, закладено пояснення того феномену, чому номенклатура як панівний клас сама ж і виступила “гробарем соціалізму”. Загибель

соціалізму як системи спричинили не його керманічі, вона стала закономірним результатом штучності його внутрішньої конструкції. Щодо моральних чеснот спадкоємців старої системи, то варто пам'ятати, що аморальність з подачі її вождів була зведена у принцип державної політики. Тому перебудова як спроба повернути “людське обличчя” соціалізму природно переросла у ринкову трансформацію. Та, проте, для нас тут цікаве інше: для найрішучіших представників партійно-господарської номенклатури, яка вже мала фактично економічну владу, політичний курс на лібералізацію економічного життя у другій половині 80-х рр., по суті, відкривав шлях для нагромадження капіталу й формування приватної власності. Саме номенклатура (“партія влади”) стала ініціатором і активним учасником кампанії приватизації.

Відомо, що саме Закон СРСР “Про державне підприємство (об’єднання)” від 30 червня 1987 р. став “наріжним каменем” реформ державної власності, пошук шляхів поглиблення яких, зрештою, й привів до необхідності радикалізації змін через офіційну приватизацію. Державне підприємство вперше, згідно з цим законом, перетворювалося з об’єкта управління в суб’єкт права власності. Воно отримувало право розпоряджатися закріпленим за ним майном, своїм госпрозрахунковим доходом (прибутком), вибирати свого керівника. І хоча ці права вводилися зі значними застереженнями (обмеженнями), початок виведенню власності держави з-під її контролю, а отже, і спонтанній приватизації, було вже покладено.

Закон “Про кооперацію в СРСР” від 26 травня 1988 р. став наступною віхою на шляху послаблення державної власності й водночас могутнім стимулом процесів спонтанної приватизації. Він вводив у господарську практику дві нові можливості нагромадження приватного капіталу:

– “відмивання” старих та формування нових капіталів, оскільки так зване колективне володіння підприємствами зазвичай слугувало лише ідеологічним прикриттям приватної власності номенклатури;

– перекачування безготівкових коштів державних підприємств у готівкові через посередництво штучно створених для цих цілей кооперативів*.

Появився симбіоз квазіприватних та квазідержавних структур, зайнятих не конкуренцією між собою, на яку, згідно з офіційною пропагандою, мало сподіватися суспільство, а спільним розтаскуванням державної власності. Надання державою широкої господарської самостійності своїм підприємствам при паралельному існуванні жорстко централізованого та вільного способів ціноутворення на ресурси й продукцію природно активізувало приватновласницький інтерес їхніх керівників, спрямувавши його на перерозподіл доходів цих підприємств на свою користь. Таким чином, становлення сучасного корпоративного сектора в пострадянських умовах почалося зі спонтанного грабунку активів держави.

“Крах комуністичної системи перетворив Радянський Союз у рай для привласнення ренти, – зазначає А. Ослунд. – Величезні статки наживалися буквально вмиль лише завдяки добрим зв’язкам та жорстокості” [247, с. 101]. Господарювання на основі крадіжок, корупції, шахрайства, авантюризму почало сприйматися багатьма господарниками як найбільш прибуткова бізнесова діяльність. Розквітла економіка клептократії.

Новим механізмом перерозподілу номенклатурою державної власності у цей період стали також створені при райкомах комсомолу центри науково-технічної творчості молоді. Альтернативна (“комсомольська”) економіка, як і кооперативний сектор, добре попрацювала на первісне накопичення грошового капіталу та його подальшу участь у великій приватизації.

Вже згадуваний вище Закон “Про державне підприємство (об’єднання)” дозволяв переведення підприємств на одну з двох госпрозрахункових моделей, які допускали можливість самостійного (в межах установлених нормативів) розпорядження оборотними засобами підприємства. Під тиском директорату з’явилася й третя модель госпрозрахунку – орендний підряд. Відтепер відносини

* Характерно, що 90% кооперативів, які виникли у період 1987-1990 рр., створювалися на матеріально-технічній базі державних підприємств та організацій [Глушецкий А. Собственность – это кража // Экономика и жизнь. – 1999. –

господарників з державою-власником переводилися на договірну основу, а керівники підприємств отримували широкі права по управлінню грошовими засобами, в тому числі, й щодо формування фонду оплати праці. Ці відносини були узаконені Законом “Основи законодавства Союзу РСР та союзних республік “Про оренду” від 23 листопада 1989 р. Згідно з законом, власністю орендного підприємства вважалися створені ним продукція, отримані доходи, придбані матеріальні цінності. Проте найважливіше з погляду приватизації державної власності полягало, по-перше, у наданні господарникам права викупу орендованого майна і, по-друге, у праві самостійного розподілу часток колективної власності між працівниками підприємства. Звичайно, викуп державних підприємств через оренду став практично масовим та миттєвим.

Проте, організувавши за участю трудового колективу відчуження державного підприємства, його керівник потрапляв у формальну залежність від колективу – юридично він повинен був переобиратися. Ця залежність суперечила принципу капіталістичного господарювання, а тому держава зняла і цю перешкоду на шляху тих, хто відчайдушно добивався дарової власності. Такий шанс номенклатурі відкривала постанова союзного уряду від 19 червня 1990 р. №590, яка ухвалила Положення “Про акціонерні товариства та товариства з обмеженою відповідальністю”. З проголошенням державної незалежності Україна відтворила норми цього акту у своєму Законі “Про господарські товариства” (1991 р.). Тепер не лише фізичним, а й юридичним особам дозволялося створювати нові підприємства, вносячи у їхній статутний фонд як матеріальні цінності і права користування ними, так і майнові права, зокрема на інтелектуальну власність. При цьому кожен внесок оцінюється спільним рішенням засновників товариства. Таким чином, створення корпоративних господарських структур ставало чудовим каналом привласнення державних активів шляхом внесення їх у статутні фонди нових структур. “Компаньйонами” керівників державних підприємств у таких корпораціях, як правило, ставали їхні довіренні особи (з числа рідних, близьких, “патронів”), внески яких, зрозуміло, обмежувалися переважно інтелектуальною

власністю. Ясна річ, що оцінка внеску від держави та структура статутного капіталу нової господарської одиниці визначалися у цьому випадку аж ніяк не на користь держави. Така схема, цілком шахрайська, по суті, повністю вписувалася в чинне законодавство й дала можливість за безцінь перерозподілити у приватну власність величезне суспільне багатство.

Лібералізація господарської діяльності державних підприємств супроводжувалася не лише втратою контролю над нею, а й урізноманітненням форм привласнення активів і доходів цих підприємств. Керівники, маніпулюючи рішеннями трудових колективів, ставали, по суті, реальними власниками великих підприємств. Однією з поширених схем привласнення доходів державних підприємств їх керівниками стало створення на базі структурних підрозділів підприємства “своїх” приватних фірм, які, “обслуговуючи” материнське підприємство на “вході” чи “виході” (через постачання та збут), висмоктували з нього обігові кошти у вигляді непомірної цінової маржі. Серед інших способів нагромадження номенклатурою приватного капіталу шляхом стихійної приватизації назвемо такі, як експлуатація державних виробничих фондів у рамках приватної фірми на основі неформальних особистих домовленостей, навмисне доведення до банкрутства та скупка збиткових підприємств, створення підставних товариств для викупу підприємств на аукціоні, залучення державних активів до спільної корпоративної структури з наступним виведенням державного засновника із гри, придбання державного майна за зниженими цінами в особисте користування (дачі, автомобілі тощо) та ін. Істотний вплив на перерозподіл доходів державних підприємств на користь приватних структур справила також інфляція, що засвідчує такий факт: у 1990 р. в СРСР обігові засоби підприємств перевищували обсяг створеного національного доходу на 32%, з яких 61,6% займали запаси товарно-матеріальних цінностей, а, проте, наступна інфляція зробила підприємства хронічними неплатниками [248, с. 18].

Учасниками стихійного перерозподілу на свою користь державної власності поряд із найбільш активними партійними й комсомольськими функціонерами, керівниками підприємств та владних органів виступили також напівлегальні

підприємці і ватажки кримінальних структур. Усі вони юрмилися навколо об'єктів державної власності, нав'язавши їм свої “правила гри”. Є підстави вважати, що ці новоявлені “бізнесмени” знайшли “порозуміння” із керівниками державних підприємств і не без допомоги сили й шантажу. Слід зауважити, що грубий і часто кримінальний переділ власності відбувався водночас у державній і приватній сферах власності.

Колишня номенклатура не тільки ініціювала ринкові перетворення в суспільстві, але й очолила їх, повністю зберігши при цьому політичну владу*. Перемістившись у нові владні структури, вона активно зайнялась розв'язанням проблеми: якомога скоротити стадію нагромадження грошового капіталу, яким вона достатньою мірою не володіла, та домогтися прямого привласнення найбільш ласих шматків державної власності у формі продуктивного капіталу. Ділити – не створювати. Тим більш, коли йдеться про поділ величезного матеріального багатства індустріальної держави. У таких, історично виняткових, ситуаціях фантазія приватного збагачення не знає меж, й мимоволі згадується Маркс, який саркастично описував нестримні поривання капіталу до свого зростання за умов надвисокої норми прибутку.

У ході спонтанної приватизації на межі 80-90-х рр. у результаті організаційних маніпуляцій та структурних перетворень колишніх галузевих міністерств і відомств номенклатура прибрала до своїх рук найбільш прибуткові підприємства та сфери економічної діяльності, насамперед, орієнтовані на експорт підприємства паливно-енергетичного комплексу. Основними формами такого перерозподілу прав власності всередині держсектора стали: а) “акціонування” галузі зі збереженням контрольного пакета акцій підприємств у руках міністерств; б) “концернізація” галузі, тобто перетворення міністерства в концерн із делегуванням йому прав управління власністю держави; в) створення галузевих корпоративних структур (холдингів, асоціацій); г) акціонування окремих великих підприємств із збереженням пакета акцій у міністерства та ін. Ці симбіозні форми

характеризувалися незрозумілою (заплутаною) системою відносин власності, високою централізацією та низькою ефективністю управління як наслідок попередніх бюрократичних структур.

У Росії таким чином у 1989 р. появився Державний газовий концерн, або Газпром, що означало виведення цілої галузі з-під державного контролю, організоване її міністром (В. Чорномірдіним). В Україні типовими формами реорганізації й виведення підприємств з-під прямого державного контролю стали національні акціонерні компанії, державні холдингові компанії та корпорації як договірні об'єднання підприємств. У цей період держава раптом “загубила” свої спеціалізовані банки-велетні, які перед цим були створені на базі Державного банку, а тепер стали акціонованими комерційними структурами (“Промінвестбанк”, “Укрсоцбанк”, АКБ “Україна” та ін.). Організації Держпостачу та торги реорганізувалися у великі торгові дома та біржі. Звісно, новостворені підприємницькі структури очолили номенклатурні кадри “високої проби”, під яких вони, власне, і створювалися.

Інтенсивному перерозподілу державної власності тепер уже у вигляді цілих підприємств на користь “зацікавлених осіб” сприяла кожна із використаних форм приватизації. Грошова приватизація теоретично й практично (з огляду досвіду країн Заходу) сприймається як найбільш раціональний спосіб переміщення ресурсу до ефективного власника. Однак її проведення в пострадянських умовах виявило інше: влада всякий раз свідомо багаторазово занижувала продажну ціну об'єктів державної власності, полегшуючи їх скупку певними бізнес-групами. Ця практика продовжується й досі. Доволі показовим є той факт, що навіть після заборони укладення договорів оренди підприємств з їх наступним викупом (прийнятої у зв'язку з рішенням провести безплатну всенародну приватизацію) чимало таких договорів, як запевняють експерти, підписувалось заднім числом, тобто були фальсифіковані. Узагалі, як показує наш досвід, призупинення офіційної приватизації щоразу лише посилювало некерований та корумпований характер її

* “Цілком природно, – писав у 1994 р. відомий дисидент Ю. Бадзьо, – що влада мала потрапити в руки номенклатури. У нас просто не було і досі немає іншої суспільно-політичної групи, достатньо розвиненої кількісно і якісно, а отже,

реального процесу, особливо у формі співзасновництва керівниками державних підприємств корпоративних структур.

Реальні обсяги спонтанної приватизації і переділу власності в країні визначити практично неможливо, тим більш, що арсенал конкретних методів оновлюється постійно, в тому числі й у відповідь на кожен новий законодавчий акт. Важливо відзначити інше – саме інтенсивне розграбування державної власності у ході спонтанної приватизації на початку 90-х рр., а це є ознакою некерованості економіки, стало одним із ключових аргументів форсованого “запуску” офіційної моделі масової приватизації, хоча первісно сподівання пов’язувалися з відчуженням підприємств за гроші. Отже, дійсні мотиви масової приватизації у пострадянських, передусім, країнах слід шукати в площині взаємовідносин влади та власності*.

Широкомасштабна безплатна приватизацію, передовсім, в Україні та Росії, безсумнівно, ввійшла в історію новітнього первісного нагромадження капіталу як така, що дозволила номенклатурному класу блискавично переділити загальнонародну власність майже повністю на свою користь, і причому здійснити цей “проект” легально, на законних підставах й без найменшого супротиву знизу, позаяк проводилася та приватизація у кращих традиціях соціалізму під гаслом соціальної справедливості. Як зазначив Президент України, “...сертифікатна приватизація фактично перетворилася на свою протилежність – легітимну форму тінізації відносин власності” [249, с. 4]. По суті, це був другий (після початкової стихійної приватизації), але ще масштабніший переділ власності в інтересах саме номенклатури*. Корпоратизація і приватизація фактично узаконили права власності

здатної збудувати державу”.

* Один із парадоксів приватизації у пострадянських країнах полягав у тому, що в рамках тодішньої моделі державного підприємства дійсно не було інших – альтернативних директорам – сил, здатних “запустити” приватизацію на конкретному підприємстві в розрахунок на самостійне ефективне господарювання. Але чи погодився б директорат на таку трансформацію за умови одночасного введення жорстких (як у Китаї) санкцій проти його “прихватування” устремління? Таке припущення нам видається вельми сумнівним.

* Російський економіст М. Дулін змальовує цей переділ власності таким прикладом: “Якась особа з двома валізами приватизаційних чеків прибула до м. Свердловська на аукціон з продажу акцій найбільшого в країні і відомого усього світу заводу “Уралмаш”, де працює понад 80 тис. чол. На заводі виготовляється унікальна машинобудівна техніка, крокуючі екскаватори, найдосконаліші у світі танки. Викупивши контрольний пакет акцій, ця особа стала власником заводу. І є ним по сей день. І не лише цього, а ще й об’єднання “Іжорський завод” в Санкт-Петербурзі. І ніхто не спохватився, що ця маловідома особа, без усякого допуску спецслужб заволоділа найвищими державними

керівників підприємств, які й без того їх уже привласнили, але тепер вони отримували ще й правові гарантії (“індульгенцію”) свого звільнення від покарань за маніпуляції з державними активами.

Безсистемна, інституціонально не забезпечена масова приватизація привела до фантастичного перерозподілу суспільного капіталу на користь олігархів. Загалом майже 85% вартості державного майна було фактично приватизовано на безоплатній основі (38% – через механізми створення так званої колективної власності і 47% – за сертифікатами). “Метою сертифікатної приватизації – вважає А. Гальчинський, – було зміцнення позицій уже сформованого тоді “нового” панівного класу – колишньої партійно-господарської номенклатури, яка й до того контролювала ключові позиції української економіки. Більш сприятливого для “нового” класу перебігу подій у сфері відносин власності важко було й спрогнозувати” [226, с. 135]. В Україні, пише А. Чаусовський, приватизація “вилилась у просту передачу нагромадженого суспільного багатства у сферу обслуговування інтересів державних чиновників чи кримінально-бюрократичної корпорації” [250, с. 149]. Так звана народна приватизація була проведена на умовах, виключно вигідних для плутократії, корупціонерів і кримінальних елементів*. У результаті масової прискореної приватизації близько двох третин підприємств були приватизовані поза сертифікатними аукціонами [251, с. 314]. Відтак по завершенні вона була скріплена неформальною угодою влади і великого бізнесу: в обмін на політичну лояльність з боку великого капіталу влада запряглася не переглядати результати тієї приватизації [252, с. 17].

Масова приватизація дозволила номенклатурі трансформувати значну частину державних підприємств у промисловий капітал, обійшовшись без потреби у нагромадженні грошового капіталу. Стадія попереднього нагромадження капіталу у грошовій формі стала обов’язковою для підприємливих вихідців із “низів”. Чи вартий коментарів хоча б той факт, що скупка знецінених іменних (!)

та військовими секретами” [Дулин М.П. Институциональные изменения в системе крупного производства: вопросы теории и методологии // Дисс. на соиск. уч. степ. д.э.н. – СПб., 2000. – С. 117-118].

приватизаційних паперів у населення фактично стимулювалася офіційною політикою заради прискорення переділу власності? Або: переходячи до моделі “народної” приватизації, держава не провела належної роз’яснювальної роботи серед населення, віддавши, по суті, інформаційний простір у ЗМІ рекламі шахрайських трастів. Тому ця модель ринкової трансформації, як стверджує А. Гальчинський, була наскрізь цинічною: вона утверджувалася з розрахунку на необізнаність у деталях ринкової економіки не лише широкого загалу, а й тих, хто був безпосередньо причетним до формування й реалізації відповідної економічної політики [226, с. 135]. Виключна зручність моделі масової приватизації для переділу номенклатурою суспільного капіталу, а також той факт, що, припізнівшись із її введенням й тому, здавалось би, Україна мала б зважити на “достоїнства” ваучеризації й поголовного акціонування населення, які на той час повною мірою вже проявилися у східного сусіда, переконують нас у думці, що саме процес первісного нагромадження приватного капіталу став визначальним у мотивації вибору політиками-реформаторами саме цієї моделі. Головне (але не єдине) – це, а не вплив ззовні, який дехто пов’язує, наприклад, із теоретичною заангажованістю західних “оракулів” чи підступною політикою транснаціональних корпорацій, які жадають якнайповнішої лібералізації та відкритості для себе національних економік.

Поряд з участю у приватизації державних підприємств тривав процес первісного нагромадження грошового капіталу. Формування грошового капіталу забезпечувалося різними методами, основними серед яких були спекулятивна торгівля, зокрема експорт (чи реекспорт) стратегічних матеріалів та енергоносіїв*, продаж величезних ліквідних активів, які раптом стали українськими (активи

* За визнанням одного з провідних російських реформаторів Є. Гайдара, “... країна одержала не ефективних власників, а людей, що мають право безконтрольно розпоряджатися чужим добром” [Гайдар Е. Избавление от иллюзий и заблуждений – первый шаг к выздоровлению // Человек и труд. – 1999. – №11. – С. 10].

* Скасування монополії на зовнішню торгівлю відкрило для керівників експортоорієнтованих підприємств додаткові широкі можливості нагромадження грошового капіталу завдяки “ножицям цін”, що існували між цінами зовнішніх ринків та внутрішніми планово заниженими. Як пише А. Ослунд, по-справжньому “золоті часи” для спекулянтів настали в 1991-1992 рр., коли нафту, газ і метали можна було придбати по ціні, що складає менше 1% ринкової. Зроблений ним підрахунок показує, що сумарна “рента” від експорту цих стратегічних товарів тільки у 1992 р. становила майже 30% ВВП країни [247, с. 101].

сотень підприємств ВПК, військове майно, Чорноморський торговельний флот тощо), субсидії на імпорту, підтримувані фіксованими курсами валют, імпорту контрабанди (підакцизних товарів), фінансові спекуляції, приховування доходів від оподаткування, рекет та ін. Особливу роль у цій справі зіграв легкий для властей імущих доступ до державних бюджетних коштів, перерозподілюваних шляхом пільгового кредитування на користь окремих осіб, а також до іноземних позик і допомоги. Показовою у цьому зв'язку є доля українського напівдержавного комерційного банку “Україна”, який, слугуючи каналом розкрадання цільових державних позик, зрештою, й сам став банкрутом. Відомі високі посадовці, котрі навипередки знищували цей банк, і досі залишаються при владі та почестях, вдаючи із себе невинних ангелів. Сумнозвісну долю цього банку розділив і КБ “Традобанк”, який у 1996 р. за сприяння уряду отримав право на посередництво у компенсаційних виплатах жертвам нацизму – примусовим робітникам (“остарбайтерам”). Зниклі 86 млн. німецьких марок, довірених банку, відшкодовані згодом також із коштів державної казни [253]. У Росії, за деякими даними, за останні вісім років доведено до навмисного банкрутства шляхом розкрадання активів близько 30 провідних комерційних банків, і в жодному випадку не проведено ґрунтового судового розслідування [254]. Уряд щедро надавав свої гарантії під залучувані приватним капіталом іноземні кредити, боргові зобов'язання за якими були згодом успішно перекладені на державний бюджет, а точніше, на платників податків*. Щедрий дарунок зробили собі влада й бізнес також на широкомасштабних трастових аферах (фінансових “пірамідах”), завдяки яким удалося ще й перерозподілити на свою користь заощадження громадян.

Первісне нагромадження капіталу в перехідній економіці не могло не вплинути на природу та характер діяльності створюваних у ній фінансових інститутів. Останні природно одразу ж підключилися до обслуговування потреб цього процесу. В умовах затяжного колапсу виробництва й фінансового

* За матеріалами перевірки Рахунковою палатою України ефективності використання позик Світового банку у 1997-1999 рр. з'ясувалося, що 11 із 14 підприємств, що взяли кредити під гарантії уряду, гроші не повернули, а уряд без зайвого шуму сплатив за них іноземній стороні 9,5 млн. дол. (Кредитні таємниці // День. – 2002. – 2 червня. – С. 1).

знекровлення реального сектора економіки ці інститути могли утворитися й укріпитися, звичайно, спеціалізуючись на відмиванні “брудних грошей”, кредитуванні спекулятивних угод, “агресивних” позиках (з метою доведення боржника до банкрутства), сприянні у незаконному вивезенні вітчизняного капіталу за кордон, прокручуванні бюджетних коштів (призначених для оплати праці, виплат пенсій, повернення боргів шахтарям, закупівлі сільгосппродуктів тощо), привласненні заощаджень населення, прямих фінансових спекуляціях на валютних біржах тощо. Фінансова система фактично стала потужним механізмом перекачування вільних грошових засобів суб’єктів господарювання у сферу фінансових спекуляцій. Таким чином, фінансова система, яка сформувалася не завдяки реальному сектору економіки, протягом 90-х рр. не тільки не сприяла розвитку останнього, але й сама розвивалася за рахунок і на шкоду йому.

Говорячи про олігархічний характер навіть грошового викупу державної власності як заключного етапу масової приватизації у Чехії, Росії та Україні, Дж. Стігліц задається фундаментальним питанням: “Які люди в посткомуністичних країнах могли дозволити собі купити приватизовані фірми? Звідки могли взятися їхні капітали?”. Відповідь очевидна, підкреслює він: люди зі зв’язками створили за рахунок держави фонди й викупили у неї ж підприємства за зниженими цінами [255].

Тіньові перерозподільчі процеси супроводжувалися масовою “втечею” великого приватного капіталу за кордон, причому зазвичай в офшорні зони, привабливі не тільки відсутністю чи символічно низьким оподаткуванням прибутків, а й, що важливіше, можливістю приховування “брудних грошей”, уникнення загрози можливого перегляду результатів нелегітимної приватизації. Розмір щорічного відтоку російських капіталів за межі Росії протягом останніх 12 років оцінюється експертами в сумі 20 млрд. дол. [256, с. 13], українських – 2-3 млрд. дол. За цей період, за різними експертними оцінками, з України вивезено від 20 до 50 млрд. дол., які здебільшого осіли в офшорних зонах [257, с. 13]. Це доволі поширена для наших умов опосередкована форма легалізації великого капіталу, яка виступає водночас як надійніший спосіб страхування від ризику. Зауважимо, що

інтенсивному вивозу капіталу чималою мірою сприяло чинне законодавство, яке з метою залучення іноземного капіталу в Україну надавало великі податкові пільги спільним підприємствам. Так національний капітал трансформувався в іноземний.

Одним із джерел нагромадження грошового капіталу стала корупція влади як одна з найбільш деструктивних форм широкомасштабного привласнення політичної ренти, що набула рис національної епідемії*. Це свідчення того, що переділ національного капіталу базується на зрощуванні бізнесу “приватизаторів” із “бізнесом” державних підприємств, на привласненні доходів від використання державних активів при перекладенні усіх ризиків на державу як власника. Високий рівень втручання держави в економічну сферу, пов’язаний із зловживаннями, призводить до фактичної селекції приватного капіталу. Вживає капітал, зрощений з державною бюрократією, і при цьому чиниться пряма протидія створенню незалежних від держави великих приватних капіталів, притоку, дійсно, іноземного загартованого конкуренцією капіталу [243, с. 35].

Наочним підтвердженням цього є той факт, що продаж чи не усіх великих державних підприємств тепер супроводиться постійними судовими скандалами, ініційованими лише з метою блокування торгів та підпорядкування їхніх результатів інтересам певних впливових груп, а відчуження об’єктів державної власності по конкурсу далеко не завжди завершується виконанням інвесторами взятих на себе зобов’язань. Зрештою, плодом “удосконалення” технології цієї приватизації стало висунення урядом умов під конкретного покупця з тим, аби відсікти від нього конкурентів, включаючи й іноземних.

Особливо промовистим свідченням зрощування приватних інтересів фінансово-промислової еліти й державної бюрократії в сучасній Україні є активізація приватизації вельми прибуткових підприємств напередодні президентських виборів, коли стала відчутною загроза зміна влади. Гігант за світовими мірками гірничо-металургійний комбінат “Криворіжсталь” –

* За результатами опитування, проведеного в 1998 р. британським тижневиком “Economist”, із 97 країн Україна і чотири інших пострадянських республіки – Росія, Азербайджан, Казахстан і Узбекистан отримали найвищий бал корумпованості. У 2003 р., за даними міжнародної організації “Transparency International”, за рівнем корумпованості

підприємство із замкнутим виробничим циклом, спроможне рентабельно працювати навіть за несприятливої кон'юнктури світового ринку, у реконструкцію якого протягом півтора року вкладено державою 1,5 млрд. грн., – продано за 4,3 млрд. грн., що, за оцінками експертів, як мінімум удвічі дешевше від ринкової ціни. Умови конкурсу, звісно, були виписані під обранця влади [258]. Останній не без участі держави ще раніше привласнив і НАСК “Оранта”, позаяк грабіжницька для держави додаткова емісія пройшла без будь-яких з її боку спроб відстояти свій (суспільний) інтерес.

Вивчення приватизаційного процесу показує, що найбільші підприємства, передусім сировинні, металургійні, вартістю у кілька мільярдів доларів, стають доволі легкою здобиччю “ділків” тіньового бізнесу наступним чином: через так званий конкурс за заниженою ціною викуповується контрольний пакет акцій і приймаються інвестиційні зобов'язання на суму, зазвичай більшу за сам пакет акцій, але потім зобов'язання не виконуються й практично вся компанія стає власністю покупця. Затим налагоджується вельми прибуткова для власника й грабіжницька для інших акціонерів і держави система експорту, коли продукція реалізується за заниженими цінами посередницькій структурі, фактичним власником (власниками) якої є той же власник підприємства. В підсумку весь прибуток привласнюється власником компанії, але осідає на його закордонних рахунках. Окрім того, відчуження у держави підприємств на неринковій основі стимулює їх перепродаж, використання як банківської застави чи просто відволікання доходів від їх діяльності задля приватизації інших підприємств.

Типовою формою тіньової приватизації наразі стало штучне банкрутування державних підприємств, купівля їх за безцінь та ще й без інвестиційних зобов'язань. Виходить, поки державну власність не вкрали, її краще продати, та, оскільки вона не продається за правилами ринку, краще домовитися з кимсь із потенційних покупців.

Наслідком і засобом первісного нагромадження капіталу стало виникнення особливих суб'єктів господарювання у формі фінансово-промислових груп, специфіка діяльності яких проявляється у приховуванні підпорядкованості учасників груп і неможливості ідентифікації реальних власників, використанні трансфертного ціноутворення для спрямування грошових потоків в офшорні зони, переміщенні активів в середині групи, що в кінцевому підсумку призвело до виникнення і функціонування надто ефективних механізмів максимізації поточних прибутків, мінімізації податків та запобігання банкрутству.

За деякими оцінками, виробничі активи української держави на початку масової приватизації оцінювалися щонайменше в 600 млрд. дол. Навіть, якщо вирахувати з цієї суми вартість приватизованого майна за сертифікатами, все одно держава мала б виручити від продажу своєї власності близько 200 млрд. дол. Та отримано від приватизації у скарбницю загалом лишень близько 1 млрд. дол. Візьмемо й інший факт. Україна успадкувала величезний ВПК і нині входить у шістку найбільших світових експортерів зброї. За даними Стокгольмського інституту досліджень проблем миру, у 2002 р. вона отримала від експорту зброї 270 млн. дол., але до бюджету держави надійшла тільки п'ята частина доходу [259].

Зрощування великого бізнесу й влади як пріоритетний спосіб первісного нагромадження капіталу на пострадянському просторі добре ілюструє історія імперії російського олігарха М. Ходорковського. Свій стартовий капітал цей колишній комсомольський функціонер нажив спочатку на імпорті комп'ютерів, зати́м послугами свого банку "Менатеп". Через кілька років його капіталу й зв'язків виявилось достатньо, аби розіграти джек-пот: приватизацію за демпінговими цінами промислових, а заодно й природних, ресурсів Росії. У 1995 р. він – один із небагатьох обраних, хто заключив із владою пакт про "позику в обмін на активи". В обмін на позику, а, по суті, політичну підтримку, уряд передав контроль над найціннішими природними ресурсами купці́ бізнесменів за ціною значно нижчою за їхню ринкову вартість. Передача ресурсів за цією схемою (формально через "заставні" аукціони) була справжнім подарунком: 78% акцій нафтової холдингової компанії "ЮКОС" обійшлися групі Ходорковського лишень

у 309 млн. дол. Дрібних акціонерів змусили заспокоїтися й передати цілковитий контроль над компанією новому власнику. Російська держава тоді не повернула жоден із взятих нею кредитів, а тому всі 12 заставних компаній легітимно перейшли у власність близьким до влади олігархам.

Зауважимо: майже дарова приватизація колишніх державних виробничих потужностей по видобуванню ресурсів в Росії та Україні означала поряд з цим і фактичне привласнення надр, тобто розпорядження суспільним надбанням як приватним. За деякими оцінками, розміри наразі недоотримуваної природної ренти в Росії становлять майже три чверті доходів її державного бюджету [256, с.6]. Як бачимо, виключний доступ до рідкісних і найцінніших ресурсів у цей переломний для нашої історії момент необхідно поріднив владу і великий бізнес заради одного – спільного збагачення за рахунок, виставлений ними усьому суспільству. То ж закінчимо цей короткий екскурс словами С. Дженінгса, керівника однієї з іноземних фірм: “У Росії немає багатих ангелів. Усі порушили безліч законів і зробили безліч поганих речей, щоб отримати кошти, які вони нині мають. В основі більшості значних статків лежать кілька смертей” [260].

У рейтингу найбагатших людей світу, який щорічно публікується американським часописом “Форбс”, у 2002 р. українців поки що не було, як не було ще три роки тому і росіян, зате у цьому році в нього потрапили відразу 17 росіян. Дванадцять із них – “нафтові барони”, четверо займаються виробництвом та експортом металів і лише один керує телекомунікаційною корпорацією. Список найбагатших росіян тоді очолили власник “ЮКОСу” М. Ходорковський (особисті капітали – 8 млрд. дол. і 26 місце серед 476 мільярдерів світу), власник “Сибнафти” і губернатор Чукотки Р. Абрамович (5,7 млрд. дол.), голова “Альфа-груп” М. Фрідман (4,3 млрд. дол.) [261]. За підсумками 2003 р. уже з 25-ма доларовими мільярдерами Росія замкнула трійку лідерів, слідом за США й Німеччиною [262]. Як бачимо, темпи й масштаби нагромадження капіталу пострадянськими олігархами, які фактично розкрадали й значною мірою тепер проїдають багатство своїх країн, не йдуть ні у яке порівняння зі статками сімей Рокфеллерів, Фордів, Дюпонів та інших відомих світу підприємців-мільярдерів, які наживались протягом

кількох поколінь у результаті примноження їхніми зусиллями національного багатства.

В сукупності усіх тіньових та легітимних процесів переділу власності панівний клас прибрав до своїх рук значну частину державного майна й водночас нагромадив грошовий капітал для його перетворення у промисловий капітал. І виявилось, як зазначає російська економістка О. Краснікова, що зненацька й парадоксально вибрана модель ринкового реформування ввела процес первісного нагромадження капіталу в русло класичних канонів: вона передбачливо розвинула фінансову систему, аби та стала потужним і вельми ефективним інститутом формування грошового капіталу; вона прирекла на “безхозне” існування реальний сектор економіки, який став унаслідок цього легкою здобиччю фінансових “акул”; вона здійснила політику грошових рестрикцій, яка знекровила фактично реальний сектор та перетворила більшість населення у клас неімущих [263, с. 150].

Органічний взаємозв'язок безсистемного реформування постсоціалістичної економіки та стихійного процесу перерозподілу суспільного багатства відзначили й спеціалісти Світового банку: “Переможці в цих часткових реформах знімали рясні плоди. Ті, хто мав право контролювати цінні активи й політичний доступ до можливостей отримувати незароблені доходи, могли легко “приватизувати” вказані активи за умов нечітко визначених прав власності, неіснуючої етики корпоративного управління й недостатніх нормативних рамок. Поки існували можливості отримання незароблених доходів у “переможців” залишались могутні стимули для збереження своїх переваг, і вони вкладали значні кошти, аби блокувати реформи, що несли загрозу ліквідації таких переваг” [264, с. 243].

Узагальнюючи практику ринкової трансформації постсоціалістичних господарств, можна помітити, що процес формування реальних передумов ринкового господарювання, тобто відносин капіталу і найманої праці, у них цілком відтворює логіку класичного процесу первісного нагромадження капіталу, але протікає незрівнянно швидше, відбиваючи постсоціалістичну специфіку. Його прискорення тут ми пояснюємо трьома основними факторами: по-перше, наявністю масштабного індустріалізованого господарства, одержавленням та, як наслідок

цього, низькою ефективністю якого визначена його приватизаційна доля як *основи* переходу до ринку; по-друге, позитивним впливом зовнішнього ринкового світу, демонстрацією переваг капіталістичного господарювання; по-третє, особливостями успадкованої соціальної структури суспільства, а саме збереженням владних позицій номенклатури та її нестримним бажанням розділити національне багатство, з одного боку, та соціальною пасивністю більшості населення, з іншого. Уже починаючи із середини 90-х рр. у більшості постсоціалістичних країн (а в Росії та Україні наприкінці 90-х) намітилося економічне поживлення, яке свідчило про початок зміни періоду позавиробничого нагромадження капіталу його нагромадженням безпосередньо в реальному секторі шляхом капіталізації прибутку. Тепер по мірі утворення промислового капіталу можна реально сподіватися на те, що наступна економічна політика уряду більшою мірою орієнтуватиметься на інтереси національного виробництва, забезпечення його конкурентоздатності та ефективності.

Разом з тим, завершення процесу первісного нагромадження капіталу, як нам представляється, можна лише *в основному* пов'язувати із закінченням грошового етапу приватизації стратегічних державних об'єктів. Адже сутність первісного нагромадження капіталу не зводиться до формального перерозподілу прав власності. Цей процес неодмінно продовжуватиметься й далі, оскільки механізми безплатного й неконкурентного, чи свідомо здешевленого, відчуження у держави підприємств не створює дієвої мотивації у їхніх нових власників, живить спекулятивні очікування щодо сприятливої кон'юнктури на ринку капіталів. Відомо й те, що викуп багатьох великих державних підприємств здійснюється доволі обмеженим колом одних і тих же покупців, власні капітали яких навряд чи достатні для повноцінного інвестування кожного з придбаних підприємств, тоді як техніко-технологічний стан останніх майже критичний. Окрім того, інші методи первісного нагромадження капіталу, хоча й вичерпуються, а деякі з них відійшли вже в історію, та все ж, як видно із практики, продовжують діяти*. Тому лише з

* За інформацією Держслужби боротьби з організованою злочинністю МВС України, за підсумками 2002 р., її силами розкрито 42,3 тис. злочинів у сфері національної економіки, з яких 32,3 тис., або 76%, – важких і особливо

досягненням такого суспільно-економічного стану, коли нові економічні суб'єкти відтворюватимуть свій статус реальних власників, нарощуючи капітал уже на ринково-конкурентній основі та, що найважливіше, піклуючись про інституційно-правовий захист своєї приватної власності, можна ставити питання про вичерпаність резервів головним чином позаекономічного нагромадження капіталу й створення повноцінної приватної власності.

Ідентифікація перехідного періоду у ринковій трансформації економіки з процесом первісного нагромадження капіталу дає нам можливість реалістичніше сприймати мотиви та наслідки економічної поведінки учасників цього процесу. Зокрема, оцінюючи економічні рішення й дії держави з погляду їх відповідності інтересам зростаючого приватного капіталу, його утвердження як рушія ринкових перетворень, маємо всі підстави стверджувати, що в цьому відношенні вона діяла якраз адекватно й успішно. Здійснювана нею макроекономічна політика призвела, як пише П. Єщенко, “до реального підпорядкування держави інтересам олігархів, котрі перетворили державні інституції, покликані слугувати захисту прав власності, створенню рівних умов для всіх форм господарювання, що є визначальним фактором переходу до ринкової економіки, на інструмент первісного нагромадження капіталу та його перерозподілу серед корумпованих суб'єктів” [265, с. 52].

Український олігарх – це не просто дуже багатий бізнесмен, якому казково щастить у країні загальної бідності й злиденності. Це ділок, який робить великі статки в основному завдяки купленій ним корумпованій владній верхівці. Його бізнес процвітає, головним чином, у позаконкурентному середовищі, тягнучи за собою виродження еліти та влади. На противагу дійсному підприємцю шумпетерівського типу чи навіть тому, що діє у звичайному режимі насичення

важких (Дарпінянц В. “Економічний рейтинг” від МВС // День. – 2003. – 17 січня. – С. 2). Особливим різновидом кримінального бізнесу стало незаконне відшкодування ПДВ та таке ж формування податкового кредиту. Законодавчі проріхи, які існують не один рік, заохочують фіктивне підприємництво, яке набрало катастрофічних масштабів. За прогнозами податківців, якщо наявна тенденція збережеться, то у найближчі два-три роки сума бюджетного відшкодування ПДВ перевищить надходження цього податку до бюджету [ПДВ потребує законодавчого реформування // Урядовий кур'єр. – 2003. – 21 січня. – С. 5]. Російська газета “Известия” задавалась у 1996 р. питанням, а чи не є А.Б. Аронов рекордсменом за кількістю створених ним фірм (463), саме заснування яких для нього було бізнесом, оскільки існує великий попит на “фірми-метелики” [Известия. – 1996. – 7 декабря].

споживчого попиту, олігарх – це, насамперед, ділок, який, в коаліції з владою, обкрадає країну*. Тому вітчизняний великий бізнес, як справедливо зазначає А. Чаусовський, – “це в основному не підприємницькі таланти, ініціатива, чесна конкурентна боротьба, а переважно незаконно добуті гроші, доступ до влади та знищення з її допомогою бізнес-конкурентів” [250, с. 152]. Своїми успіхами олігархи зобов’язані владі й залежні надалі від її лояльності, а корумпована влада не менш залежна від створених нею лідерів бізнесу, адже тільки вони можуть надати потрібні фінансові й медійні ресурси для передвиборчих кампаній.

Навіть той факт, що олігархічний капітал в Україні прагне будь-що *безпосередньо* уособити законодавчу й виконавчу владу, говорить сам за себе. Олігархічні клани та їхні лобісти всілякими способами деформують державну політику в інтересах власного збагачення. Це проявляється у тому, що економічна політика уникає тих напрямів, які не вигідні олігархам і, навпаки, сприяє здійсненню тих цілей, які їм вигідні. Так, олігархи всіма методами гальмують розвиток прозорої конкуренції, правової системи, дійового і неупередженого судочинства.

Якщо уважно поглянути на те, хто персоніфікує політичну й економічну владу в Україні, то можна дійти висновку: система влади в країні, по суті, не змінилася. В Україні, стверджують аналітики, на відмінну від Польщі, Чехії та країн Балтії, дотепер не відбулася зміна “критичної маси” політичної еліти [266, с. 8]. Інституціональні реформи не тільки не відокремили владу від економіки й економіку від влади, в чому, власне, й полягає ключове завдання політики роздержавлення, а посилили цей симбіоз, сприяли зрощенню олігархічних корпоративних структур з інститутами влади на всіх рівнях. У результаті переділу державної власності, пік якого вже пройдено, в Україні та Росії швидко сформувалися кілька олігархічних груп великого капіталу, які тісно переплелися з державною владою, диктуючи їй свої умови. Тому їх зазвичай називають фінансово-політичними групами (в Україні їх нараховують близько семи, в Росії –

* Відомо, що в середині 90-х рр. українські газотрейдери, купуючи у Росії газ за ціною 35-40 дол. за 1 тис. м³, перепродували його на батьківщині за 65-80 дол. Право поставок газу уряд надавав лише певним фірмам.

20). Використовуючи вади законодавства та відсутність контролю з боку держави тепер олігархи стрімко й агресивно скуповують цілі промислові галузі, вибудовують фінансово-промислові імперії.

Окремі дослідники з конкретного аналізу первісного нагромадження капіталу приходять до висновку, що цей процес є не стихійним, а керованим, й тому ними висловлюється сумнів щодо його об'єктивного характеру [267, с. 10]. Дійсно, роль держави у цьому процесі особлива, проте, як нам представляється, заперечувати його об'єктивність, припускаючи тим самим можливість його уникнення й вивіреного за всіма азами науки та гармонізованого із суспільними інтересами входження у ринок, немає достатніх підстав. Формування капіталу і приватної власності не може не бути стихійним процесом. Політика лібералізації відкриває йому шлях, а інакше перехід до ринкової системи був би лише примарою [268, с. 14-15]. Утім, у суспільстві зі слабкими інституціональними обмеженнями цей процес стає майже всевладним, перетворюючи навіть державну систему у свого заручника. Та все ж, при всіх своїх гримасах процес первісного нагромадження капіталу є необхідною передумовою переходу до ринкової, приватно-корпоративної економіки. Іншими словами, цей системний процес реструктуризації економіки не зрежисований цілком людським інтелектом, а об'єктивно визначений у суспільстві, позбавленому історичною долею ринкових традицій. Його пізнають на власному прикладі усі без виключення постсоціалістичні країни, з тією лише різницею, що скрізь він набуває національної специфіки, віддзеркалює стан ринкових передумов, передовсім, інституціонального середовища. Долю пострадянських країн у цьому відношенні, либонь, найбільше розділяє тільки Югославія [269].

Російський економіст В. Попов у статті “Сильні інститути важливіші реформ” стверджує, що “якщо є вибір розпочинати реформи з ризиком колапсу інститутів або відкласти реформи, зміцнивши інститути так, що під час переходу до ринку вони виявляться на висоті, – для мінімізації втрат у вигляді падіння виробництва реформи краще відкласти” [270, с. 66]. Така думка єднає чимало економістів (див., наприклад, [271, с. 9]). Теоретично, начебто, так, і деякі країни це підтвердили

власним досвідом, але як бути, коли такого вибору немає? Хіба реально було в уже незалежній Україні зупинити спонтанну приватизацію як тіньовий перерозподіл національного багатства, яка розпочалась ще за “горбачовської” бюрократичної перебудови й переросла у неконтрольований процес? Послухаємо тепер практика. Колишній Голова Фонду держмайна України О. Бондар говорить: “Якщо дивитися на речі більш прагматично, то в нас кожне державне підприємство знаходиться під контролем якоїсь фінансової структури... Коли ми проводимо приватизацію, то вона може дати два варіанти. Перший – цей контроль буде узаконений через власність, тобто той, хто його контролює, той і купує – у більшості випадків так і відбувається. Другий варіант – коли приходять новий власник і починається конфлікт, тому що треба попереднього відсторонити й забирати собі владу... У нас немає державних підприємств, це просто ілюзія. Вони не є державними, ними управляє певне коло осіб або чиновників, які на цьому “сидять” [272, с. 4]. Отож, маємо, либонь, той випадок, коли говорять: “практика перемагає теорію”.

За відсутності сильної політичної влади з чіткою стратегією реформ стихія переділу власності стає революційним за своїм характером процесом. Суспільство тепер зможе приступити до упорядкування цього процесу, лише адаптувавшись до ситуації, коли у ньому визріють і консолідуються соціальні й політичні сили (середній клас), зацікавлені в модернізації економіки, які й створять сильну й відповідальну перед усім суспільством державу. Адже наївно було б сподіватися, що “круті” нові власники вимагатимуть законності й дотримання усіма прав власності*. Щоб переконатися у цьому, достатньо зазирнути в історію. Узяти хоча б уведення американцями вперше у світі наприкінці XIX ст. антитрестовського законодавства. Не відразу ж, услід за монополізацією виробництва, воно з’явилося, і не Дж. Рокфеллер укупі з іншими мільйонерами від щирості зголосився його

* Прослідковуючи історію приватизації в Україні, В. Ларцев зазначає, що, хоча термін “приватизація” з’явився в програмах економічних реформ лише восени 1990 р., фактично з 1988 р. велика, всезростаюча частина державної економіки цілком могла вважатися псевдодержавною формою існування приватного капіталу [Ларцев В. Основні особливості етапів приватизації // Економіка України. – 2001. – №3. – С. 43-50. (С. 44)].

* На думку експертів, законність приватизації майже кожного великого об’єкта може бути оскаржена в суді.

прийняти. Олігархи завжди віддавали перевагу панібратському капіталізму перед законністю.

Перехідна економіка, за визначенням, не може бути соціально орієнтованою економічною системою. Об'єктивно формуючий її основний зміст процес первісного нагромадження капіталу, який в сутності своїй є перерозподілом суспільного багатства, пов'язаний з масовим насиллям, причому в найбільш витончених формах, з розгулом організованої злочинності, руйнуванням духовних засад особистості. Специфічним україно-російським феноменом виходу з “єдиного колективу” стали навіть навмисні невідплати і/чи зволікання з виплатою заробітної платні робітникам, що по своїй суті тотожне примусовому перетворенню найманих працівників у кредиторів своїх роботодавців**. Як бачимо, у цій боротьбі за місце під сонцем засобами не перебирають, якщо, звичайно, бракує дійових інституціональних перешкод.

Перехідній пострадянській економіці, дійсно, бракує ефективної системи інституціональних регуляторів людської поведінки. “Відсутність основоположних інституціоналізованих принципів чесної ділової моралі, – вважає К. Штайльманн, – одна з головних причин криміналізації й корупції суспільства” [273, с. 32]. Зворотним боком примітивної ліберальної політики, недосконалості законодавства й слабкості судочинства стала вакханалія беззаконня, вседозволеності, якій не було аналогів ні в радянські часи, ні в часи генезису капіталізму на Заході. Навіть морально-етичні норми виявилися тут явно заниженими.

У більшості сучасних країн основним джерелом етичних норм суспільного життя слугують релігійні традиції. Відомо, наприклад, що протестантська етика на Заході, духовні традиції синтоїзму в Японії, конфуціанство в Китаї зіграли й продовжують виконувати значну роль в економічному розвитку цих країн. Під їх впливом навіть правові обмеження поведінки трансформуються у неформальні обмеження за схемою: правовий примус → звичка → переконання. Проте колишній

** У країнах з ринковою економікою та в багатьох центральноевропейських країнах з перехідною економікою несвоєчасна оплата праці вважається неприпустимою взагалі, позаяк вона блокується механізмом банкрутства та ліквідації (реорганізації) неплатоспроможних підприємств.

радянський режим ці споконвічні норми людської поведінки цілеспрямовано викорчовував, а тому наразі вони виявилися істотно підірваними й, очевидно, їх теперішнє відродження є почасти неприродним, демонстративним. В інших же постсоціалістичних країнах, де вони більш-менш уціліли, криміналізація суспільно-господарського життя виявилася на порядок меншою. Тому через слабкість законодавства та правовий нігілізм економічна система сама відтворює неформальні “правила гри”, у тому числі й кримінального характеру.

Кризовий стан характерний і для національної свідомості, яка не надихає на самопожертву заради вільного демократичного суспільства. Політико-економічні рішення політичних і державних діячів нерідко суперечать національним інтересам*. Натомість пересічним громадянам, насамперед пострадянських країн, бракує навичок самоорганізації, наполегливості й рішучості у відстоюванні своїх прав та інтересів. Ба більше, зневага до права, приниження громадянської честі і людської гідності стали звичкою їхнього життя. То ж, зрозуміло, чому в такому зруйнованому та загалом слабкому інституціональному середовищі нагромаджуваний капітал шаленіє від спокуси легкої здобичі – переділити величезний суспільний капітал, відігнавши від нього чужаків.

Яскравим свідченням глибинної перерозподільної сутності перехідної економіки (“економіка перерозподілу”) є різка поляризація суспільства за рівнем життя. Адже розрив у доходах 10% найбагатших і 10% найбідніших громадян, який у західному світі утримується в межах 4-6 раз, у нас, за визнанням Президента України [274, с. 16], уже давно перевищив критично допустимий рівень, і це при тому, що протягом 90-х рр. національне виробництво скоротилося майже на 60%. У Росії відповідне співвідношення доходів офіційно досягає 14 разів [256, с. 11], а за деякими розрахунками 1 : 60 [275]. Така глибока соціальна диференціація вказує на те, що держава самоусунулась від належного здійснення політики доходів як центральної складової соціальної політики. Своєю бездіяльністю щодо необхідного

* “Ні для кого не є секретом, – зауважує народний депутат акад. М. Жулинський, – що основні рішення, які приймає правляча еліта, продукують фінансово-промислові групи. Опитані Центром ім. О. Разумкова експерти вважають, що саме олігархи впливають на прийняття рішень – 80,7%, а це є серйозним сигналом, який свідчить про дискредитацію

перерозподілу доходів на користь збіднілих верств населення вона фактично сприяє нагромадженню грошового капіталу товстосумами. Ось декілька тому аргументів.

Аргумент перший. Усупереч світовій практиці, де в основу податкової системи закладена прогресивна шкала оподаткування доходів фізичних осіб*, українська держава, слідом за російською, прийняла безпрецедентне рішення – введення єдиної 13-відсоткової ставки такого оподаткування. Прийняття такої новації мотивувалося виключно необхідністю зменшення рівня тінізації економіки, від чого найбільший вигравш отримав, ясна річ, великий капітал, якого зрівняли з усіма платниками податків.

Аргумент другий. Усупереч світовій практиці, де податкова система передбачає ефективне оподаткування надвеликої особистої власності (нерухоме майно, престижні автомобілі, предмети розкоші тощо), наша держава вперто нехтує цими вагомими джерелами наповнення свого бюджету, основна частка коштів якого має використовуватися у соціальних цілях. Понад те, вона закриває очі на те, що власники великих капіталів значну частину своїх особистих витрат відносять на рахунок витрат контрольованих ними фірм, уникаючи у такий спосіб повної сплати податків із своїх доходів. Така “байдужість” держави заохочує “нових українців” не стільки розширяти й модернізувати свої підприємства, створювати нові робочі місця, скільки демонструвати свій соціальний статус шляхом будівництва розкішних особняків, дорогих “євроремонтів” офісів, проведення презентацій, придбання шикарних іномарок, футбольних клубів, утримування особистих охоронців і т. ін.

Аргумент третій. Усупереч загальноприйнятим у цивілізованих країнах нормам, згідно з якими перебування на державній службі несумісне з одночасною бізнесовою діяльністю, вітчизняні реалії дають іншу картину – олігархи відверто

в суспільстві правлячої еліти. Їй довіряє лише 6% населення, а 53% повністю не довіряє” [М. Жулинський. Передумови “українського дива” // День. – 2004. – 24 липня. – С. 4].

* Показово, що за часів Нового курсу в економічній політиці США прибуток, що перевищував 50 тис. дол. на рік, обкладався податком у 31%; 5 млн. дол. – 78%; податок на нерухомість підвищувався до 70%. Обкладаючи податками багатіїв, Президент Ф. Рузвельт пояснював, що йдеться не про знищення багатих, а про створення

здійснюють свій бізнес через державу, яку вони ж і уособлюють. Звісно, що декларувати свої статки, які ростуть через це як на дріжджах, їм не з руки. Хоча усім відомо, що великий бізнес у кризовій економіці не міг відбутися без серйозних порушень чинного законодавства, та, попри це, за всі роки реформ навряд чи був доведений до логічного кінця хоча б один судовий процес над організаторами та виконавцями шахрайських схем по розтаскуванню державної власності чи обдурюванню довірливих громадян. Навіть сам інститут законодавства перетворився в корпорацію по захисту не лише інтересів, але й “душ” персоніфікованого великого капіталу. Будемо пам’ятати: розпочати боротьбу з відмиванням “брудних грошей” вітчизняних законотворців змусила все-таки західна спільнота (санкції FATF). Економіку клептократії найвиразніше, мабуть, уособлює системне злочинство недавнього українського прем’єр-міністра, який було кинувся “в біга” з фальшивим паспортом й опинився тому в чужій в’язниці.

Усвідомлюючи сутність та специфіку первісного нагромадження капіталу в постсоціалістичних умовах, ми також переконуємося у некоректності прямого застосування щодо перехідної економіки тих закономірностей і принципів, які теоретично виведені з умов усталеної ринкової практики. С. Меншиков, зіставляючи, як очевидець, реалії західної ринкової та російської перехідної економік, пише, що остання (додамо: українська також) “різко відрізняється як від ринкової економіки ХІХ ст. з її неприборканою стихією, так і від сучасної ринкової економіки Заходу, де навіть максимізація приватного інтересу здійснюється за великих фактичних і законодавчих обмежень”. І далі, називаючи таку перехідну економіку “бандитським капіталізмом”, він зауважує, “що для її пояснення потрібне дещо більш реалістичне, аніж стандартна неокласична теорія” [244, с. 27].

Висловлювана багатьма знаними економістами критика поточних наслідків реформи власності з позицій нереалізованого принципу економічної ефективності чи то принципу соціальної справедливості виглядає, на наш погляд, попросту тенденційною та абстрактною. Слушні пропозиції щодо посилення регулюючої

ролі держави в процесі нагромадження капіталу, наприклад, оптимізації податкової системи чи введення суворої відповідальності за економічні злочини та невиконання прийнятих при купівлі держпакетів акцій інвестиційних зобов'язань залишаються благими побажаннями. Зокрема Дж. Стігліц, виходячи з того, що проведена в Росії та Україні велика приватизація фактично була нелегітимною, пропонує заставити олігархів заплатити за свою власність шляхом обкладення їх відповідними податками. Воно то так, але вся проблема в тому, як цього домогтися, коли влада керується іншими міркуваннями й до того ж цілком прагматичними, своїм “здоровим глуздом”. Про це говорив Президент України у своєму посланні до Верховної Ради “Європейський вибір”: “Найбільш небезпечним є зміцнення позицій олігархічного капіталу, його зрощування з державною бюрократією, тенденції підпорядкування економіки та держави загалом корпоративним інтересам” [276, с. 6].

З цього, звичайно, *не* випливає те, що слід змиритися з криміналізацією економіки, безправністю більшості учасників економічної діяльності та іншими сумнівними здобутками реформ. Сподіватися на те, що дикий капіталізм періоду первісного нагромадження сам собою трансформується у соціальне ринкове господарство, не доводиться. Досвід більшості країн, економіки яких хоч і є формально ринковими, але так і залишилися світовою периферією розвинених держав, наочно переконує у цьому.

Вихід із теперішнього становища як некерованої стихії первісного нагромадження капіталу, що веде до утвердження олігархічно-кланової економіки, ми пов'язуємо із завершенням фундаментальної трансформації усієї суспільно-економічної системи, передусім із демократизацією влади, очищенням і зміцненням державної влади, створенням правової держави. Шлях до конкурентного і ефективного ринку пролягає через демократію, забезпечувану на ділі дієвими механізмами народовладдя, через істотне підвищення політичної культури членів суспільства, формування громадянського суспільства. За відсутності демократичного контролю спокуса приватного збагачення за чужий рахунок є непереборною. Марно сподіватися на те, що раптом (звідкись) з'явиться

у чинної влади політична воля, якої їй раніше (чомусь) бракувало, й вона ошчасливить народ. Владу можна тільки змусити, зобов'язати реформувати й регулювати економіку в суспільних інтересах з допомогою механізмів партійно-парламентської демократії, незалежної судової системи, контролю з боку засобів масової інформації та громадських організацій. У цьому, переконані ми, полягає головна передумова економічного відродження країни.

3.3. Постприватизаційні тенденції структурування корпоративної власності та їх наслідки

Найважливішим результатом інституціональних реформ у постсоціалістичних країнах стала поява недержавного сектору економіки як основного щодо кількості суб'єктів господарювання, обсягу виробництва товарів та послуг, чисельності зайнятих. Його корпоративний сегмент сформувався, головним чином, приватизаційним шляхом, тобто на основі переходу прав власності на підприємства державної власності цілком чи в значній частині в руки приватних власників. Практикування різних моделей приватизації (оренда з викупом, сертифікатна та переважно грошова приватизація) не могло не позначитися на структурі корпоративної власності й відповідно на ефективності управління корпоративним капіталом та економічній діяльності підприємства. Наше завдання у цій частині дослідження полягає у вивченні постприватизаційної структури корпоративної власності, з'ясуванні чинників та основних тенденцій її зміни.

Передусім зазначимо, що приватизаційний процес та формування на його основі корпоративних відносин в Україні ще не завершений і, починаючи з 1998 р., перейшов у стадію грошової приватизації. Приватизації підлягають декілька тисяч великих, у тому числі й стратегічних, підприємств, які раніше законодавець списком вилучав з ухвалюваних ним програм. Так збіглося, що у тому ж таки році Росія завершила загалом свою приватизаційну кампанію, відвівши на неї сім років.

Українська ж приватизація перетворилася в марафон, але не від того, що нарешті стала виваженою у кроках та ефективною в соціально-економічному відношенні, а оскільки завершальний переділ державної власності олігархічно-клановими групами стає дедалі запеклішим та багатородовим. Тому постприватизаційні перерозподільчі процеси у корпоративному секторі чіткіше і рел'єфніше виразилися наразі в інших постсоціалістичних трансформаційних економіках, зокрема у російській, повернувши до себе посилену увагу науковців. Однак, цілком очевидно, аналогічні процеси та тенденції розгортаються й у вітчизняному корпоративному секторі.

На початок 2004 р., за даними Єдиного державного реєстру підприємств та організацій України, в країні функціонувало 34662 акціонерних товариств, з яких 11906 (34,3%) – відкритого типу та 22089 (63,7%) – закритого типу, а також 281105 товариств з обмеженою відповідальністю [277, с. 42]. Власниками іменних акцій (на 1.01.2003 р.) були 16,7 млн. громадян [278]. Це складає третину усього населення країни, що значно перевищує аналогічний показник країн із розвинутою ринковою економікою (для порівняння: за даними експертів, у 1995 р. частка акціонерів у загальній чисельності населення становила: в Німеччині – 5,5% (4,5 млн. чол.), в Японії – 9% (11 млн. чол.), у Великій Британії – 15,8% (9 млн. чол.), у США – 21,1% (51,4 млн. чол.) [279]). Така формальна масовість участі в акціонерній власності є свідченням *значної розпорошеності корпоративних прав власності та її наслідку – аморфності однієї з основних складових “пучка” прав власності – функції контролю*. І це, мабуть, найперша характерна ознака структури корпоративної власності, що склалася в результаті масової сертифікатної приватизації.

Закономірним продовженням відчуження державою своєї власності стає концентрація прав власності в корпоративному секторі, яка, поки що теоретично, виходячи з корпоративного досвіду розвинених країн, має, зрештою, привести до появи ефективного власника, тобто акціонера (чи групи акціонерів), відповідального за стан справ на підприємстві. Концентрована власність відіграє

роль основного економічного механізму корпоративного контролю, який формує базу для реального впливу інвесторів (власників) на поведінку менеджерів.

У період активної приватизаційної кампанії не існувало ефективної інфраструктури вторинного ринку корпоративних цінних паперів. Відтак концентрація прав власності із самого початку відбувалася, як правило, за закритими, непрозорими технологіями: через скупку посередниками приватизаційних сертифікатів у населення, маніпуляції під час аукціонних торгів та при внесенні даних у реєстри акціонерів, різноманітні прийоми тиску та шахрайства. Однак надалі вторинна реструктуризація корпоративних прав власності уповільнилася через відсутність інститутів повноцінного фондового ринку, дієвого корпоративного законодавства, безумовної майнової відповідальності суб'єктів господарювання.

Про концентрацію прав власності загалом у корпоративному секторі України говорить саме співвідношення: у придбання акцій населенням вкладено 43 млн. приватизаційних майнових сертифікатів, а наразі нараховується менше 17 млн. акціонерів. Тож скорочення чисельності дрібних акціонерів та їх ролі у формуванні структури корпоративної власності можна розглядати як генеральну тенденцію постприватизаційної реструктуризації власності, причому доволі динамічну. Динаміку концентрації прав власності по завершенні масової приватизації ілюструє таблиця 3.1.

Таблиця 3.1

Зміна чисельності акціонерів в Україні за 1999-2002 рр.*

	На 1.01. 1999 р.	На 1.01. 2000 р.	На 1.01. 2001 р.	На 1.01. 2002 р.	На 1.01. 2003 р.
Кількість власників іменних акцій у реєстрах (млн. осіб)	18,512	19,123	17,578	17,760	16,658
Кількість номінальних утримувачів у реєстрах	256	2084	4423	5579	6143

* Джерело: www.ssmc.gov.ua

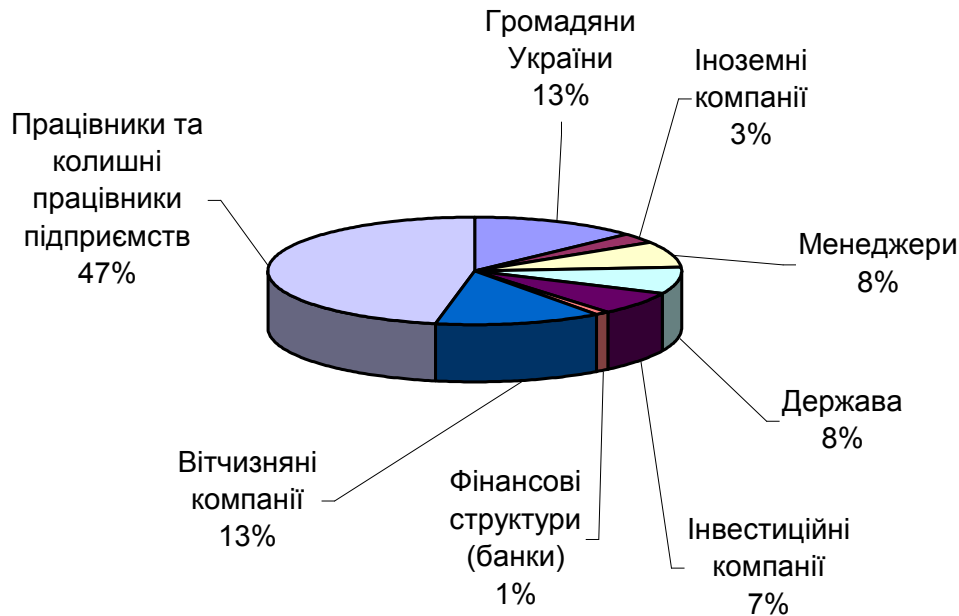
Другою характерною ознакою постприватизаційної структури корпоративної власності стало утворення як панівної *інсайдерської моделі власності*, тобто розподілу корпоративних прав власності на користь працівників та керівників

приватизованих підприємств. Це – прямий результат використаних неконкурентних методів приватизації – оренди з викупом та приватизації за сертифікатами, яка надавала чималі пільги трудовим колективам та ще більші керівникам підприємств. Утім, інсайдерська модель корпорації має місце і в інших європейських країнах, де вона сформувалася спонтанно.

Зауважимо: своєрідність природи та структури корпоративної власності, що склалася у ряді перехідних економік за підсумками приватизаційної кампанії, позначилася і на трактуванні поняття “інсайдер”. У розвинених країнах інсайдерами (від англ. *inside* – внутрі) прийнято вважати тих посадовців, які володіють недоступною для більшості акціонерів і потенційних інвесторів інформацією про реальний стан та плани корпорації і якою вони можуть скористатися в корисливих цілях (оперативний продаж належних їм акцій компанії при погіршанні її економічного стану чи, навпаки, купівля акцій за наявності перспективи її процвітання). Законодавством, яким регулюється ринок акцій, зазвичай заборонені інсайдерські угоди як такі, що шкодять інтересам акціонерів, порушують принцип рівності можливостей суб’єктів ринку.

В Україні, як і в ряді інших постсоціалістичних, головним чином, пострадянських країн, склалися передумови для ошукування акціонерів з боку реальних власників корпорацій (вищих керівників і домінуючих (прямо чи опосередковано) акціонерів), які завдяки значним владним повноваженням розпоряджаються фінансовими потоками компаній. Через нерозвиненість ринку акцій інші посадовці цих корпорацій зазвичай не мають жодних додаткових переваг ні щодо вигідніших для них трансакцій з акціями, ні щодо розподілу доходів їх компаній. Таким чином фактично вся корпорація перетворюється у закрити від беззахисних акціонерів інсайдерську систему, в інструмент збагачення окремих осіб шахрайськими методами.

За результатами досліджень* 2000 р., проведених вітчизняними й зарубіжними фахівцями [280], типова структура корпоративної власності в Україні виглядає так (див. рис. 2):



Діаграма. Структура власності акціонованих підприємств України

Як видно з діаграми, 55% корпоративної власності належить інсайдерам (менеджерам, теперішнім та колишнім працівникам підприємств) і 45% – аутсайдерам (зовнішнім індивідуальним та інституціональним акціонерам). Цю узагальнену структуру власності* можна вважати підсумковою за результатами головним чином масової приватизації й водночас стартовою для наступних процесів реструктуризації власності.

Інсайдерська модель корпорації виявилася вкрай неефективною, оскільки інсайдери не володіли власним інвестиційним потенціалом і тому здобутий ними

* Оскільки структура акціонерної власності підприємств офіційною статистикою не фіксується, її науковий аналіз ґрунтується на емпіричних даних, отриманих зазвичай шляхом опитувань. При цьому, отриману інформацію узагальнюють з допомогою, як правило, двох статистичних методів: а) шляхом виведення усередненої структури власності; б) шляхом групування підприємств вибірки за певною шкалою щодо типів власників. Виведені таким чином величини, при незначних відхиленнях, в цілому дають загальне уявлення про стан та тенденції розвитку корпоративної власності й капіталу.

* Типова стартова структура акціонерного капіталу російських підприємств була майже аналогічною українській. Дослідженням Російської асоціації маркетингу весною 1994 р. встановлено, що частка інсайдерів у ній складала в середньому 66%, аутсайдерів – біля 20%, держави – 14% [Радыгин А., Гутник В., Мальгинов Г. Постприватизационная структура акционерного капитала и корпоративный контроль: «контрреволюция управляющих»? // Вопросы экономики. – 1995. – №10. – С. 51].

статус власника позбавлявся стійкості. Ситуація ускладнювалась для них і через припинення державного фінансування та дорожчання позичкового капіталу. Ці обставини зумовили неминучість наступного перерозподілу прав власності на користь аутсайдерів.

Цілий ряд країн з перехідною економікою, у тому числі й Росія, мають вже більш ніж десятилітній досвід перебігу процесів постприватизаційного перерозподілу та консолідації прав власності в корпоративному секторі. То ж є можливість узагальнити його на предмет визначення основних тенденцій реструктуризації корпоративної власності, а також вивчення методів та умов концентрації прав корпоративного контролю та її впливу на ефективність господарювання. Зазначимо, що чимало емпіричних досліджень різних аспектів функціонування й розвитку корпоративних відносин уже проведено. Більшість аналітиків єднає формулювання загальних тенденцій формування й розвитку структури власності приватизованих підприємств, чого не скажеш про інтерпретацію ними взаємоз'язку структури власності з якісними показниками економічної діяльності корпорацій.

У рамках перехідної економіки країн Центральної й Східної Європи за результатами приватизаційних процесів склалися, умовно кажучи, чотири основних моделі корпоративної власності й контролю:

1. Модель із доволі розпорошеною структурою власності, яка склалася в Чехії, Словаччині, Росії, Україні внаслідок реалізації широкомасштабних програм масової приватизації, в основу яких було покладено принцип безплатного розподілу частини державної власності серед усього населення. Разом з тим, суб'єктна структура корпоративної власності, зокрема співвідношення між інсайдерами та аутсайдерами, працівниками та керівниками підприємств, індивідуальними та інституціональними зовнішніми акціонерами, у кожній країні вирізняється, оскільки на її формуванні позначилися конкретні приватизаційні механізми.

2. Модель “робітничої власності” (інсайдерська модель), яка склалася на основі викупу підприємства цілком чи значної частки у його капіталі працівниками

та менеджерами при наступному поділі спільної власності на індивідуальні паї чи акції. Цей тип власності не набув широкого поширення в жодній країні, крім Росії та України.

3. Модель корпоративної власності з домінуванням зовнішнього контролю (аутсайдерська модель), яка поширена в європейському регіоні, крім Росії та України, де участь іноземного капіталу у приватизації державних підприємств була мінімальною.

4. Змішана модель корпоративної власності зі значною часткою державного капіталу, яка існує в усіх перехідних економіках.

У процесі формування первинної структури корпоративної власності в Україні майже повністю відтворилися, слідом за Росією, дві висхідні тенденції: формування закритих для зовнішніх інвесторів корпорацій та збереження регіонально-галузевого монополізму. Перша тенденція проявилася передовсім у широкому розмноженні акціонерних товариств закритого типу, створених у ході та після оренди підприємств з викупом. Її змістовно доповнили й відкриті акціонерні товариства, створені в результаті закритої (пільгової для працівників підприємств) підписки на акції та проведення аукціонів із штучно обмеженим доступом до них зовнішніх учасників, оскільки в сутності своїй їхні маніпулювання акціями мало чим відрізняє їх від закритих корпорацій. Іншими словами, завершення приватизаційних процесів та наступний перерозподіл власності перейшли майже під повний контроль керівників підприємств, а також впливових у бізнес-середовищі владних структур, передусім регіональних.

Друга тенденція проявилася у прагненні зберегти ефект регіонального та галузевого монополізму великих підприємств створенням бар'єрів ефективному переливу капіталів, проникненню капіталу зі сторони. Це досягається завдяки вибудовуванню таких схем фінансових потоків, які, залишаючись замкнутими, дозволяють водночас мобілізувати та перерозподіляти між центрами різної доходності капітали всередині самої структури. Тенденція до відособленості й замкнутості, яка протидіє міграції вільного фінансового капіталу, чітко проглядає у створюваних у цей період інтегрованих корпоративних структурах – холдингах та

фінансово-промислових групах, елементом яких зазвичай є “свій” комерційний банк чи інвестиційна компанія. Сприяє їй також передача державою контрольних чи блокуючих пакетів акцій у трастове управління керівництву підприємств чи місцевим держадміністраціям, включення представників місцевих органів влади в наглядові ради компаній. Формування таких замкнених комбінацій капіталу за участю регіональної влади, ясна річ, передбачає надання прихованих переваг місцевому банківському та торгово-посередницькому капіталу, з яким пов’язані приватні інтереси представників владних органів та керівників підприємств, створення залежних фірм-реєстраторів, яким довіряють контроль за вторинним перерозподілом приватизованої власності.

Та все ж, попри замкнутість постприватизаційної структури корпоративного капіталу, перерозподіл та концентрація прав власності стали уже реальним фактом. Більше того, маємо достатні підстави стверджувати, що перерозподіл власності відбувається вельми інтенсивно. Метою дій, спрямованих на активний перерозподіл корпоративної власності, є захват і/чи убезпечення економічної влади завдяки концентрації значного пакета акцій у руках одноосібного чи консолідованого акціонера. Цей, по суті, єдиний процес здійснюється шляхом придбання частки капіталу акціонерного товариства через: а) вторинні угоди з акціями першого випуску; б) додаткові емісії акцій.

Постприватизаційна практика корпоративного розвитку виявила такі найбільш загальні форми (способи) перерозподілу власності [281, с. 55]:

- скупка (агресивна чи “узгоджена”) пакетів акцій на вторинному ринку;
- лобіювання конкретних угод із пакетами акцій, що перебувають у державній власності (процедури залишкової приватизації, довірче управління);
- добровільне чи адміністративно-примусове втягування акціонованих підприємств у холдинги та фінансово-промислові групи.

За даними багатьох емпіричних досліджень, наприклад, [282; 283; 281; 284], проведених зарубіжними експертами, виділяються такі ключові тенденції у формуванні структури корпоративного капіталу приватизованих підприємств:

- скорочення частки працівників підприємств та дрібних акціонерів;

- зростання частки адміністрації підприємств, перетворення менеджерів у власників і власників – у менеджери.;
- значне збільшення частки аутсайдерів, особливо в ході продажу державних пакетів акцій (в рамках етапу грошової приватизації);
- скорочення державної частки капіталу;
- повільне зростання частки іноземних інвесторів.

Як зазначалося вище, в Україні та Росії, за підсумками масової приватизації первісно склалася інсайдерська модель власності як домінуюча в корпоративному секторі. Наразі визначилася уже певна динаміка її трансформації. Так, за даними А. Радигіна і С. Архипова, якщо в 1993-1994 рр. інсайдерська частка прав власності в російських корпораціях становила в середньому 55-65%, то до 1998 р. вона скоротилася до 50-60%, а до 2000 р. (під впливом фінансової кризи 1998 р.) – відразу до 25-35% [285]. Близькими до цих даними ілюструє вказану тенденцію і Т. Долгоп'ятова [286, с. 47].

Однак зазначені вище тенденції виявилися нестійкими. Обстеженнями, проведеними “Російським економічним барометром” у 2001 р., встановлено, що тенденція до поступового розмивання й ослаблення інсайдерської власності з початку нового століття стала змінюватися на протилежну. Частка директорської власності на цей час майже зрівнялася з власністю найманого персоналу і в перспективі прогнозується акумуляція директорами більшості акцій цієї категорії власників (див. табл. 3.2). Іншими словами, процес перерозподілу корпоративної власності невпинно “програють” працівники підприємств, натомість перемогу святкують керівники та зовнішні акціонери.

Таблиця 3.2

**Структура акціонерної власності в російській промисловості
за результатами моніторингу РЕБ 1995-2001 рр. (в %) [287, с. 104]**

Категорія акціонерів	Р о к и				
	1995	1997	1999	2001	2003 (прогноз)
Інсайдери, разом	54,8	52,1	46,2	48,2	52,8
<i>Менеджери</i>	11,2	15,1	14,7	21,0	27,7
<i>Працівники</i>	43,6	37,0	31,5	27,2	25,1

Аутсайтери, разом	35,2	38,8	42,4	39,7	35,8
<i>Нефінансові аутсайтери, разом</i>	25,9	28,5	32,0	32,4	29,6
Фізичні особи	10,9	13,8	18,5	21,1	19,1
Підприємства	15,0	14,7	13,5	11,3	10,5
<i>Фінансові аутсайтери</i>	9,3	10,3	10,4	7,3	6,2
Держава	9,1	7,4	7,1	7,9	6,6
Інші акціонери	0,9	1,7	4,3	4,2	4,8

Фактичне призупинення перерозподілу власності на користь зовнішніх інвесторів та водночас активне нарощування директорської власності в Росії Р. Капелюшников пов'язує з фінансовою кризою 1998 р. та наступним економічним похваленням. Фінансова криза, вважає він, підірвала позиції багатьох фінансових інститутів країни, обмеживши можливості їхньої експансії у реальний сектор, тоді як поліпшення економічного стану підприємств сприяло активізації процесу “перехоплення” керівниками власності працівників [287, с. 105]. Він припускає далі, що істотні розходження з результатами інших досліджень (наведеними нами вище) щодо сучасних тенденцій змін структури власності могли спричинитися різними розмірами підприємств, які включаються у різні соціологічні вибірки [287, с. 106]. Ця ж обставина – суттєва, адже з нею пов'язана певна закономірність: домінуючими власниками великих корпорацій є переважно фінансові аутсайтери, малих – їхні менеджери [288, с. 118]. Пояснити таку закономірність можна тим, що придбання контрольних пакетів акцій великих корпорацій, більшість із яких реалізувала держава через інвестиційні конкурси чи грошові аукціони, потребувало відносно значних коштів.

В Росії, як прогнозують деякі аналітики та менеджери корпорацій, можливості перерозподілу акцій за слабкої інфраструктури ринку цінних паперів вичерпуються, а тому цей процес уже уповільнюється [288, с. 124]. Консервації домінуючого становища інсайдерів на більшості приватизованих підприємств сприяє та обставина, що для перехоплення контролю над останніми потрібен значний фінансовий капітал. Тому подальший шлях до концентрації акціонерних прав ефективними власниками пролягає через розвиток ринку капіталів, який займає певний час. Проте, існує й більш реалістична, на наш погляд, думка, згідно з

якою процеси переділу власності й контролю ще дуже далекі від свого завершення, вони переходять у фазу реалізації масштабних схем створення олігархами фінансово-промислових імперій [289, с. 56].

Емпіричних досліджень динаміки перерозподілу та концентрації прав власності в Україні поки що обмаль. Це можна пояснити початковістю тут постприватизаційного перерозподілу власності та інформаційним вакуумом: статистика не фіксує пропорцій розподілу акціонерного капіталу*, а тому відповідний аналіз допустимий лише на підставі окремих вибірових обстежень. Одне з таких поодиноких досліджень виконане експертами Центру економічного розвитку (м. Київ) на базі даних 670 ВАТ [236, с. 97-101]. Ним встановлено, що на 25% підприємств великі приватні власники, тобто ті, що за світовою міркою мають більше 5% акцій, разом володіють більш ніж половиною усіх акцій, а на 45% підприємств їм належить понад 25% акцій. Більш висока концентрація прав власності спостерігається на відносно невеликих (за обсягами реалізації продукції) підприємствах. З плином часу після приватизації частка акціонерних підприємств з висококонцентрованою власністю зростає. Але гіпотеза про те, що на приватизованих конкурентними методами підприємствах перерозподіл та концентрація прав власності мали б проходити інтенсивніше, цим дослідженням не підтвердилась. Загальні тенденції перерозподілу й концентрації титулів корпоративної власності справджуються також у галузевому розрізі [290].

Тенденція концентрації прав власності в корпоративному секторі емпірично підтверджується на прикладі усіх постсоціалістичних країн. В Угорщині, Польщі та Чехії ще в середині 90-х рр. 98% обстежених компаній середнього розміру мали домінуючого акціонера [291]. При цьому середній розмір частки капіталу у власності такого акціонера коливався в межах 50-85%. Дані по 960 приватизованих підприємствах шести пострадянських країн, у тому числі й України, періоду 1995-1997 рр. також підтверджують цю тенденцію, щоправда, з тим уточненням, що права основного власника концентруються у руках керівників підприємств [292].

* У цьому є певні об'єктивні причини, як-от: низький рівень ведення реєстрів акціонерів, закритість чи недоступність подібної інформації, проблеми з оцінкою реальної вартості акціонерного капіталу тощо.

Високим залишається рівень концентрації корпоративної власності й тепер. В цілому структура власності приватизованих підприємств значно більш концентрована, ніж у розвинених ринкових економіках. Середній розмір максимального пакета акцій у 2001 р. в російській промисловості складав 34,4%, тоді як два-три роки тому він становив за одними даними 28% [286, с. 48], за іншими – 32,5% [287, с. 109]. До того ж потрібно враховувати, що кількісні оцінки не відображають відносин афілійованості та взаємодії між акціонерами. Фактично концентрований інсайдерами, точніше, керівниками підприємств, капітал, за побічними оцінками, становить в середньому не менше половини [286, с. 47]. Опитування свідчать і про те, що великі акціонери прагнуть сконцентрувати у себе не лише контрольний пакет, але й наростити його до 70-80 і більше відсотків. При цьому власність формально може належати різним акціонерам, проте контролюється вона насправді однією фізичною чи юридичною особою. Як бачимо, феномен інсайдерської власності й контролю, поширений у більшості країн з перехідною економікою, чи не найдинамічніше розвивається в Україні та Росії. Така висока концентрація прав власності у домінуючих акціонерів при збереженні значної розпорошеності решти акцій, гарантує збереження з їхнього боку контролю над компанією і, разом з тим, стає гальмом притоку капіталу ззовні та раціоналізації структури акціонерного капіталу.

Розвиток процесу концентрації акціонерної власності, поєднаний зі збереженням значної частки інсайдерів, також засвідчує ту основну специфічну рису розвитку українських та російських корпорацій у постприватизаційний період, що власність зосереджується у менеджерів, відбувається *суміщення в одній особі функцій менеджера та реального власника*, а відтак закладаються передумови для ще більшого зміцнення влади керівників та нехтування законними правами й інтересами акціонерів. Можна сказати, що створюється своєрідний гібрид старої командної системи в частині її методів господарювання та інституту ринкової демократії.

Доволі показовими щодо перерозподілу інсайдерської власності на користь керівництва є дані по ряду енергетичних підприємств України. Так, на початок

2000 р., за даними Фонду держмайна та ДКЦПФР України [293, с. 11], у статутному капіталі ВАТ ДЕК “Центренерго” частка інсайдерів становила 21%, але у ній близько 9,8% акцій належало керівництву (3-7 особам); ДАЕК “Київобленерго” – відповідно 12,97% та 9,8%; ВАТ “Турбоатом” – 14,02% та 9,6%. Не дивно, що саме енергетичні й металургійні корпорації в Україні є найбільш непрозорими для ринку.

Разом з тим, з боку самих керівників, які спромоглися забезпечити особисто собі значний пакет прав власності, небажання розлучитися службовою посадою заради якісного оновлення системи управління має певну раціональну основу. Злиття в одній особі функцій власності й контролю за виробництвом забезпечує, по-перше, потрібну мобільність при придбанні, консолідації і структуруванні активів; по-друге, можливість оперативного знаходження взаємоприйнятних компромісів із державою; по-третє, як це не парадоксально, але й практика ігнорування законних інтересів дрібних акціонерів має свій позитив, наприклад, утримання капіталу компаній від “проїдання”. Те ж саме, мабуть, можна сказати і стосовно непрозорості фінансових потоків та розподільчих схем. Окрім усіх негативів, у цих особливостях відносин власності й контролю закладені також можливості швидкої концентрації ресурсів у напрямках, які відповідають критеріям суспільної ефективності. Сказане стосується, почасти, мобілізації капіталу підконтрольних підприємств для формування вертикально інтегрованих зв’язків.

Дані численних репрезентативних обстежень вказують на те, що в усіх країнах з перехідною економікою працівники-інсайдери фактично не відіграють істотної ролі в корпоративному управлінні. Формально належні їм частки статутного капіталу або контролюються менеджерами, або надто розпорошені, що теж не додає їм сили. Тому більшість акціонованих підприємств фактично контролюються їхніми керівниками, навіть не залежно від належної їм частки капіталу.

Формальне домінування інсайдерської моделі власності, а, по суті, директорської власності, свідчить про те, що на приватизованих і акціонованих підприємствах формується доволі своєрідна система відносин, яка істотно

контрастує з класичним трикутником корпоративних взаємовідносин “власники – менеджери – наймані робітники”. Складається така ситуація, коли, всупереч світовій науці й практиці корпоративного управління, менеджери отримують повну свободу дій як на основі привласнення ними вагової частки майнових прав, так і на злочинній основі – безкарного порушення законних прав решти акціонерів.

Прологом цієї ситуації був ряд попередніх інституціональних трансформацій, в результаті яких усувалися формальні обмеження на дії керівників підприємств. Спочатку в рамках державної власності були відключені Ради трудових колективів, ліквідовані партійні організації, зведена нанівець роль профспілкових комітетів і, нарешті, виділено з адміністративної ланки як самостійного “гравця” керівника підприємства. Процеси приватизації й наступного акціонування підприємств формально лише закріпили домінуючу роль керівників в управлінні ними, розподілі й привласненні результатів їхньої діяльності. А якщо враховувати ще й традиційну для вітчизняних господарників як лідерів колективів схильність нехтувати думкою й інтересами підлеглих, “обійти” закон і застрахуватись вигідними для себе “дружніми” зв’язками з могутніми чиновниками, а тепер ще й з кримінальними “авторитетами”, то стає зрозумілим, що підприємство з формальним статусом акціонерного товариства насправді часто-густо є “вотчиною” його керівника.

У новій системі корпоративних відносин безправними виявилися не лише наймані працівники підприємств, але й інші акціонери. Показовим є той факт, що навіть перехід основної частки прав власності аутсайдерам далеко не завжди є гарантією зміни реального власника підприємства, яким є його керівник і/чи зацікавлені особи, які стоять за ним. Та ще більш маргінальним виглядає те непоодинокє явище, коли акціонерне підприємство реально контролюється зовсім сторонніми особами, котрі не володіють титулами власності. Отож, в результаті ряду дискретних трансформацій, які зумовили глибокий розпад традиційних зв’язків і не створили нових, ефективних механізмів соціальної взаємодії, у тому числі й інституту корпоративного управління, формується особливий тип капіталістичної економіки. Г. Клейнер називає приватизоване корпоративне

підприємство “економікою фізичних осіб”, оскільки у ньому основними дійовими особами є не юридичні особи (компанії, органи управління), а фізичні особи (керівники підприємств, чиновники), а відтак пріоритетними в поведінці фактичних власників підприємств стають не інтереси корпорації, персоніфіковані її номінальними (законними) учасниками, а їхні власні інтереси як приватних осіб; ринкова конкуренція як одна з найважливіших умов ефективного функціонування економіки витісняється змовою та протиборством впливових осіб, економічні відносини в цілому швидко криміналізуються [294]. В регіонах, говорить він, чи не всі більш-менш значущі підприємства контролюються криміналом, причому лише в рідкісних випадках механізми цього контролю базуються на володінні акціями, у решти випадків в організаторів контролю було достатньо засобів впливу, аби обійтися без придбання акцій підприємств [295, с. 47].

Реальна структура власності в корпораціях, що утворилися шляхом трансформації державної власності (де-факто), часто не співпадає з тією формальною, яка визначається за розподілом титулів власності (де-юре). До того ж вона складніша. Реальні відносини в корпораціях східноєвропейських країн усе частіше описують, слідом за Д. Старком [296], терміном “рекомбінована власність”. Під останньою розуміється розходження формально закріплених та реальних прав власності, “розмитість” механізмів контролю та організаційних меж підприємств. Окрім номінальних (законних) володарів прав власності, передусім адміністрації і зовнішніх інвесторів, робота підприємства фактично контролюється його суміжниками, основними постачальниками та покупцями, кредиторами. Основний сенс виникнення рекомбінованої власності полягає у створенні передумов для оперативного перегрупування активів та консолідації пасивів [296, с. 13-16]. Звичайно, такі “мережі контролю” дозволяють хеджувати й розподіляти ризики. В умовах масових та хронічних неплатежів, хронічної збитковості майже половини приватизованих промислових підприємств, вочевидь, суб’єкти господарювання в змозі триматися на плаву завдяки існуванню механізмів взаємного контролю, підтримці з боку зацікавлених в рамках господарської кооперації партнерів. Однак, як свідчить практика, істинний ефект такого

неформального контролю, ймовірно, перекривається підступним розрахунком на переділ власності, коли надана позика в тій чи іншій формі виявляється лише наживкою для наступного вилучення високоліквідних активів боржника. Крім того, розходження формальної й реальної структур власності має місце тоді, коли домінуючий акціонер корпорації вимушено чи добровільно представляє інтерес певної афілійованої особи (“відмивання” тіньового капіталу, криміналітет).

Поширеність цього явища – розходження формально-правової та реальної структур прав власності в корпораціях, створених шляхом приватизації, – може, з нашого погляду, бути одним із пояснень того, чому емпірично не вдається знайти чіткої кореляції між структурою власності й економічними результатами їх діяльності. Загалом цей стан корпорацій можна кваліфікувати як погано структуроване право власності, з одного боку, та незадовільний рівень його дотримання, з іншого*.

Система корпоративних відносин, що наразі складається в пострадянських країнах на основі процесів вторинного перерозподілу й концентрації титулів власності, є *вкрай перекошеною або розбалансованою*. В істотній розбалансованості інтересів, прав та відповідальності основних суб’єктів цих відносин полягає, на нашу думку, основна проблема корпоративних підприємств у перехідній економіці, основний чинник неефективного управління й господарювання.

Характерною особливістю постприватизаційного розвитку відносин власності й управління у великих українських та російських корпораціях, включаючи інтегровані на акціонерній основі структури, є тенденція до *максимальної непрозорості структури власності*. Ця риса теперішньої корпоративної власності постійно дається взнаки у конфліктах, якими супроводжується переділ прав власності, коли сутичка за контроль над великим підприємством затягується в судах, набуває розголосу через ЗМІ і, зрештою, закінчується внутріполітичним компромісом, висвічує певним чином основних фігурантів. Названа тенденція є прямим наслідком нелегітимної приватизації.

* На зв’язок структури права власності та рівня його дотримання як фактор економічної результативності фірм в перехідній економіці звернув увагу Л. Бальцерович [48, с. 100-102].

Структура типової великої корпорації чи бізнес-групи має такий вигляд (див. рис. 2). Знизу – господарюючі суб'єкти, які представляють реальний та фінансовий сектори. Над ними – так звані (офіційні) інституціональні інвестори (аутсайдери), які в сукупності формально володіють контрольними пакетами їхніх титулів власності (зазвичай вони є “порожніми” юридичними особами й базуються в офшорних зонах). Зверху – купка фізичних осіб, які, через посередництво спеціально створених ними фірм, фактично контролюють акціоновані підприємства. При цьому частина з цих супервласників очолює ці підприємства та входить до складу наглядових рад.

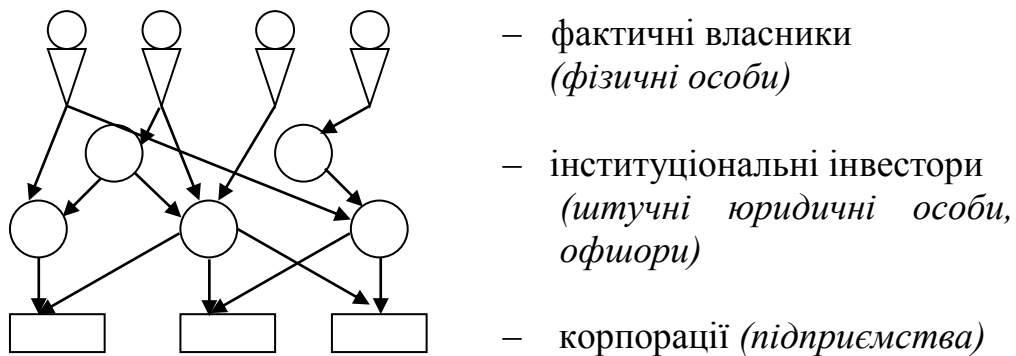


Рис. 2 Типова схема власності великої корпорації у постприватизаційний період

Така схема дозволяє реальному власнику корпорації забезпечити необхідний йому ступінь непрозорості та мобільності капіталу. Непрозорість корпоративної власності забезпечується складними зв'язками між формальними власниками та неафішованою заплутаною “генеалогією” контролюючого власника. Мобільність, тобто здатність передусім олігарха прибирати до своїх рук якомога більше привабливих приватизованих підприємств, забезпечується тим, що він може практично безконтрольно розпоряджатися доходами “своїх” підприємств, використовуючи їх для нових придбань, а створення для цього механізмів у вигляді хитросплетених ланцюжків із “порожніх” бізнесових структур є лише справою юридичної процедури.

Вивчення постприватизаційної практики перерозподілу корпоративної власності дає змогу виділити найбільш поширені його способи.

1. *Примусова чи узгоджена скупка акцій у дрібних акціонерів на вторинному ринку.* Найбільш активно використовувалася керівництвом приватизованих підприємств прямо або через афілійовані структури, нині ініціатива скупки акцій переходить радше до сторонніх аутсайдерів.

2. *Розмивання акціонерного капіталу шляхом повторної емісії акцій.* Кожна повторна емісія акцій має своїм наслідком збільшення загальної кількості часток та величини статутного капіталу товариства, а тому право на першочергове придбання додаткових акцій, як прийнято в розвинених країнах, мають уже наявні акціонери (відповідно до належних їм часток власності). Та, проте, в перехідній економіці вторинну емісію акцій часто проводять не заради інвестиційного підсилення корпорації, а з метою розмивання пакетів акцій небажаних акціонерів, передусім, держави і/чи інших співвласників (включаючи працівників підприємства), та розміщення акцій нової емісії на пільгових умовах серед певних акціонерів (адміністрації та псевдозовнішніх власників). Звісно, що така маніпуляція обходиться не тільки дешево, позаяк нові акції розподіляються поза ринком, а й зазвичай без відома і згоди інших акціонерів, через фальшування даних реєстру акціонерів. Для цієї мети інколи застосовується й такий механізм, як переведення конвертованих облігацій, осілих на руках “своїх” партнерів, у розряд звичайних (з правом голосу) акцій. По суті, названим методом капітал небажаних акціонерів експропріюється на користь тих, хто вирішив прибрати підприємство під свій контроль.

Цей спосіб переділу прав власності є чи не найпопулярнішим серед ділків корпоративного підприємництва. Як показовий наведемо приклад Інгулецького гірничо-збагачувального комбінату державної холдингової компанії “Укррудпром”. Реально контролююча цей стратегічний об’єкт афілійована структура, здолавши всі формальності, спромоглася шляхом додаткової емісії акцій “розмити” контрольний пакет, що належав державі, з 50% до 37,6% [297]. У ВАТ “Росава” зміна приватних власників двічі супроводилася “розмиванням” державної частки власності [298]. В

інтересах конкретних власників, а не корпорації, проведена додаткова емісія акцій на Нижньодніпровському трубному заводі, де права власності розподілені за ціною, що у 28 разів нижча за ринкову.

3. *Консолідація акцій та перехід на єдину акцію.* Консолідація акцій у цивілізованому світі допустима як спосіб поліпшення структури акціонерного капіталу, тобто укрупнення складу інвесторів, скорочення на цій основі трансакційних витрат та обмеження ризику перехоплення контролю над компанією. Однак цей прийом там не є популярним, оскільки він може бути сприйнятий у діловому світі як ознака наявності проблем у компанії й знизити таким чином її інвестиційний імідж. У перехідній економіці – це зазвичай спосіб відвертого переділу власності шляхом маніпуляцій з акціонерним капіталом. Перехід на єдину акцію частіше практикують у корпораціях холдингового типу. При цьому з товариства відразу “викидається” багато дрібних акціонерів (з можливим викупом їх часток за номінальною й часто знеціненою вартістю), захоплюється контрольний пакет акцій, тоді як акції конкурентів чи небажаних великих власників втрачають свою силу. Ефект захвату власності й влади в корпорації збільшується, коли в добавок до консолідації акцій проводять додаткову емісію акцій, але знову ж таки під конкретного претендента. Таким чином консолідували власність майже всі відомі нафтові компанії Росії.

В Україні обкатка цього способу реструктуризації корпоративної власності стала найбільш резонансною подією на Миколаївському глиноземному заводі (найбільший в СНД виробник глинозему), де мажоритарний акціонер в особі дочірньої структури холдингу “Російський алюміній” (РусАЛ) вирішив позбутися 26 тисяч українських акціонерів шляхом деномінації (консолідації) акцій. У 2004 р. у межах статутного фонду корпорація конвертувала 38 млн. шт. старих акцій номіналом 25 коп. на 80 шт. нових, не залишивши таким чином міноритарним акціонерам іншого вибору, як отримати компенсацію з розрахунку 10 коп. на акцію, тобто пограбувавши їх навіть на викупній ціні акцій [299]. Двома роками раніше той же “ефективний власник” уже пограбував акціонерів МГЗ через додаткову емісію акцій. В обох випадках обійшлося без порушення чинного

законодавства, оскільки інтереси дрібних акціонерів у ньому забуті. Акціонерам МГЗ жодного разу не виплатили дивідендів, хоча й продали більшість ліквідних об'єктів соціальної інфраструктури компанії. В підсумку зворотного спліту корпорація організаційно трансформувалася з відкритого акціонерного товариства в товариство з обмеженою відповідальністю. За даними російських “Ведомостей”, у тому ж таки 2004 р. власники РусАЛу отримали 978 млн. дол. дивідендів, наступного – вже 1,48 млрд. дол.

4. *Конвертація боргових зобов'язань корпорації (облігацій, векселів) у права власності (сек'юритизація боргів).* У даному випадку йдеться про свідоме “садіння на борги” господарюючого суб'єкта чи про консолідацію під контролем зацікавленої особи більшої частини його кредиторської заборгованості з тим, аби далі конвертувати борги в титули власності. Це – “мирний”, без судової тяганини, метод переділу власності на користь номінального аутсайдера. “Схема” передбачає виведення активів компанії разом із частиною її персоналу в нове акціонерне товариство, проведення емісії його акцій і потім обмін акцій на кредиторську заборгованість із чималим дисконтом. У випадку змови кредиторів їм доводиться також ділити отриману частку корпоративної власності між собою. Нерідко виведені з підприємства таким чином активи, що необхідні для його нормальної роботи, згодом передаються йому ж в оренду. Ця поширена технологія переділу корпоративної власності має й таку різновидність: кредитори викуповують на суму боргу акції боржника, потім боржник гасить свій борг отриманими коштами, а кредитори як акціонери отримують право розпоряджатися придбаними акціями на власний розсуд. Якщо ж основним формальним власником компанії є держава або її основним кредитором виступає комерційний банк, то переділ власності уможлиблюється взагалі за тривіальною схемою: пасиви – власнику й кредиторам, активи – в дочірні чи нові компанії.

Прикладом такої реструктуризації боргів підприємства через створення дочірніх юридичних осіб з чистим балансом є історія колись найбільшого у світі виробника труб Нікопольського південнотрубного заводу, який за борги було розчленовано, а на базі його доволі рентабельних цехів створено закриті

корпорації, тобто державі залишена лише оболонка підприємства [300]. Якщо врахувати, що в Україні кредиторська заборгованість невинно зростає й на початок 2004 р. досягла вже 340 млрд. грн. [301], то можна передбачити, яких масштабів потенційно може набути стихія тіньового переділу власності за борги. В аналогічний спосіб у державі було “виведено” 18% акцій ЗАТ “Укртатнафта” на підставні офшорні фірми [302].

5. *Захват власності через фіктивні банкрутства.* Це – спосіб банкрутування господарюючого суб’єкта на “замовлення”. Банкрутство підприємства саме по собі – нормальне явище в ринковій економіці, яке трактується як примусова форма очищення ринкової системи від неефективних господарників й розподілу залишкових ресурсів між ефективними власниками. Проте в перехідній економіці цей спосіб реструктуризації капіталу став своєрідним видом бізнесу. Існують навіть фірми, що спеціалізуються на замовних банкрутствах*. Ясна річ, така “схема” спрацьовує безвідмовно за умови співучасті в її реалізації керівника підприємства та зовнішнього (арбітражного) керуючого, котрі, замість порятунку, лише прискорюють загибель потенційно цілком життєздатного підприємства. Ловкій процедурі банкрутства передуює зазвичай виведення активів компанії у контрольовані зацікавленими особами фірми. Результатом банкрутства може бути або повне поглинання банкрута, або його розчленування: на нову структуру з чистим балансом і переданими їй доходними активами та стару – із залишеними їй безнадійними боргами.

“Чорний” переділ шляхом фіктивних банкрутств підприємств виявився в Україні чи не найбільш азартним способом переділу корпоративної власності, що пов’язано передусім із слабкістю законодавства та відсутністю контролю за використанням державної власності. Таким чином, зокрема, за борги в об’єднання “Росава” було вилучено його основу – шинне виробництво; у “Донбасенерго” відчужено три з п’яти теплових електростанцій (ця трійка стала кісткою майбутньої компанії «Східенерго», що належить Р. Ахметову), у

“Луганськобленерго” – його основу, систему високовольтних ліній та засобів передачі електроенергії. Ясна річ, майно “банкротів” було оцінено якнайнижче (“Росави” – 4% від його залишкової балансової вартості, “Донбасенерго” – 19%). Про замаскований характер цих акцій свідчить той факт, що шинники з “Росави” й досі не знають дійсного власника нової структури [303]. Успішними “банкрутами” стали, зокрема й “Луганський верстатобудівний завод”, одеський “Ексімнафтопродукт”, Сєвєродонецьке виробниче підприємство “Об’єднання “Азот”. Характерно, що такий механізм діє в основному по відношенню до найбільш привабливих державних підприємств та номінально контрольованих державою корпорацій. Та ще більший парадокс у тому, що чинне законодавство дозволяє брати участь у цьому переділі на користь “ділків” навіть податковим органам та державним виконавцям.

Цілком очевидно, що у процесах “дикої приватизації” держава фігурує лише як абстрактний власник, за нею видніється постать радше конкретного політика чи чиновника або того й іншого в одній особі. Чи не є це свідченням того, наскільки далека сама держава від декларованих нею намірів, якщо політик і близький до нього бізнесмен можуть запросто знекровити будь-яке підприємство, що відмовляється фінансувати політичні партії чи компанію проти чийогось бізнесового конкурента, а то й ще простіше – отримати хорошу маржу від спекулятивної угоди. “Частіше за все, – вкотре констатує глава української держави, – підприємство свідомо доводять до банкрутства, щоб використати його для перерозподілу власності. Прикро, але факт: ця пошесть поступово поширюється з малих підприємств на великі, у тому числі стратегічно важливі” [304]. Тому держава змушена була неодноразово накладати мораторій на дію Закону “Про банкрутство” в частині державної власності. Та, проте, це не може завадити іншим методам її пограбування, зокрема виведенню активів та розмиванню пакетів акцій.

* За даними Російської спілки промисловців і підприємців, половина банкрутств у Росії є “замовними”. Якщо ще років п’ять тому число банкрутств не перевищувало 5 тис., то нині воно досягло 64 тис. “Ціна послуги” з банкрутування зросла до 35-40% від вартості об’єкта (Див.: Журнал для акціонерів. – 2004.– №1. – С. 47)

6. *Поглинання дочірніх компаній шляхом перегрупування активів в процесі реорганізації.* Набув популярності в процесі вертикального інтегрування компаній, коли холдингові компанії управлінського типу (фінансові холдинги) трансформуються в майнові холдинги шляхом передачі останнім майна дочірніх структур. В Росії, наприклад, таким чином оформилася більшість відомих нафтових компаній.

7. *Переділ власності через механізм трансфертних цін та перерозподіл активів між материнською й дочірніми компаніями.* При трансфертному ціноутворенні продукція підприємства передається для наступної реалізації іншій контрольованій керівником фірми за демпінговими цінами, що рівнозначно виведенню прибутку у “потрібному” напрямку. Особливо “ефективними” ці методи зарекомендували себе в холдингах, даючи можливість обійти не лише інтереси дрібних акціонерів, а й аутсайдерів з блокуючим пакетом акцій і, відповідно, “правом вето” на прийняття ряду важливих управлінських рішень загальними зборами акціонерів. Зазначимо, що торгівля “із самим собою” чи з афілійованими особами в цивілізованому світі або заборонена, або жорстко контролюється державними органами.

8. *Блокування з іншими акціонерами, керівництвом, трудовим колективом, місцевою адміністрацією, партнерами по кооперації.* Таким способом створюються гнучкі коаліції за інтересами, які стають знаряддям досягнення бажаних планів по переділу власності й контролю. З цією метою зазвичай використовують послуги “дружніх” фірм (офшорних компаній, дочірніх структур, партнерів по перехресному володінню акціями і т.п.), які готові тимчасово переуступити свою частку в капіталі при прийнятті важливих рішень. Практика показала, що на повідку зацікавлених осіб серед перших часто виявляються уповноважені керувати державними корпоративними правами. Управління державними контрольними чи блокуючими пакетами акцій, довірене різним посередникам (комерційним компаніям, місцевим держадміністраціям) чи просто перекладене на керівників компаній, доповнюване браком інших механізмів корпоративного контролю, значно активізувало відкачування ресурсів у приватну

власність керівників через підставні структури, через призначення собі астрономічних окладів та премій, тоді як тривалий час накопичувалася заборгованість по оплаті праці й не виплачувалися дивіденди. Аналіз показує, що в усіх випадках перерозподілу спочатку державної, потім корпоративної (за участю держави) власності, держава розглядалася як витратний матеріал, безсловесний, пасивний об'єкт для поділу. “Якщо комусь із суперників потрібно було посилити свої позиції у боротьбі за власність, він (за ренти чиновникам) перетворював державу у свій щит і меч [305, с. 299].

9. *Блокування роботи та захоплення підприємств рейдерами.* Рейдерами вважаються ті співвласники бізнесу, котрі не маючи змоги придбати контрольний пакет акцій, вдаються до судових позовів з приводу порушення їх прав власності, розраховуючи що судова тяганина таки доконає керівників і власників підприємства прийняти вигідні для рейдерів рішення, скажімо, викупити у них акції за бажаною ціною. В Україні рейдери діють ще віроломніше: користуючись правовим вакуумом та корумпованістю судової системи вони з допомогою судових рішень, прокурорських санкцій, збурення суспільної свідомості та силою захоплюють підприємства. Для “фахового” обслуговування такого переділу власності теж з'явився як окремий рейдерський бізнес. Найбільш зухвалі рейдерські атаки останнім часом були вчинені проти таких відомих і успішно працюючих корпорацій, як “Укррічфлот”, Запоріжський титаномагнієвий комбінат та ін.

10. Поширеним способом переділу власності є також зниження вартості майна держави чи пакета акцій, що виставляються на продаж. Раніше цьому сприяв неконкурентний підбір оцінювача. Так, контрольний пакет акцій Нікопольського заводу феросплавів, котрий випускає експортної продукції більш ніж на мільярд доларів у рік і має 11% світового ринку, було оцінено аж у 8% від можливої виручки.

Потрібно зазначити, що застосування вказаних вище “диких” методів переділу власності торкнулося переважно тих приватизованих підприємств, з приводу яких, по-перше, могли виникнути конкурентні відносини “інсайдери – аутсайдери”,

тобто рентабельних і перспективних, і по-друге, саме керівництво виношувало конкретні стратегічні плани. Якщо ж підприємство як таке не представляло інтересу для керівника на майбутнє, то воно у кращому випадку захвачувалося аутсайдером, у гіршому – ставало об'єктом тіньового привласнення керівництвом.

Останніми роками головними дійовими особами на ринку захватів та переділів власності стали “нові олігархи”, тобто великі компанії, які приступили до формування своїх ринкових імперій. На відміну від звичайних захватів привабливої власності, теперішні великі магнати промислового бізнесу вибудовують під своєю егідою “ланцюжки” технологічно взаємозв’язаних виробництв. Така інтеграційна орієнтація олігархічного капіталу дозволяє йому взяти під повний контроль всю систему постачання (з допомогою інструментів ринкового тиску) й, не кваплячись, прибирати до своїх рук права власності на компанії у цьому “ланцюжку”. Утім, пануючою тенденцією, як вважають аналітики, залишається тенденція до формування великих бізнес-груп конгломератного типу*. Щодо перерозподілу прав власності, то активне формування таких бізнес-груп свідчить про те, що домінуючою тенденцією стає перехід від внутрікорпоративних протистоянь акціонерів до ворожих зовнішніх захватів [306, с. 28].

Як бачимо, відносно недовгою практикою функціонування й розвитку корпоративного сектора в перехідній економіці в дію приведені доволі різноманітні методи та механізми перерозподілу й концентрації власності. Хоча деякі з них є цілком законними й допустимими навіть у розвиненій ринковій системі, проте, як бачимо, в перехідній економіці всі способи роботи з власністю з легкістю перетворюються в екзотичні, грабіжницькі прийоми. В Росії нагромаджений, передусім олігархічний, капітал перейшов наразі до стадії розширення бізнесу промислових компаній. Утім, боротьба за корпоративну власність і контроль там не згасає. В Україні великий капітал зайнятий в основному ще переділом власності держави та трудових колективів, фінансовими спекуляціями.

* Побічним доказом цього висновку є дані Т. Заславської, згідно з якими 7 гігантських ФПГ Росії володіють майже половиною багатств країни, а 50 провідних корпорацій розпоряджаються практично усім національним багатством [ЭКО. – 1997. – №11].

Щодо взаємозв'язку структури корпоративної власності та ефективності роботи приватизованого підприємства в перехідній економіці, то проведені емпіричні дослідження виявили наступні закономірності. Чим раніше приватизувалося підприємство, тим краще воно працює [307]. Чим “глибше” приватизовано підприємство, або чим більше відчужено акцій у держави, тим кращі показники його діяльності [285; 236, с. 117]. Проте наявність стійкої залежності господарської мотивації від постприватизаційної структури власності підприємств визнається далеко не усіма науковцями. Обстеження 3000 підприємств у 20 країнах з перехідною економікою не дало чітких і однозначних результатів із приводу неї [308]. Окремі зарубіжні дослідники взагалі не виявили в перехідній економіці залежності між розподілом титулів власності та реструктуризацією підприємств, незважаючи на широке коло використаних ними методик аналізу [309; 310]. Не підтверджується вона, зокрема, й на прикладі українських акціонованих і приватизованих підприємств [311; 312; 313; 314]. Щодо ефективного функціонування окремих підприємств, то воно, на думку аналітиків, визначається не формою власності, а скоріш їх приналежністю до певних галузей та винятковістю створених саме для них макроекономічних умов. Інакше кажучи, відносини власності реально, чи економічно, майже не змінилися. На більшості підприємств сталася, по суті, не приватизація в дійсному розумінні, а лише роздержавлення.

Потрібно зазначити, що дослідження впливу структури власності на поведінку й результати господарювання корпорацій базуються на узагальненні прямих опитувань їхніх керівників та працівників, а також на співставленні різних підприємств. Тому через суб'єктивність думок респондентів та неповноту враховуваної інформації про економічних агентів результати таких узагальнень можна інтерпретувати зі значною часткою умовності, або як такі, що характеризують проблему лиш у найбільш загальному вигляді.

Гіпотеза про позитивний вплив концентрації прав власності на рівень ефективності діяльності підприємств (з певними застереженнями) в цілому має підтвердження. Прикладом діяльності 706 чеських компаній у 1991-1995 рр.

доведено, що наслідком концентрованої власності стає підвищення їх прибутковості й, відповідно, ринкової вартості. При цьому особливо наголошується на позитивному ефекті зосередження акцій компанії в руках обслуговуючого банку [315]. Українські корпорації з висококонцентрованими правами власності, згідно з останнім дослідженням Центру економічного розвитку, мають відносно кращі показники фінансово-господарської діяльності, більш дисципліновані щодо розрахунків з партнерами, бюджетом та працівниками, частіше виплачують дивіденди своїм акціонерам. [236, с. 101].

Наслідки економічного домінування менеджерів як суб'єктів корпоративного контролю дослідниками оцінюються неоднозначно. Більше скепсису пов'язується із стратегією корпоративного розвитку, аніж із роллю менеджерів у забезпеченні виживання підприємств у квазіринковому середовищі. Дослідники, котрі доводять, що найбільш ефективно в Україні працюють підприємства, головними власниками яких є їх керівники, припускають, що цей корпоративний феномен є свідченням домінування в економіці не ринкових інститутів, а неформальних норм та правил поведінки, особистих зв'язків [316]. Позитивний ефект консолідації прав власності у менеджерів знаходить емпіричне підтвердження здебільшого на невеликих та середніх підприємствах [317]. Проте, у будь-якому випадку, стверджують деякі експерти, контрольовані менеджерами корпорації виграють у плані ефективності куди більше, ніж так звані колективні, чи народні, підприємства [311]. Але є й протилежні висновки [291; 318]. Таким чином, питання про вплив інсайдерської власності й контролю на економічне становище підприємств залишається дискусійним. Щодо суперечливості висновків з емпіричних досліджень цього питання, то, очевидно, її пояснення слід шукати у ступені репрезентативності вибірок підприємств, у виборі показників роботи підприємств та методик їх підрахунку, у постприватизаційному "стажі", у наявності різних за жорсткістю бюджетних обмежень тощо.

Результати досліджень кореляції між концентрацією власності, контролем за управлінням та ростом курсової вартості акцій компанії в країнах з розвинутою ринковою економікою оцінюються вельми неоднозначно [319]. Р. Морк, А.

Шляйфер і Р. Вішни у 80-і рр. емпірично встановили, що між зосередженням прав власності у великих акціонерів, які, власне, формують раду директорів, та ефективністю корпоративного менеджменту в ринкових умовах існує *нелінійний* зв'язок. Згідно з їхніми оцінками, на результатах господарської діяльності корпорації позитивно позначаються лише ті структури власності, у яких сумарний пакет акцій членів ради директорів або не перевищує 5%, або більший 25%, тоді як у проміжку між цими значеннями варіанти дають негативний ефект [320]. Складну суперечливість зв'язку між ступенем концентрації власності та індикаторами економічного стану фірми підтвердили також дослідження Дж. Макконнелла та Г. Серве [321].

Ідентифікація цього зв'язку з реаліями перехідної економіки також справджується [284, с. 111-112]. С. Джанков своїм емпіричним дослідженням уточнює, що у пострадянських трансформаційних економіках характер залежності ефективності підприємств від частки менеджерської власності змінюється на протилежний при значенні останньої від 10 до 30% [292]. Значна концентрація власності в мажоритарних акціонерів (як менеджерів, так і аутсайдерів) також нерідко спричиняє шкоду інтересам корпорації. Безконтрольність у корпоративному управлінні сприяє поведінці домінуючих власників, орієнтованій лише на контроль за фінансовими потоками та експортними операціями, на розчленування підприємства та використання його активів у корисних цілях, на використання власного пакета акцій як об'єкта спекуляції чи застави під кредити тощо. Окрім того, тут зв'язок ступеня концентрації прав власності та результатів господарювання значно модифікується, насамперед, характером найбільших акціонерів, уособлених в основному державою або нефінансовими аутсайдерами. Чисто формальне збереження за державою значної частки корпоративних прав лише створює атмосферу невизначеності в управлінні підприємствами та стимулює корисливість дій керівників, оскільки держава за *будь-якої* частки прав власності зарекомендувала себе найпасивнішим акціонером корпорацій змішаного типу власності. Вона майже повністю самоусунулася від управління своєю часткою власності [290, с. 50]. Стосовно працівників підприємства як акціонерів,

встановлено, що їхня частка позитивно позначається на економічній ефективності при невеликих значеннях, і стає нейтральною при високих значеннях.

У ролі нефінансових аутсайдерів часто виступають контрольовані керівниками корпорацій структури, що ще більше розв'язує їм руки щодо корисливої поведінки. Інакше кажучи, один із парадоксів корпоративної власності в перехідний період полягає у тому, що її титули можуть концентруватися у неефективного чи навіть підставного власника.

Нерідкісним явищем перехідної економіки є корпорації з невідомим (для її персоналу й акціонерів) найбільшим власником. “Засекреченість” головного акціонера є ознакою непрозорості й аморфності корпоративної структури власності. Вона є прямим наслідком майже дармової приватизації державної частки власності. Тому економіка корпоративного сектору вимушено стає заручником не лише розпорошеності прав власності як реалізованого політичного рішення, а й концентрації основного масиву акцій у руках тих власників, котрі не хочуть або не здатні зайнятися ефективним господарюванням.

Відсутність лінійного зв'язку між ступенем концентрації прав власності та результатами господарювання корпорацій як науково доведений факт спростовує той широко поширений стереотип, який перетворився в ідеологічний міф, що нібито за умови зосередження більшості акцій в одних руках приватизоване підприємство автоматично отримує ефективного (відповідального) власника. Ми ж бачимо, що певна концентрація прав власності необхідна, але ще не достатня умова для того, аби бажане стало дійсним. Бо навіть великий власник за певних умов вважає за краще для себе не виплачувати заробітну платню своїм працівникам, не виконувати фінансових зобов'язань перед державою, розкрадати активи підприємства тощо. У тактичні плани великих акціонерів, зокрема у пострадянських умовах, далеко не завжди входять підвищення прозорості, керованості, рентабельності компаній, реалізація законних прав та інтересів інвесторів. Буває, що добрі результати поточної діяльності компанії досягаються радше завдяки ексклюзивному доступу до бюджетних коштів, держзамовленням, податковим пільгам, подвійній бухгалтерії, неплатежам та різного роду тіньовим

технологіям. Тому потрібно ще переорієнтувати спекулятивний інтерес домінуючого власника як рантє у сферу виробничої діяльності, економічно змусити його добиватися прирощення свого капіталу через можливості підвищення ринкової вартості належних йому акцій. В цілому проблема “ефективного власника” корпорації суттєво залежить від інституціональних чинників: правового закріплення та гарантування реальності прав власності відповідно до загальноприйнятих у світі стандартів, створення конкурентного середовища, ефективною системою оподаткування та ін.

Чи не всі аналітики сходяться у думці, що економічно найбільш ефективною моделлю корпоративної власності як у ринковій, так і в перехідній економіці, є та, що забезпечує зосередження контролюючих функцій у зовнішнього приватного власника. Останній найбільш зацікавлений в ефективному менеджменті, а відтак його поява на приватизованому підприємстві пришвидшує зміну його керівництва, нездатного працювати в нових умовах, сприяє розробці й прийняттю стратегічних планів розвитку [322; 323].

Однак реалії перехідної економіки змушують нас бути реалістами в оцінці типу зовнішнього акціонера. Зростання частки власності індивідуальних зовнішніх акціонерів навряд чи має багато спільного з класичною акціонерною власністю фізичних осіб. Частина її, і притому зменшувану, представляють громадяни, котрі обміняли приватизаційні папери на акції, але в більшості своїй утратили всякий зв'язок із “своїми” компаніями, як і компанії “забули” про своїх номінальних власників. Приріст цієї категорії власників забезпечують довірені особи або керівників, або найбільших акціонерів, які отримують доступ до акцій у результаті особистих домовленостей з ними в обхід організованого ринку. Під маскою ж підприємств як нефінансових інвесторів часто виступають створені керівниками “кишенькові” фірми або “дружні” компанії. Часто вони є торговим посередником, який існує насамперед для викупу акцій конкретної корпорації й до того ж за її рахунок (занижених відпускних цін на продукцію). То ж розшифровка справжніх дійових осіб зі сторони показує, що їх участь у капіталі корпорації слугує зазвичай лише захистом від вторгнення “агресорів”. Можливі, але як винятки, випадки, коли

підприємство в результаті грошової приватизації чи перерозподілу власності потрапляє в руки випадкового власника, який буде змушений відмовитися від непосильної для нього справи*. Щодо фінансових аутсайдерів (банків, інвестиційних фондів і компаній, страхових компаній), то їх присутність у корпораціях поки що є обмеженою і до того ж роль активного інвестора для них на даний час є непосильною.

Відтак деякі дослідники схильні робити уточнення щодо оптимальної структури власності: найефективнішими в перехідній економіці є компанії, які належать передусім іноземним власникам, оскільки ті змушують менеджмент відкривати фінансові потоки та проводити реструктуризацію підприємств. Цей висновок вони підтверджують даними, зібраними по підприємствах Чехії, Угорщини, Болгарії, Словенії й Росії [285, с. 129; 324; 325; 326, с. 14]. А втім, і в них знаходяться опоненти, які не поділяють однозначних висновків стосовно поведінки власників і менеджерів у перехідних умовах [291]. І вони, з нашого погляду, мають рацію.

Роль іноземного *конкурентного* капіталу у вітчизняних корпораціях усе ще залишається надто мізерною – він вичікує поліпшення інвестиційного клімату. Стосовно тих іноземних інвестицій, які надходять, то головною проблемою залишається ідентифікація їх реального походження. Адже часто за видимістю цього дійства приховується репатріація раніше експортованих тіньових капіталів. Цим значною мірою пояснюється парадокс: чому при збільшенні частки аутсайдерів в акціонерному капіталі їхня роль в управлінні компанією майже не відчутна. Це й зрозуміло, адже зовнішні й внутрішні володарі прав власності – одні й ті ж особи, лише ролі поділені між ними для того, аби зручніше було обходити закон, контроль та податкову службу. За інформацією податкової служби, 77,8% українських приватизованих підприємств внаслідок перепродажу прав власності нині перебувають під контролем офшорних фірм [327]. Відомі також випадки, коли іноземний інвестор купує підприємство з метою його хижацької експлуатації,

* Цікаво, що доволі випадковий власник основного пакету акцій свого часу виявився навіть у таких промислових гігантів Росії, як автозавод ім. Ліхачова та “Уралмаш”.

перепродажу або й знищення як конкурента [328]. Тому питання щодо ефективності участі іноземного капіталу у корпоративному підприємстві має вирішуватися, на наше переконання, не тільки з погляду поточних результатів господарської діяльності, а й із урахуванням стратегічних національних інтересів країни.

Таким чином, вищевикладене дозволяє нам стверджувати, що в постприватизаційний період проміжним результатом перерозподілу та концентрації власності у перехідній економіці стало формування передумов поступової стабілізації, упорядкування структури відносин і прав власності. Первісна розпорошена й аморфна структура власності у більшості приватизованих і акціонованих підприємств певною мірою трансформувалася у систему з визначеними явними (формальними, заснованими на праві власності) та прихованими (неформальними, заснованими на реальній владі в корпорації) носіями корпоративного контролю*. Чітко вираженою особливістю загальної структури корпоративної власності, яка складається в пострадянських країнах, передусім в Україні та Росії, є те, що майже при всіх своїх конкретних типах вона орієнтована на закритість бізнесу від появи нових акціонерів і “непрозорість” відносин власності.

Повертаючись до питання про ефективного власника акціонованого шляхом приватизації підприємства маємо висловити деякі міркування теоретичного характеру. Ідеться про відому теорему Коуза та справедливість її щодо перехідної економіки. Чимало експертів у своїх звинуваченнях реформаторів та їхніх порадників у хибності вибраної ними методології масової приватизації посилаються на цю так звану теорему, яка, мовляв, є лише гіпотезою, спростованою реаліями перехідної економіки. Одним із зятятих критиків є Дж. Стігліц [228, с. 164]. Нам представляється, однак, що критика названої теорії у даному контексті є незаслуженою й поверховою за суттю.

* В Росії, за офіційними даними, у 1996 р. боротьба за контроль завершилась у 25% корпорацій, на початок 1998 р. – у 50% [305, с. 315].

Дійсно, теорема Коуза стверджує, що за умови чіткої специфікації прав власності та відсутності трансакційних витрат будь-який первісний розподіл прав власності врешті-решт приведе до появи на підприємстві ефективного власника [26]. Проте, критики чомусь припускаються довільного трактування цієї теореми, акцентуючи увагу на її готовому доведенні й відкидаючи поставлені автором умови. Виходить просто: раз права власності на приватизованих підприємствах чимраз перехоплює неефективний власник, значить прийнята теорія невірна. Але ж сформульовані ученим умови то якраз і несуть основне теоретичне навантаження у цій теоремі. І саме цими умовами було знехтувано як на початку ринкових реформ, так і в ході їх здійснення. До речі, це визнає іншим разом і сам Дж. Стігліц: “Однією з характерних особливостей набору західних рекомендацій стосовно розвитку постсоціалістичних економік, зокрема коли вони стосувалися проблем приватизації, виступає відсутність уваги до відокремлення понять власності та управління. Практична рекомендація такої установки зводилася до того, що приватна власність підприємства й управління є одне й те ж саме” [329, с. 14].

Уседозволеність, маніпуляції, закулісні підступні змови при захваті й переділі прав власності та активів приватизованих підприємств стали можливими через недосконалість законодавства, слабкість судової системи, корупційність державної бюрократії, громадянську незрілість суспільства. Не вдаючись у цьому місці до детального аналізу повноти та якості юридичного закріплення прав власності у сфері корпоративного підприємництва, зазначимо, що в Україні й досі не прийнято спеціального Закону “Про акціонерні товариства”. Його схвалення вперто й цинічно блокується олігархічним капіталом. Утім, у Росії, попри чинність окремого акціонерного закону з 1996 р., стан законності фактичних справ у корпораціях фахівцями оцінюється як незадовільний [330, с. 61]. Там і тут корпорації, що виникли шляхом приватизації, стали ареною жорстокої боротьби за переділ прав власності, боротьби “без правил”. У суспільстві з девальвованими інституційними обмеженнями, де навіть сама держава нехтує своїми правовими, конституційними нормами, цілком природно, що ті, хто в результаті різного роду маніпулювань швидко збагатився й знайшов покровителів у владних структурах, отримавши

право контролювати приватизовані підприємства, має стимул, насамперед, до того, щоб украсти активи у безпорадних та беззахисних акціонерів, а не приростити вартість компанії. Саме у цьому головна причина існуючої вкрай неефективної системи корпоративного управління на більшості приватизованих підприємств.

Отже, говорячи про специфікацію прав власності як умову ефективного розподілу економічних ресурсів у постсоціалістичному суспільстві, зовсім недостатньо констатації наявності правових декларацій різних форм власності. Важливе повне й чітке законодавче закріплення, а *головне* – реальний захист силою державної влади прав власності громадян, у даному випадку, гарантування безпеки їхніх прав як акціонерів-інвесторів. Правові механізми регулювання економічних відносин мають діяти безвідмовно – в цьому пряме покликання держави. Тільки тоді перерозподіл прав власності міг би бути, дійсно, справою добровільною для кожного володаря й відбуватися на ринковій основі, так що права власності й сам ресурс (підприємство) отримали б справжню, ринкову вартість, а отже, шлях до ефективного власника корпорації був би значно коротшим. Бо, як стверджує нобелівський лауреат Д. Норт, ефективні інститути виникають тоді, коли в економіці діють “вбудовані стимули до створення й закріплення ефективних прав власності” [331, с. 178].

Чіткість (визначеність), стабільність та передбачуваність прав власності сучасною наукою розглядається як ключовий фактор економічного розвитку, цивілізованого підприємництва [28; 332]. Звісно, роль конкурентного фактора у відтворенні режиму ефективного господарювання на мікрорівні важко переоцінити. Та, зважаючи на те, що власність у корпорації багатосуб’єктна й відокремлена від менеджменту, а відтак при незадовільній специфікації прав власності та слабкості ринково-конкурентних сил майно й доходи корпорації природно стають об’єктом шахрайства з боку домінуючих власників, чи точніше, тих, хто має реальну владу. Проблема ефективного власника, по суті, еквівалентна проблемі становлення ефективної системи корпоративного управління, оскільки його права економічно реалізуються через неї.

Проте, на жаль, мусимо визнати: дієвих механізмів регулювання правовідносин у перехідній економіці не забезпечено, чи інакше кажучи, права власності належним чином не специфіковані (економічно, інституціонально й юридично), а відтак, у природних процесах перерозподілу власності реально владарює стихія й беззаконня. Відповідно ще більше поглибилися успадковані від старої економічної системи деформації у системі людських цінностей, суспільство трансформувалося у напрямку тотальної недовіри. А переважання недовіри в суспільстві рівнозначно введенню додаткового податку на всі форми економічної діяльності у вигляді тих же трансакційних витрат.

Щодо трансакційних витрат, то хоча бракує навіть приблизних кількісних підрахунків їх розміру у тій чи іншій перехідній економіці (очевидно, через велике розмаїття елементів цих витрат та відсутність більш-менш досконалої методології), можна з певністю припустити, що вони є занадто великими і, лягаючи в основному на плечі економічних агентів, стають на заваді оперативному перерозподілу формально специфікованих прав власності та наближенню появи ефективного власника акціонерних компаній. Усі реальні проблеми інвесторів щодо доступу до корпоративної інформації, можливостей розпорядитися своїми законними правами як співвласників бізнесу чи хоча б самовизначитися з належними їм акціями вказують на те, що у сфері прав приватної власності існує велика зона невизначеності, через яку істотно стримується трансформація формального інституту корпорації у дійсно ринковий інститут. Причому, за відсутності адекватної новим умовам законодавчої бази, яка б регламентувала корпоративне управління та захищала права й інтереси акціонерів, в умовах правового нігілізму, розгулу злочинності та всеохоплюючої корупції гарантій від різної експропріації позбавлені навіть нові власники (та менеджери), що спонукає їх до швидкого самозбагачення. У цій невизначеності прав приватної власності ми вбачаємо один із серйозних “провалів” держави щодо створення сприятливих умов для ефективного перерозподілу прав власності.

Той факт, що процеси концентрації прав власності в перехідній економіці поки що в цілому не приводять до ефективного власника, свідчить про складність та

тривалість легалізації власності в суспільстві з серйозно деформованою інституціональною матрицею. Статус власності, як і раніше, залишається “розмитим”. Можна сказати, що формальні права власності так і залишилися декларацією, тоді як контроль над ресурсами став визначатися неформальними діловими звичаями.

У термінах нової інституціональної теорії власність – це бастіон, який захищає інтереси власника від будь-яких зазіхань ззовні. Та, проте, в умовах інституціональної розрухи, очевидцями якої ми є, право власності представляє собою скоріш набір можливостей, не підкріплених реальними гарантіями їх захисту від недобросовісних менеджерів, кредиторів, чиновників, інших акціонерів, кримінальних сил тощо. Збереження такого стану речей – це ознака незавершеного переділу прав власності, спочатку державних, затим беззахисних приватних.

Аналіз масштабних і складних постприватизаційних процесів у сфері корпоративної власності остаточно переконує нас у їх об’єктивності й неминучості для перехідного суспільства. Навіть якби на стартовому етапі української приватизації вдалося уникнути більшості помилок, все ж наївно було б сподіватися, що корпорації отримали б відразу ту структуру власності, яка стала б ефективною з погляду управління виробництвом, забезпечення для нього адекватних джерел інвестиційного фінансування і т.п. Таким чином, не варто однозначно засуджувати етап перерозподілу прав власності – його потрібно ввести в цивілізовані рамки. Капітал має концентруватися там, де є реальні важелі управління та джерела фінансування – інакше занедбана економіка не підніметься “з колін”.

3.4. Проблеми інвестиційного забезпечення розвитку інсайдерської корпорації

Корпоративна система, яка потенційно здатна мобілізувати колосальні фінансові ресурси з різних джерел та спрямувати їх на модернізацію виробництва, реалізацію різних інноваційних проєктів, включаючи створення потужних інтегрованих та диверсифікованих виробничо-господарських комплексів, без сумніву, має велику перспективу в економіці, яка трансформується на ринкових засадах.

Індустріальний сектор постсоціалістичних країн потребує значних капіталовкладень. Це обумовлено, по-перше, необхідністю усунення серйозних структурних диспропорцій, спочатку успадкованих від адміністративно-командної системи, а потім поглиблених та примножених спонтанними трансформаційними процесами; по-друге, необхідністю підвищення конкурентоздатності вітчизняного виробництва до світового рівня у зв'язку з розвитком процесів глобалізації, входженням країни в систему міжнародного поділу праці та інтеграційні спільноти.

Характерною ознакою переважної більшості приватизованих підприємств є високий рівень фізичної спрацьованості основного капіталу: у базових галузях промисловості України він досяг у середньому 50-60%, а на окремих підприємствах він став уже критичним*. Стан основних фондів в Україні є найгіршим серед країн СНД, а це вже проблема реальності загроз техногенних катастроф. Спрацьованість та моральна застарілість основного капіталу спричиняє високу і невпинно зростаючу матеріало- та енергомісткість продукції. В цілому по українській економіці в структурі витрат матеріальна складова досягла на початок 2004 р. 57,4%, а в промисловості – 70,2%. Хоча в Україні ВВП утричі менший, ніж у

Польщі, питомі енергозатрати тут більші, ніж утритчі [333, с. 25]. Слід зауважити, що інвестиційний “голод” приватизованих і акціонованих підприємств зумовлений не лише нагальною необхідністю проведення технічної модернізації, тобто заміною старого устаткування, впровадження новітніх ресурсозберігаючих технологій, реконструкцією комунікацій та зміною у багатьох випадках навіть виробничого профілю підприємств. Цивілізоване проведення реконструкції передбачає також виплату звільненим працівникам значної компенсації за рахунок самих підприємств. А якщо врахувати, що приховане безробіття, чи нераціональна зайнятість, у нас, за оцінками фахівців, наприкінці 90-х рр. становило близько 25-30% усіх зайнятих, то стає зрозумілою вагомість і цієї складової дійсних інвестиційних потреб корпоративного сектору. До речі, безвитратним способом вирішення цієї проблеми стала тактика “виживання” керівниками приватизованих підприємств зайвих працівників.

Корпоративний сектор формально закріпився уже як основний у постсоціалістичних перехідних економіках. Однак його реальна роль як рушія розвитку національних економік істотно різниться в різних країнах. У тих із них, де приватизація здійснювалася на платній основі й без особливих пільг для трудових колективів, більшість акціонованих підприємств отримала ефективного власника, зацікавленого в гармонізації інтересів усіх учасників корпоративних відносин як важливому чиннику підвищення інвестиційної привабливості компанії. В інших, де акціонування стало передовсім засобом розподілу власності, більшість приватизованих підприємств швидко трансформувалися в закриті акціонерні товариства, решта приватизованих корпорацій з розпорошеною власністю втяглися в перманентний процес перерозподілу та концентрації прав власності. Таким чином, інвестиційні потреби корпорацій поставлені в залежність від того, чи стабілізувалась структура власності, чи є вона прозорою для потенційних

* В Росії, за даними В. Маєвського, в кінці 2000 р. машинобудівні підприємства з середнім віком основних фондів старше 15 років становили 76%, а в електроніці – майже 70%. З урахуванням того, що закордонні конкуренти оновлюють активну частину основних фондів в електроніці один раз у 4-5 років, відставання російської електроніки вимірюється двома технологічними поколіннями [Маевский В. Эволюционная теория и технологический прогресс // Вопросы экономики. – 2001. – №11. – С. 4-14 (С. 8)].

інвесторів, взагалі чи зацікавлені реальні власники поступитися частково власністю на підприємство заради його успішного розвитку.

Окремої уваги потребує закрита корпорація з правовим статусом закритого акціонерного товариства (ЗАТ). В Україні дві третини приватизованих великих та середніх підприємств віддали перевагу саме цій структурі. З першого погляду, скажімо, для людини, не посвяченої у тонкощі проблеми, просте зіставлення статистичних даних, які фіксують переважання закритих корпорацій у країнах як з розвинуеною, так і з перехідною економікою, створюється хибне уявлення, що нібито і в останніх більшість новоявлених корпорацій закритого типу створені задля того, аби обмеженим числом компаньйонів-інвесторів “осідлати” підприємницькі ідеї й мати конкурентоздатний спільний бізнес. Проте заглиблення в суть справи розкриває нам інший стан речей.

По-перше, права засновників ЗАТ належать специфічним інвесторам – працівникам підприємств, власність яких утворилася шляхом спільного пільгового викупу державного майна та його наступного розпаювання.

По-друге, керівники багатьох ЗАТ також, як і їх колеги у ВАТ, доклали максимум зусиль для того, аби сконцентрувати власність і владу у своїх руках (самочинне розпаювання майна “народних підприємств” на свою користь, скупка за безцінь акцій у працівників, незадоволених економічним становищем підприємства, шантаж і погрози стосовно відчуження акціонерами своїх прав стороннім особам).

По-третє, значна частина ЗАТ є й зовсім штучними корпораціями: з одного боку, під цією формою функціонує чимало дрібних підприємств, з іншого, – “лихоманка” орендизації з викупом поширилась і на великі підприємства, перетворивши промислові гіганти з багатотисячними трудовими колективами у закриті структури. Звісно, що перші з названих змушені будуть під тиском зайвих трансакційних витрат з часом змінити свою організаційно-правову форму на більш просту, без обов’язкових витратних акційних процедур, тоді як для других можливо єдиною перспективою є трансформація у відкриті компанії.

З досвіду ринкових економік відомо, що закрита корпоративна система типу ЗАТ є тимчасовою й перехідною формою організації підприємництва. Вона життєздатна лише до тих пір, доки її інвестиційні потреби вдосталь задовольняються власними доходами та запозиченнями. Зрештою, упущені вигоди відкритого акціонування, оперативні й уміло використані конкурентами, можуть виявитися для законсервованих закритих корпоративних систем фатальними.

У середовищі науковців пострадянських країн, попри реальні трансформаційні процеси, все ще витають ідеї колективізму та намагання через реформи прищепити їх інституту корпорації. Так, В. Рибалкін і дотепер переконаний у тому, що домінуючим укладом ринкової економіки в Україні має бути просте товарне виробництво, суб'єкти якого поєднують у своїй особі і працівника, і власника. На його думку, економічна політика держави щодо усіх підприємств, включаючи й сферу *великого виробництва*, “має полягати у перманентному їх трансформуванні економічними і правовими методами в структури “чистого” простого товарного виробництва в інтересах самих працівників таких підприємств і суспільства” [334, с. 49].

Уявлення про можливості примирення таким чином у формі корпорації принципів економічної ефективності та соціальної справедливості є, вочевидь, ідеологічно упередженими. Ці погляди не нові, а скоріш відлуння ідей П.-Ж. Прудона, який у праці “Що таке власність?” (1840 р.) намагався довести, що тільки особиста трудова власність має право на існування, якщо виходити з гуманістичних міркувань. Проте, ще К. Маркс, який, по суті, й розвинув прудонівську ідею про капіталістичну приватну власність як легітимну крадіжку, різко критикував її автора за спробу уявити трудову, чи робітничу, приватну власність як абстрактну й вічну ідею, а безпосередньо його реформаторську потугу перетворити її у життя розцінював як метафізичну чи юридичну ілюзію [83, с. 68]. Перетворити сучасну велику корпорацію в підприємницьку структуру, *але* без використання найманої праці, можна хіба що в уяві, але тільки не наяву. Бо ж цим експериментом передбачається по суті скасування повноцінного ринку акцій та встановлення ідилії

самоврядування*. Здається, дехто й справді вірить у те, що найкращим шансом для перехідного суспільства сформувати верству реальних власників і господарів могла б стати корпорація типу ЗАТ, позаяк у ній підтримується суворо фіксований склад учасників і контролюється рух акцій [45, с. 52; 335, с. 68]. Фактор залучення інвестицій через ринок акцій та, головне, свобода вибору для акціонера тут, звісно, до уваги не беруться, схвалюється такий собі “колгосп”.

Раніше ми вже зверталися до питання про так звану робітничу акціонерну власність (див. параграф 2.2). Високий мотиваційний вплив участі працівників у капіталі корпорації, на якому здебільшого наголошують прибічники цієї форми власності, насправді не є абсолютним і безумовним. Працівники як акціонери своєї компанії, по суті, не є інвесторами. Їхні акції – то радше охоронні грамоти, ніж ринкові цінні папери у звичному розумінні. Самою сутністю таких власницьких відносин зумовлюється специфічний інтерес власників з числа найманих працівників до всяких організаційних інновацій, пов’язаних з усуненням баласту праці, з підвищенням особистої відповідальності. Відповідно й керівники такої корпорації потрапляють у залежність від трудового колективу: їх рішення часто детермінуються груповим інтересом останнього, а не реаліями ринку. В підсумку персонал та керівництво закритої корпорації не мають високої мотивації до інвестиційних проектів, а це ускладнює внутрішні перетворення не лише технічно, а й з погляду фінансових джерел. Проведеними у різних країнах дослідженнями ефективності виробничої демократії уже доведено, що максимально позитивний вплив на результати господарювання компанії справляє участь працівників у її прибутку, менший – в управлінні виробництвом та мінімальний – у капіталі [336, с. 11].

Не варто також перебільшувати значення факту наділення працівників акціями для подолання їх відчуження від умов та результатів виробництва. Не може індивід, маючи стотисячну частку акціонерної власності, почувати себе справжнім

* Один із прибічників ідеї робітничої власності російський економіст А. Колганов, аналізуючи реалії перехідної економіки, приходять до висновку: “Формальних перепон для розвитку самокерованих підприємств було безліч, проте навіть там, де їх не було, самоуправління не виникло” [Приватизация и собственность работников // Вопросы экономики. – 1996. – №8. – С. 109].

господарем усього підприємства. До того ж, варто прислухатися до думки М. Блауга про те, що почуття самовідчуження у безпосереднього виробника пов'язане не з відсутністю у нього прав власності на виробничі активи, а з ієрархічною структурою поділу праці, а відтак воно є природним [337, с. 251]. З цього погляду власність трудового колективу може бути ефективною лише при малій чисельності працівників, коли робота кожного на виду в усіх, а оцінка вкладу кожного проста й доступна усім членам колективу. І це має емпіричні докази. Але сучасне індустріальне виробництво базується на доволі складних процесах, які осмислити рядовим працівникам не під силу. Тому володіння капіталістичними титулами власності аж ніяк не є достатнім для подолання почуття відчуженості у працівника будь-якого підприємства.

Перебільшена увага до робітничої власності в акціонерних корпораціях ґрунтується на тенденційному тлумаченні відповідної практики в розвинених капіталістичних країнах. Аби не повторюватись, зазначимо лише, що широке залучення персоналу компанії до володіння акціонерним капіталом, згідно з американськими схемами ESOP, є не прямим, а опосередкованим через створення для цієї мети ЗАТ, тобто структури, контрольованої домінуючим власником компанії. Дуже примітно, що подібні дворівневі акціонерні структури мають місце і в перехідній економіці. Характерно, що і там, і тут у приватизаційних кампаніях по залученню колективу до викупу акцій свого підприємства практикується одна й та ж ідеологія – захист від ворожих поглинань та збереження робочих місць працівникам [33]. Викуп трудовим колективом корпоративних прав власності у держави законодавством України передбачає попереднє створення юридичної особи. І вже у формі переважно ЗАТ колектив стає власником акцій підприємства зі статусом ВАТ. Так, зокрема, на основі окремого законодавчого рішення майже 60-тисячний трудовий колектив Маріупольського металургійного комбінату ім. Ілліча став власником 88% акцій однойменного ВАТ. Точніше кажучи, приватним власником підприємства є безпосередньо не колектив, а створена від його імені юридична особа у формі ЗАТ. Звісно, така юридична процедура дає можливість

дирекції взяти під надійний контроль структуру прав власності та реальне господарство.

Відомо, що одними із ключових інструментів соціально-економічних перетворень у повоєнній Західній Німеччині, здійснюваних за ініціативи Л. Ерхарда, стали демократизація виробничої сфери, зокрема, офіційне (обов'язкове) запровадження системи участі трудових колективів у корпоративному управлінні підприємств (делегування представників до наглядових рад), а також реалізація впродовж 60-70-х рр. програми “народна акція” – створення економічних передумов диверсифікації акціонерного капіталу й зміцнення на цій основі позицій середнього класу. Ось така, виважена державна політика могла б, дійсно, слугувати нам за взірець. Держава може тільки заохочувати громадян до участі в корпоративній власності, сприяти розширенню меж індивідуальної економічної свободи, *але* захист ринкових цінностей, умов ефективного функціонування капіталу, у тому числі й вільного перерозподілу капіталу в акціонерній формі, або, інакше кажучи, захист та підтримка приватної власності, що найбільше відповідає людській природі й гарантує їй свободу, для неї має бути понад усе. На жаль, для наших опонентів соціальний аспект відносин власності, чи упереджено ідеологічний підхід, видається важливішим за економічний.

Поглянемо тепер на інвестиційну привабливість корпорацій формально відкритого типу. Інсайдерська модель корпоративної власності, що склалася в країнах з перехідною економікою як домінуюча, створює також істотні проблеми для ринкової реструктуризації економіки через механізми власності й контролю. Теоретично й практично, з-поміж інших, вона є своєрідним мутантом, гібридом, інвестиційно найменш продуктивним і відтак абсолютно позбавленим ринкової перспективи.

До основних недоліків інсайдерської системи корпоративних відносин у перехідній економіці, значущих для інвестиційного процесу, слід віднести такі:

– суміщення одними й тими ж фізичними особами повноважень основних власників (прямо чи опосередковано) та функцій вищого керівництва корпорацій;

– поширена практика, коли основний власник відіграє вирішальну роль в поточному управлінні корпорацією, безпосередньо не обіймаючи ключових формальних посад;

– часто усунута пряма залежність права контролю за корпоративним менеджментом від величини придбаного пакету акцій, причому навіть контрольного. У цій економіці реальні права контролю залежать більшою мірою від типу власника (держави, керівництва підприємства, трудового колективу, банку, підприємства-суміжника, афілійованих осіб тощо);

– бракує механізмів перерозподілу прав власності на користь ефективних власників: користуючись незахищеністю прав акціонерів керівники і/чи основні власники консолідують безпосередньо або через афілійованих осіб власність у своїх руках та протидіють появі зовнішніх, стратегічних інвесторів;

– стратегічні цілі розвитку корпорації приносяться в жертву корисливим інтересам і цілям її керівників та/чи власників. Користуючись слабкістю специфікації права приватної власності та відсутністю дієвого контролю з боку акціонерів керівники і/чи власники корпорацій спокушуються до злодійських маніпуляцій з активами та доходами компанії, тобто привласнення інсайдерської ренти;

– ключові права акціонерів майже повсюди ігноруються.

Отримання інсайдерами ренти в перехідній економіці ґрунтується не на інформаційній асиметрії в традиційному розумінні (як чиннику отримання переваг на ринку акцій), а на доступності основним власникам безпосередньо розпоряджатися фінансовими й товарними потоками корпорацій. Вони вилучають ренту, головним чином, шляхом шахрайських обробок: виведення активів та через механізм трансфертних цін, зручний для заниження доходів і завищення витрат корпорацій, а отже, мінімізації у такий спосіб податкових зобов'язань перед державою. Тим часом маржа між трансфертними та ринковими цінами нагромаджується у контрольованих інсайдерами центрах прибутку, розміщених у розгалуженій мережі офшорних компаній та афілійованих осіб. При цьому останні зазвичай примножують зиск і від пролобійованих для них митних і податкових

преференцій (використання статусу так званих вільних економічних зон, територій пріоритетного розвитку, галузевих та інших особливих пільг). Інсайдерська рента витрачається, передусім, на демонстративне особисте споживання, приватизацію державної власності, переділ корпоративних часток капіталу через повторні емісії прав власності. Лише частину ренти інсайдери реінвестують для підтримки стабільності функціонування корпорації.

Ситуація в управлінні більшості корпорацій змінюється на краще надто повільно. Звичайно, тут даються взнаки дефіцит ринку професійних менеджерських послуг, прогалини в корпоративній культурі громадян, слабкість корпоративного законодавства та судової системи, невизначеність економічної політики уряду тощо. Разом з тим, варто звернути увагу на те, що інвестування багатьох корпорацій серйозно стримується також протиріччями між інтересами самих аутсайдерів, які керуються різними цілями щодо конкретних корпорацій. Чимало великих інвесторів корпорацій скористалися винятковою дешевизною приватизаційних паперів та акцій, скупивши їх або для прямого доступу до ресурсів і доходів підприємств, або для спекулятивної мети. В ситуації остаточного переділу власності між аутсайдерами менеджери мимоволі стають заручниками чужих інтересів та учасниками чужої боротьби.

Варто наголосити на тому, що протистояння аутсайдерів найвідчутніші саме у великих корпораціях, які є лідерами національної економіки, її провідних галузей, оскільки тут жоден із власників (окрім, зрозуміло, одного, але ж і зовсім пасивного – держави) не отримав абсолютно домінуючої ролі, аби “монополізувати” функції управління. Протиборство сторін у боротьбі за власність і контроль над виробництвом не тільки паралізує підприємство, а й переростає в “публічний скандал”. Така ситуація, коли “невідомо, чия візьме”, стримує ініціативу великих зовнішніх інвесторів, передовсім іноземних.

Підвищений ризик для інвесторів, передовсім, портфельних, становлять напівкримінальні злиття та приєднання як способи переділу власності. Захват контролю над компанією зазвичай створює необхідні передумови для розкрадання її активів, фінансового виснаження, штучного банкрутства. За цих умов класичний

варіант придбання корпоративних цінних паперів з метою отримання дивідендів і/чи вичікування зростання їх курсової вартості втрачає всяку раціональну основу.

Між тим, перехідна економіка гостро потребує прямих іноземних інвестицій. Звісно, це не панацея, але те, що іноземний інвестор, який представляє, передусім, розвинений світ, імпортує потрібні нам передові технології, досвід ринкового господарювання, ефективний менеджмент, ділові зовнішні зв'язки, також відповідає істині, щоправда, з деякими застереженнями. Загальний обсяг залучених Україною прямих іноземних інвестицій на початок 2004 р. становив лише 6,7 млрд. дол. [338, с. 23]. Проте реально під видом цих інвестицій радше повертається капітал, вивезений в офшори. Так, за експертними оцінками, близько чверті всіх спільних підприємств та від 30 до 55% (залежно від галузі) залучених іноземних інвестицій сформувалися на основі легалізованого вітчизняного капіталу, вивезеного через офшорні компанії А за роки реформ, за оцінками Світового банку, з України нелегально вивезено* десятки мільярдів доларів [339, с. 4].

Іноземний підприємницький капітал значною мірою не був допущений до участі в приватизації і прямого інвестування, а пізніше і взагалі виявився витисненим із корпорацій. Тому, як пише з цього приводу вже згадуваний німецький підприємець К. Штайльманн, "...зіткнувшись із правовим безмежжям, криміналом та повною відсутністю будь-якої ділової моралі в бізнесі, іноземний інвестор практично повністю втратив довіру Республіці Україна" [273, с. 325-326].

Основними чинниками низької інвестиційної привабливості підприємств корпоративного сектора економіки України*, як показують наші узагальнення, є такі:

- відсутність гарантій із захисту прав власності;
- сумнівна легітимність більшості приватизаційних угод та ризик конфіскації капіталу;

* За даними НБУ, лише шляхом "зворотного викупу акцій" (викупу їх в офшорних компаніях за надвисокими цінами) відтік капіталу з України у 2002 р. склав понад 2,2 млрд. дол. [Вимоги НБУ щодо викупу українських акцій у нерезидентів жорсткішають // Дзеркало тижня. – 2003. – 8 лютого. – С. 10].

- високий рівень корупції та злочинності;
- небажання власників приватизованих підприємств поступатися владою й ділитися власністю з потенційними інвесторами;
- непрозорість структури власності та фінансово-господарської діяльності підприємств;
- деформований механізм визначення реальної вартості корпоративних цінних паперів, їх розподіл за тіньовими схемами;
- низький рівень ділової кваліфікації підприємців та керівників фірм, кричуща необов'язковість виконання укладених угод, пов'язана з відсутністю механізму інфорсменту**;
- низький рівень конкурентності ринкових відносин;
- політична нестабільність;
- остаточна нерозв'язаність питань земельної власності тощо.

Як зазначалося нами раніше, суміщення в одній особі двох іпостасей – основного власника-акціонера й керівника підприємства – є типовою рисою корпоративного управління в перехідній економіці. Однак у цьому явищі переплелися не лише наслідки приватизаційних технологій, палке бажання й чудова нагода для керівників старої генерації зберегти за собою адміністративні пости. У ньому присутній також елемент страхування від значного ризику, пов'язаного з передачею управління капіталом найманим особам. Загальна інституціональна ситуація така, що поведінка більшості активних суб'єктів корпоративних відносин є хиткою й непередбачуваною. В умовах первісного нагромадження капітал не тільки відносно легко наживається, але й швидко втрачається, якщо не вжито запобіжних заходів.

Не може не насторожувати потенційного інвестора й така специфічна особливість корпоративних відносин у пострадянській економіці як гіпертрофоване

* Про високий інвестиційний ризик в Україні свідчать розрахункові дані щодо обсягу приватних іноземних інвестицій на душу населення. На початок 2001 р. цей показник склав в Україні 80 дол., тоді як у Польщі – 769, Словенії – 1350, Угорщині – 2100, Чехії – 2300 [Див.: Інноваційна стратегія українських реформ / Гальчинський А., Геєць В., Кінах А., Семиноженко В. – К: Знання України, 2002. – С. 148].

** Інфорсмент (*enforcement*) – сукупність правових норм, ефективної судової системи, правил ділової етики і громадської думки, яка виконує роль механізму примусу виконання укладених угод.

співвідношення прав та обов'язків акціонерів. Як відомо, акціонер несе єдине зобов'язання перед товариством – повністю й своєчасно оплатити придбані титули власності. Та, попри основоположний принцип акціонування – обмежену відповідальність інвестора, до портфельних інвесторів склалося доволі своєрідне, утриманське ставлення з боку інсайдерів. Таких інвесторів, передусім інституціональних, зазвичай розглядають не як рівноправних співвласників, а як донорів, які зобов'язані своїм внеском допомогти корпорації, тобто оплатити почесне звання власника. Акції – акціями, а яку конкретну допомогу грошима, ресурсами чи зв'язками ти надав компанії? Таким чином ігнорується рівне право всіх акціонерів (інсайдерів і аутсайдерів) на участь в управлінні корпорацією, належне їм право контролю за ефективністю менеджменту. Причому, суть проблеми не стільки в звичному для наших умов невігластві щодо корпоративних прав, скільки у тому, що дискримінація чи “вигнання” “чужаків” із корпорацій директорами чи “трудовими колективами” гласно чи негласно санкціонується владою і/чи місцевими “авторитетами”.

Юридично права власності на капітал специфіковані ще надто слабо, а питання відповідальності керівників акціонерних корпорацій узагалі *не* пророблені законодавчо. Це означає, що інвестори практично мало захищені від свавілля найманих менеджерів. Інвестори, передусім, зовнішні, позбавлені значною мірою як інструментів прямого контролю за діяльністю менеджерів через демократичні процедури загального керівництва й формування робочих органів корпорації, так і можливостей побічної оцінки свого бізнесу через динаміку ринкової вартості акцій. Контрольний пакет акцій, який за канонами корпоративного управління є інструментом публічного контролю за найманими менеджерами, в наших умовах слугує або прикриттям хижацьких інтересів його володарів, або взагалі не має реального значення, коли його володар вважається непроханим гостем.

Проблема залучення як прямих, так і портфельних інвестицій у приватизовані компанії в країнах з перехідною економікою, ускладнюється “непрозорістю” корпоративних відносин для потенційних інвесторів. Відомою аудиторською компанією Pricewaterhousecoopers розроблено так званий індекс непрозорості

(opacity index), який враховує такі національні фактори, як рівень корупції, стан судової системи, грошову політику, стандарти фінансової звітності та якість корпоративного управління. Експерти використали названий індекс для приблизної оцінки обсягу недоотриманих іноземних інвестицій проти реально отриманих. Кожна з країн, що здійснює ринкову трансформацію економіки, недоотримала певну частку інвестицій (у % до реально отриманих): Росія – 263, Румунія – 197, Чехія – 194, Польща – 157, Литва – 128, Угорщина – 83. Підраховано: якби Росія підвищила прозорість та якість корпоративного управління, то змогла б збільшити притік прямих іноземних інвестицій до 10 млрд. дол. в рік і майже вдвічі збільшити сумарну капіталізацію російських компаній [340]. Та, проте, незавершеність процесів перерозподілу власності у більшості компаній, зокрема українських та російських, не дає підстав для оптимізму щодо швидкого встановлення цивілізованих стандартів відкритості й доступності інформації для інвесторів*.

Фактором, стримуючим інвестиційно-інноваційну діяльність на приватизованих підприємствах, передусім, тих, що мають стабільного замовника своєї продукції в особі держави, на думку фахівців, є успадкована керівниками стара ідеологія внутрігосподарського управління [341, с. 13-14]. Звикши бути виконавцем директивних завдань в умовах адміністративної системи та зберігши за собою, завдяки хаотичному роздержавленню економіки, і в перехідний період ключові позиції на підприємствах, багато з них виявилися неспроможними працювати за новими “правилами”, орієнтуватися в ринковій інформації, використовувати ефективні фінансові інструменти. Утім, квазіприватна власність, уособлювана *де-факто* ними, все ж сприяє збереженню їх влади та повній безконтрольності дій. З іншого боку, повна відсутність механізмів реалізації прав власності акціонерами, передовсім, дрібними, та занижений рівень

* У цьому сенсі показовим є вислів одного із впливових акціонерів російського ВАТ “Нижновенерго”: “Рух акцій – це глибоко інтимний ринковий процес, і ми вважаємо за недоцільне виносити це на публіку” // Ведомости. – 2001. – 16 апреля.

самосвідомості** також поглиблюють залежність працівників (акціонерів) від керівництва підприємств. Звісно, що таке спотворення системи корпоративного управління, висловлюючись термінами інституціональної теорії, надзвичайно підвищує трансакційні витрати для потенційних інвесторів, стає антистимулом для купівлі корпоративних цінних паперів.

Як зазначалося у попередньому параграфі, наслідки злиття в одній особі власності й управління виробництвом, непрозорості й заплутаності реальних відносин власності в корпорації мають деякий обмежений позитивний зміст, допоки основні проблеми, можливості й ресурси розвитку знаходяться всередині корпорації чи, по крайній мірі, у межах країни. Але як тільки внутрішні резерви розвитку вичерпуються й виникає необхідність залучення капіталу ззовні, подібні переваги негайно трансформуються у серйозні вади корпоративного управління. Інвестору потрібні як інформація про дійсний економічний стан господарства, так і гарантії збереження його прав. Більше того, світовий досвід інвестування корпоративного бізнесу говорить про те, що у великих проектах партнера вибирають не лише за критерієм економічної ефективності, але й з урахуванням таких його рис, як транспарентність, дотримання цивілізованих стандартів корпоративного управління, соціальна відповідальність. То ж, як бачимо, у пострадянській перехідній економіці необачливого інвестора підстерігає чимало “інституціональних пасток”.

У 2003 р. українським корпораціям вдалося розмістити лише близько половини випущених облігацій [342], позаяк через непрозорість та неефективність корпоративного управління має місце надвисокий ризик для інвесторів.

У результаті повальної та поспішної приватизації було розчленовано чимало технологічно пов'язаних виробничих комплексів (КБ і серійні заводи, ліспромгоспи, целюлозно-паперові комбінати та ін.). В підсумку новостворені на їх базі корпорації виявилися нежиттєздатними підприємницькими одиницями.

** Зішлемося у цьому зв'язку на роздуми соціолога С. Головахи: “Хоч як це не парадоксально, багато хто, працюючи на акціонерних підприємствах, все одно вважає, що працює на державу... Ось у цьому й полягає суть нашого капіталізму, – людина може навіть не підозрювати про те, що живе за капіталістичними правилами” [В Україні інституційна розруха // День. – 2003. – 7 лютого. – С. 4].

Наразі на зміну періоду дезінтеграції приходить період укрупнення господарюючих суб'єктів. В Україні, на відміну від Росії, інтеграційні процеси за участю корпоративного капіталу з відомих причин дещо припізнилися й поступаються за масштабністю. Та все ж є підстави вважати, що настав час формування великих корпорацій, в рамках яких об'єднується ряд підприємств та компаній. Утворення таких великих корпорацій дає можливість, по-перше, сконцентрувати достатні ресурси для реалізації інвестиційних проектів, а по-друге, досягти стабільності господарської діяльності й перейти до вирішення більш масштабних завдань.

Та, проте, тенденція формування великих інтегрованих структур, яка набирає силу, не є однозначною. У цьому процесі зазвичай перемагають сили, які роблять ставку на “дружбу” з владою чи інші заплутані схеми. Іноземний капітал із цієї “гри” майже повністю витіснений. В результаті такого перерозподілу власності забезпечується величезна концентрація контролю над цілими галузями промисловості. І тут варто зазначити, що, на відміну від Росії, де інтегратором виступає в основному потужний олігархічний капітал, нагромаджений у сировинних галузях, в Україні аналогічний капітал порівняно слабкий, не такий здатний до прямих інвестувань, і тому він більшою мірою тяжіє до влади, аби продовжити захвати власності. Виникають парадоксальні ситуації, коли штучно (кимсь) позбавлений доступу до ресурсів, продукованих сусідньою компанією, виробник змушений шукати їх далеко за межами своєї країни. Не меншим парадоксом є й те, що держава оподатковує інвестиції, зроблені у вигляді грошових внесків на рахунок підприємства, перекладаючи частково у такий спосіб ще й свої проблеми на плечі інвесторів.

Основними інструментами залучення корпораціями інвестицій слугують акції та облігації. Обсяги їх емісії в Україні мають загальну тенденцію до збільшення (див. табл. 3.3).

Таблиця 3.3

Обсяги емісії акцій в Україні у 1996-2003 роках (за суб'єктами ринку)*

(млрд. грн.)

Суб'єкти ринку	1996 рік	1997 рік	1998 рік	1999 рік	2000 рік	2001 рік	2002 рік	2003 рік
<i>Реальний сектор економіки</i>								
Підприємства (ВАТ)	1,696	7,247	4,960	4,374	10,827	13,999	6,696	8,330
Підприємства (ЗАТ)	0,068	1,724	6,254	2,516	3,390	6,602	4,445	6,768
<i>Фінансовий сектор</i>								
Комерційні банки (ВАТ)	0,049	0,269	0,324	0,639	0,755	0,436	0,875	1,098
Комерційні банки (ЗАТ)	0,006	0,170	0,231	0,215	0,333	0,498	0,343	0,241
Страхові компанії	0,002	0,015	0,100	0,165	0,192	0,385	0,436	1,565
Інвестиційні компанії та фонди	0,001	0,018	-0,030	0,010	-0,002	0,003	0,001	0,019
У с ь о г о	1,821	9,443	11,839	7,919	15,495	21,923	12,796	18,021
Відсоток до ВВП	2,2	10,1	11,5	6,1	8,9	10,7	5,7	6,8

* Розраховано за даними Звітів Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку України за 2002 і 2003 рр. (Див.: Ринок цінних паперів України. – 2003. – №5-6 – С. 55; 2004. – №7-8. – С. 59).

Однак трактувати тенденцію до збільшення випуску корпоративних цінних паперів як загальний процес відродження корпорацій на ринковій основі, реанімації їх підприємницької природи, з нашого погляду, поки що не доводиться. Звичайно, для корпорацій, які утворюються поза приватизаційним процесом, емісія корпоративних боргових і пайових паперів є найважливішим джерелом фінансування капіталовкладень. Однак цього не скажеш про переважну більшість корпорацій реального сектора, породжених спонтанною приватизацією. Для їхніх домінуючих власників та менеджерів залучення інвестицій через ринок цінних паперів є поки що справою другорядною, оскільки нагальнішим є питання власності, убезпечення своїх власницьких позицій у конкретних корпораціях та захвату власності в чужих володіннях. То ж для них випуск цінних паперів може переслідувати певні корисливі цілі, як-от: реалізація тіньових схем переділу активів компанії за борги, розмивання пакетів акцій небажаних власників і переділ власності на користь певних осіб та ін. Це переконливо засвідчує той факт, що, попри зростання обсягу зареєстрованих випусків акцій за останні п'ять років у 5,5 разу, а обсягу торгів на фондовому ринку у 5,7 разу, торгівля правами власності на організованому ринку навіть скоротилася до 4% від загального обсягу їх емісії [343, с. 63]. Отож, можна стверджувати, що організований ринок корпоративних цінних паперів при наявності такої кількості формально акціонованих підприємств у нас фактично заблокований, принесений у жертву досягненню інших цілей.

Випуск акцій в Україні, як і в інших країнах з перехідною економікою, з року в рік збільшується. Однак основна частина їх випусків не має інвестиційної спрямованості. Так, із загального обсягу випущених акцій за 10 місяців 2002 р. тільки 34% припадає на реально залучені кошти, решта – 66% пов'язані з індексацією основних фондів (30%), приватизацією й корпоратизацією державних підприємств (21%), реорганізацією товариств (9%) та емісією з ініціативи уповноваженого представника держави й холдингових компаній (6%) [344].

Прагнення домінуючих власників відкритих корпорацій захиститися від поглинань могутніми бізнес-групами, а також позбутися хоча б частини корпоративних конфліктів, які, здається, стали повсюдним явищем, переходячи часто у відкриті сутички із застосуванням сили (побоями, блокуваннями офісів компаній, знищенням документації тощо), знаходить прояв у наростаючій тенденції до юридичного переоформлення ВАТ у ЗАТ і навіть ТОВ. Змінили уже свій правовий статус таким чином, зокрема, такі великі підприємства, як “Рівнеазот”, “Рівнеенерго”, “Київобленерго”, “Борщагівський фармацевтичний комбінат” та ін. У принципі такі трансформації у зворотному напрямку почасти є виправданими, адже масова корпоратизація у нас проводилася “зверху”, лише за величиною балансової вартості основних фондів підприємств. Тому, коли в результаті концентрації первісно емітованих акцій число титульних власників скорочується до кількох сотень чи десятків фізичних осіб (в розвинених країнах законом встановлений поріг чисельності акціонерів для закритих корпорацій), то, ймовірно, формальне “закриття” деяких корпорацій є поверненням до їх природного стану. Зрештою, за оцінкою фахівців фондового ринку, наявна в Україні кількість ВАТ, у порівнянні з розвиненими країнами, є занадто вже великою (удвічі більшою навіть від США). Проте, коли до подібного “реверсу” вдається акціоноване велике промислове підприємство, яке відчуває гострий дефіцит інвестицій для технічного оновлення виробництва, це навряд чи має економічне обґрунтування. Очевидно, в такому випадку пріоритетними є корисливі інтереси власників і менеджерів, а не інтереси компанії як ринкового суб'єкта. “Закриття” товариства не потребує й особливих витрат, позаяк його акції через

невиплату дивідендів утратили всяку цінність для дрібних власників. Динаміка розвитку корпоративного сектора подана у табл. 3.4

Таблиця 3.4

Динаміка підприємств корпоративного сектора за 2000-2004 рр.[277,с. 31]

Види корпорацій	Роки					Середньо-річний темп росту
	2000	2001	2002	2003	2004	
Товариства з обмеженою відповідальністю	19068	221905	241799	261212	281105	1,09
Закриті акціонерні товариства	22228	22100	22255	22194	22089	1,0
Відкриті акціонерні товариства	12045	12089	12171	12137	11906	1,0

Звичайно, не можна абсолютизувати роль акціонерного капіталу як джерела фінансування суб'єктів господарювання. Навіть в економіці розвинених країн він посідає доволі скромне місце в сумарних чистих капіталовкладеннях. Усереднена структура інвестиційних вкладень, наприклад, американських корпорацій у 1983 р. була такою: амортизація – 69%, нерозподілені прибутки – 7%, облігації і заставні квитанції – 9%, *акції* – 9%, кредити банків – 6% [345, с. 109]. У 1994 р. частка емісії акцій у фінансуванні валових інвестицій становила: в Японії – 0,7%, Канаді – 4,8%, Німеччині – 5,1%, Південній Кореї – 5,5%, США – 7,4%, Італії – 9,0%, Франції – 12,4%, Швеції – 20,1%, Великій Британії – 20,9% [346, с. 19].

Випуск акцій є доволі складною й дорогою процедурою (оплата послуг андеррайтерів, аудиторів, поліграфічні витрати, витрати на інформування акціонерів тощо). Окрім того, додаткові емісії акцій загрожують розмиванням часток капіталу наявних власників й тому підривом інвестиційного іміджу компанії. Тому західні компанії емітують акції лише в самому крайньому випадку, коли немає можливості профінансуватися через випуск облігацій, банківський кредит чи навіть продаж частини активів. Тож і нам не варто очікувати, що в перехідній економіці ринок акцій візьме на себе вирішальну роль у мобілізації приватних заощаджень та їх трансформації у підприємницький капітал корпорацій.

Та все ж і недооцінення ролі ринку акцій у контексті цілісності ринкової системи було б, мабуть, ще більшою помилкою. Адже роль цього ринку

багатофункціональна. Він забезпечує ефективний перерозподіл капіталів між підприємствами й галузями, встановлює ринкову (об'єктивну) вартість реального капіталу, сприяє залученню корпораціями значних інвестиційних ресурсів та зниженню їх вартості, формує механізм зовнішнього корпоративного контролю (тиску на менеджмент). Ці функції у ринковій економіці є *незамінними*. Це означає, що ринок акцій слугує тим об'єктивним механізмом, яким забезпечується внутрішня інституціональна й функціональна цілісність ринкової системи відносин. Саме завдяки йому ринок набуває властивостей повноцінної саморегульованої системи, що забезпечує збалансований і ефективний розвиток економіки. Зрозуміло, що саме повноцінний ринковий механізм украй необхідний для успішної трансформації перехідної економіки і тим більш, маючи на увазі реальну потребу в постприватизаційній реструктуризації корпоративної власності на користь ефективних власників.

Слід зауважити, що ринок акцій в Україні виник і існує передусім заради обслуговування приватизаційних процесів і дотепер він практично непов'язаний з реальною економікою (див. табл. 3.5). Обсяг ринку корпоративних облігацій тут у 2002 р. становив усього 0,35% ВВП, тоді як в Естонії – 3,9%, а в Данії, Франції, Німеччині – до 80%. Частка населення в цінних паперах не перевищує у нас 1,5%.

Як відомо, саме вторинний ринок цінних паперів виконує роль барометра економічного стану конкретної корпорації й усієї національної (і світової) економіки. Індикатором інвестиційної привабливості на цьому ринку слугує курс акцій, яким просто й швидко визначається капіталізація компанії-емітента. Капіталізація компанії, або її реальна вартість, встановлюється множенням біржової середньої котирувальної ціни її акцій на загальну кількість випущених нею акцій.

Капіталізація українського фондового ринку (тобто його учасників-емітентів), хоч і має позитивну динаміку, проте є вкрай незадовільною (див. табл. 3.5).

Таблиця 3.5

**Динаміка капіталізації фондового ринку України
у 1998-2002 рр, млн. грн.***

	1998 р.	1999 р.	2000 р.	2001 р.	2002 р.
Капіталізація	26313	7168	9479	8062	23118
Кількість компаній-емітентів (у списку ПФТС)	135	432	249	286	275

* За даними ПФТС

Капіталізація вітчизняного фондового ринку у розмірі 4,4 млрд. дол., або близько 11% ВВП, значно поступається перед іншими країнами, зокрема перед Росією – 18%, Польщею – 24%, Естонією та Угорщиною – понад 30%. Для порівняння: у 2002 р. ринкова вартість акцій відносно ВВП у Німеччині склала 67%, у Франції – 110, Великій Британії – 170% [347]. Низьким є рівень капіталізації й російського фондового ринку, що особливо помітно у порівнянні, наприклад, із Польщею (див. табл. 3.6).

Слід зауважити, що вітчизняна статистика не зовсім адекватно відображає реальний стан речей у корпоративному секторі. Акції емітовані й акції, що постійно перебувають у біржовому обігу, – не тотожні поняття. Обертатися на ринку, як показує світова практика, здатні виключно акції тих емітентів, котрі користуються довірою інвесторів й попит на які заохочує спекулятивні трансакції. Емітовані ж українськими корпораціями акції у багатьох випадках не знаходять покупця, а відтак вони в дійсності не є ліквідними фінансовими інструментами, й тому капіталізація компанії-емітента взагалі видається сумнівною. Це, можна сказати, були зроблені лише заявки на фінансування, які так і залишилися без уваги інвестора. Це й зрозуміло, адже збитковість промисловості, попри нарощування обсягів виробництва, упродовж 2000-2003 рр. залишається на рівні понад 40% [242, с. 63]. Операції, пов'язані з переділом власності та експортом капіталу, вигідніші, аніж відкрита діяльність на фондовому ринку.

Таблиця 3.6

Стан фондових ринків у 2000 р. [348, с. 112]

Показники	США	Велика Британія	Польща	Росія
Число компаній у котирувальних листках найбільших національних бірж	10100	2200	220	40

Капіталізація ринку, млрд. дол.	14000	2800	32	49
Денний оборот ринку акцій, млн. дол.	130000	29000	75	93

Таким чином, офіційно представлену капіталізацію вітчизняної економіки некоректно інтерпретувати як індикатор ступеню розвитку фондового ринку з тієї фундаментальної причини, що в сучасних реальних умовах перехідної економіки цей показник не має зв'язку з ефективністю функціонування реального сектора економіки. Динаміка обсягу торгів на цьому ринку характеризує не загальноекономічний розвиток країни, а фінансові спекуляції, пов'язані з вузьким колом надрентабельних підприємств.

Майже вся біржова торгівля корпоративними цінними паперами в Україні концентрується Першою фондовою торговельною системою (ПФТС) (у 2002 р. – понад 99% усіх торгів), хоча офіційно організований ринок представляють ще 8 фондових бірж [343, с. 63]. Кількість емітентів у лістингах фондових майданчиків, цінні папери яких реально обертаються на організованому ринку, знаходиться на рівні півтора-двох десятків, представлених так званими блакитними фішками (акціями підприємств переважно паливно-енергетичного комплексу. В Україні, за визнанням брокерів, ще не було широкомасштабних публічних розміщень акцій, і лише 2% ВАТ здатні через фондовий ринок залучати інвестиції.

Навіть, якби й прийняти на віру капіталізацію українського фондового ринку на позначці 30% ВВП, а це сумарно становить близько 10 млрд. дол., то порівнюючи її з ринковою вартістю лише компанії “Microsoft Corporation” (США), яка складає майже 400 млрд. дол., важко повірити у те, що в реальності одна така успішна компанія коштує у 40 разів більше, ніж усі підприємства фондового ринку України, разом узяті. За оцінкою експертів, значення сукупного капіталу в Україні має наразі складати щонайменше 130 млрд. дол.

Хоча в Україні вже кілька років поспіль статистика засвідчує економічне зростання, проте інвестиційно-інноваційна діяльність корпоративізованих підприємств загалом мало поліпшується. У 2003 р. про інноваційну діяльність заявили лише 12,7% промислових підприємств [349, с. 113]. Про це ж із свого боку

сигналізує і вторинний ринок корпоративних цінних паперів. Якщо ще в 2001 р. активними учасниками вітчизняного фондового ринку було сім корпорацій, на акціях яких можна було заробити спекулятивний прибуток, то на початку 2002 р. із них залишилася лише одна – “Укрнафта”, яка є монополістом у своїй галузі [350, с. 46]. Річні обсяги біржових торгів акціями навіть знаних підприємств залишаються просто мізерними, зокрема, протягом 2002 р. черкаського “Азоту” (186 тис. грн.), Харцизького трубного заводу (55 тис. грн.), “Мотор Січі” (47 тис. грн.)

Жодна українська і навіть російська корпорація не спромоглася ще увійти у список 500 найбільших компаній світу за рівнем капіталізації. До списку 500 європейських компаній, які лідирують за цим показником, на початку 2001 р. потрапили лише декілька російських компаній, які ділять місце у третій-четвертій сотні. Капіталізація РАО “ЄЕС Росії” у розрахунку на один кіловат електроенергії дорівнювала на той час 70 дол., тоді як маловідомої іспанської компанії “Edesa” – 1772 дол. Капіталізація найбільшої у світі російської компанії “Газпром” наприкінці 2003 р. складала 30 млрд. дол., а компанії “Екссон”, що має шестеро менші запаси, – 300 млрд. дол. За оцінкою Мінеконрозвитку Росії, капіталізація великих компаній, подібних “Газпрому”, недооцінена у 5 разів, дрібних – у 10 разів [351]. Така занижена капіталізація корпорацій є симптомом їх внутрішньої “хвороби”, самоізоляції від цивілізованих ринкових процесів, а також наслідком прогалин в економічній політиці урядів.

Отже, тенденцією розвитку корпоративного сектору у постприватизаційний період усе ще залишається його самоізоляція від відкритого ринку цінних паперів, передусім акцій. Складається така ситуація, що, на противагу країнам із ринковою економікою, де великі корпорації прагнуть через фондовий ринок підтримувати свій підприємницький імідж як умову залучення капіталу, в Україні корпорації, об’єднані зазвичай у промислово-фінансові групи, приховують свої реальні доходи, тобто демонструють радше свою закритість від посторонньої участі та уваги. В інших пострадянських країнах ситуація аналогічна: на вторинних фондових ринках домінують не стратегічні, а спекулятивні інвестори.

Відстороненою від задоволення інвестиційних потреб корпоративного сектора залишається кредитно-банківська сфера. Під інвестиційними кредитами розуміються кредити, надані суб'єктам господарювання для відтворення основного капіталу, придбання інвестиційних цінних паперів, приватизаційних цілей тощо [352, с. 191]. Хоча в абсолютному вимірі інвестиційні банківські кредити мають стійку тенденцію до зростання, проте їх частка відносно загальних інвестицій залишається все ще надто малою (див. табл. 3.7). В активах російських банків кредити терміном більше одного року також дотепер не перевищують 3-4% [256, с. 7].

Таблиця 3.7

Інвестиційні банківські кредити в Україні за період 1998-2004 рр.
[353, 354, 355, 356]

Показники	Р о к и						
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Кредити в інвестиційну діяльність, млн. грн.	887	1044	1073	1309	2361	4381	8173
Їх частка у загальному обсязі кредитів, %	10,0	8,9	5,6	4,7	6,0	6,5	9,2

Ціна банківського кредитування упродовж усіх попередніх років ринкових реформ була надто високою й аж ніяк не співставимою з рівнем рентабельності у реальному секторі економіки. За середнього в економіці рівня рентабельності останнім часом близько 5% кредит за ціною 25-30% його вартості залишається для пересічних господарників практично недоступним. Але така, по суті, перевернута система зв'язків між рівнем прибутковості реального сектору економіки та рівнем відсотка* утримується протягом усього постприватизаційного періоду. Було б наївним пояснювати цей парадокс зажерливістю комерційних банків, адже вони за своєю економічною природою є в основному фінансовими посередниками між господарюючими суб'єктами й як такі віддзеркалюють реальний стан економіки, свого базису. Важкий фінансовий стан приватизованих підприємств та триваючий

* Для підтвердження думки про спотвореність залежностей у вітчизняній кредитній сфері приведемо дані П. Самуельсона і У. Нордгауза, взяті з американської економіки. Протягом останнього десятиріччя, пишуть вони, норма прибутку корпорацій там становила приблизно 8%, тоді як реальна ставка відсотка – 4% [54, с. 383-384].

переділ прав власності зумовлюють не тільки низький рівень капіталізації вітчизняних банків, а й дорожнечу кредитування, зокрема через підвищений ризик від недобросовісної поведінки позичальників та спекулятивний попит на позику. Щодо реальних користувачів банківських інвестиційних кредитів, то, цілком очевидно, що ними радше є наближені до банків фірми, часто навіть спеціально створювані банками (їх засновниками) для активної участі у переділі корпоративного капіталу. Казково велика прибутковість операцій з приватизацією державної власності та спекуляціями, пов'язаними з активами підприємств і цінними паперами, з лихвою компенсує навіть завищену ціну кредитів. І якщо такі операції носять масовий характер, то відсоткова ставка на кредити починає визначатися не віддачею капіталу у виробництві, а “ефективністю” відкачування ресурсів із підприємств.

Низька капіталізація більшості комерційних банків спричиняється також низьким рівнем інвестиційної привабливості банків, низьким ступенем концентрації банківського капіталу, недостатнім рівнем їхньої прибутковості та реінвестування прибутку. Про слабкість у цілому банківської системи України* свідчить той факт, що її сукупний капітал у 2003 р. становив усього 5% ВВП, тоді як у країнах Центральної та Східної Європи він досягає 40% ВВП [357; 358, с. 5]. Невтішними щодо реальних потреб економіки виглядають й інші її параметри, особливо на фоні країн із перехідною економікою Європи та Росії, хоча й там залишається чимало своїх проблем (див. додаток К).

Про системний характер проблем із капіталізацією у самому банківському секторі, їх органічний зв'язок із перехідністю та тінізацією суспільно-економічних процесів свідчить чи не тотальна закритість структури власності банків як корпорацій, намагання реальних власників будь-що втримати контроль над банківським капіталом, а отже і над певним бізнесом. З такої поведінки банків напрошується той висновок, що банки продовжують розглядатися не як

самостійний працездатний бізнес, а як інструмент, який поставлений на службу якомусь бізнесу, пов'язаному з перерозподілом суспільного багатства.

Щодо інших, небанківських, інституціональних інвесторів, які покликані акумулювати й трансформувати приватні заощадження в інвестиції, то їх реальна роль в інвестуванні корпорацій реального сектора економіки є поки що малозначущою. Сукупні активи небанківських фінансових установ в Україні на початок 2002 р. склали всього 1,86% ВВП і лише 5% активів банківської системи [349, с. 104]. Це пояснюється, по-перше, недовірою населення до різного роду фінансових посередників, ідею діяльності яких істотно дискредитували сумнозвісні трасти; по-друге, низьким життєвим рівнем більшості населення країни; по-третє, фаховою неспроможністю більшості цих інвесторів ефективно вкладати зібрані кошти та управляти інвестиційними проектами на підприємствах. Щодо заощаджень населення, то їх конвертація у цінні папери скорочується й склала на кінець 2001 р. близько 4%. Водночас, хоча депозити фізичних осіб у банківських установах за період 1999-2003 рр., зросли майже удесятеро, вони не перевищують і третини усіх їх заощаджень.

Усі зазначені вище особливості та тенденції розвитку системи корпоративної власності й управління, які стоять на заваді інвестиційному процесу, здається, могли б бути значною мірою виправлені розвитком ринку цінних паперів, дією ринкового механізму. І в багатьох наукових публікаціях української обмежена роль зовнішніх джерел фінансування корпоративних інвестицій, дійсно, пояснюється недостатнім розвитком фінансового ринку, слабкістю його інфраструктури.

Однак, на наш погляд, корінна проблема полягає у тому, що нерозвиненість ринкових процесів якраз і є прямим наслідком спотвореності економічної основи ринкових відносин – інституту приватної власності, яка живить економіку перерозподілу, й, головне, відсутності стимулів для її серйозного реформування, а, отже, й для активного функціонування ринку цінних паперів. Наприклад, з погляду

* За деякими оцінками, капіталізація всієї банківської системи України приблизно дорівнює капіталізації найбільшого польського банку, а активи банківської системи Росії на рівні середнього європейського чи американського банку [Інерційне зростання: становище в економіці РФ очима тамтешніх аналітиків // Дзеркало

стандартної теорії, без розвинуеного вторинного ринку корпоративних цінних паперів економіка позбавлена орієнтирів реального ціноутворення й тому українські підприємства оцінюються надто дешево. Однак при глибшому аналізі виявляється, що у перехідній економіці збереження такої ситуації є необхідною умовою нагромадження й концентрації капіталу, і кардинально змінити цю ситуацію відразу не реально. Навіщо купувати акції на ринку, якщо можна отримати їх за безцінь на аукціоні за борги?(!) Щодо пересічного інвестора, то купувати акції підприємств, що втягнуті в дикий переділ власності, може, як мовиться, тільки божевільний. Випуск акцій наразі потрібніший як інструмент переділу й консолідації власності, а не як справді ринковий інструмент залучення капіталу. Зі свого боку, організовані торговці корпоративними цінними паперами, через обмеженість інтересу емітентів до них, також по-справжньому не зацікавлені у висуненні жорстких вимог щодо якості цих фондових цінностей, дотримання емітентами цивілізованих стандартів корпоративного управління.

Чи візьмемо той факт, що стабільно самовідтворюється збиткова економіка. У 2003 р. із збитками спрацювало 39% підприємств, і загальні збитки склали 13,8 млрд. грн. [301]. Але така економіка вигідна певній соціальній верстві, яка здатна її створювати і підтримувати, звісно, блокуванням по-справжньому ринкових реформ. Якщо недавно офіційно заявлена прибутковість фірми іронічно сприймалась ділками як ознака “поганої” бухгалтерії, то нині у хитросплетених мережах великого бізнесу збитки одних фірм скоріш означають функціонування десь “центрів прибутку”, які ловко й навіть легітимно виводять прибуток з-під оподаткування. А щодо зародковості вітчизняного фондового ринку, то не може ж він капіталізувати вільні грошові засоби країни, якщо емісія й тим більше вільний обіг акцій сприймаються новоявленими власниками як екзотика або крах їхнього особистого добробуту. Консолідуючи свої володіння, власники значних пакетів акцій тим самим старанно вилучають титули власності з вільного обігу. Таким чином, дійсні причини нерозвиненості організованого фондового ринку в

перехідній економіці ми бачимо у викривленості стимулів власників підприємств – фондовий ринок останнім потрібен насамперед для обслуговування процесів розподілу й перерозподілу корпоративної власності при майже цілковитій беззахисності акціонерів.

Результати досліджень свідчать, що у багатьох випадках керівники-власники підприємств не зацікавлені в залученні інвестицій, у них немає для цього стимулів. Особливо пасивні на ринку фінансових послуг найбільші компанії, стійкий інтерес до інвестицій мають в основному дрібні та середні фірми [359, с. 98]. Іншими словами, діяльність більшості корпорацій полягає в експлуатації отриманого приватизаційним шляхом капіталу і небажанні чи нездатності їх керівників-власників використовувати фондові інструменти для залучення вкрай необхідного капіталу.

Про відсутність мотивації до залучення акціонерного капіталу власниками й менеджерами українських корпорацій промовисто свідчать дані обстеження 800 акціонерних товариств, проведеного Міжнародною фінансовою корпорацією (IFC) у 2002 р. Як виявляється, понад чверть корпорацій увели обмеження на вільний продаж акціонерами належних їм акцій; близько 42% керівників упевнені, що витрати на впровадження сучасних стандартів корпоративного управління не приносять бажаних результатів; понад 35% керівників вважають недоцільним випуск акцій через загрозу втратити контроль над підприємством; 72% із них не планували у найближчі три роки залучати іноземні інвестиції [360].

Разом з тим, ми вважаємо, що сформована на тлі державної власності квазікорпоративна форма підприємства та її реальні прояви є не безнадійним пороком перехідної економіки, а симптомом “дитячої хвороби” ринкової системи, що народжується (емерджентного ринку).

* * *

Зробимо висновки за результатами нашого дослідження, викладеними у третьому розділі.

Економічні трансформації у постсоціалістичних країнах, головним завданням яких є створення ринкової системи господарювання, представляються для світової історії й сучасної економічної науки винятковим явищем. Основу економічних трансформацій у них визначають процеси роздержавлення й приватизації. Специфіка приватизаційного процесу тут полягає у необхідності створення повноцінного інституту приватної власності. Саме тому приватизація як економічний процес виконує в перехідній економіці роль ключового, системоформуючого елементу. Приватизаційний процес – довготривалий, поетапний, а тому його прискорення передбачає розробку й реалізацію державною відповідної стратегії ринкових реформ.

Реалізована модель масової приватизації характеризується переважанням негативних соціально-економічних наслідків. На нашу думку, наявній критиці вад приватизації бракує системного підходу, передусім ґрунтовного інституціонального аналізу, належного врахування ролі позаекономічних чинників. Разом з тим, приватизація уже породила критичну масу приватних суб'єктів господарювання, серед яких чільне місце займають підприємства корпоративної форми власності.

Перехід до ринкових відносин об'єктивно пов'язаний з активізацією процесів первісного нагромадження капіталу. Це – загальна закономірність етапу формування економічних передумов ринкової системи господарювання. Специфіка первісного нагромадження капіталу в постсоціалістичних умовах обумовлена тим, що головним суб'єктом процесу виступає номенклатура; місія капіталу полягає передусім в реструктуризації виробничо-господарського комплексів; створені передумови для приватизації підприємств через переділ прав власності; одним із основних джерел нагромадження грошового капіталу слугує державна фінансова система; легалізація тіньових капіталів відбувається в основному через офшорні зони під виглядом іноземних інвестицій.

В кожній із постсоціалістичних країн первісно за наслідками приватизації склалася певна модель корпоративної власності, а саме: з розпорошеною власністю, з власністю інсайдерів, з власністю аутсайдерів та зі змішаною власністю. В

постприватизаційний період інтенсивний перерозподіл прав власності визначили такі ключові тенденції:

- швидке скорочення частки працівників на користь керівників підприємств;
- збільшення частки аутсайдерів, головним чином, за рахунок скорочення державної частки власності (через викуп державних пакетів акцій);
- повільне зростання частки іноземних власників.

Загальною тенденцією реструктуризації власності стала її концентрація в руках керівників та афілійованих з ними осіб (через “дружні” та офшорні компанії) з метою захвату та/або підвищення ступеня безпеки контролю над ресурсами й доходами підприємств. Домінуючою залишається інсайдерська, чи у більшості випадків, по суті, директорська, модель власності. Посилюється закритість структур власності від появи нових власників.

Ознакою формальності систем корпоративної власності є підпорядкування у багатьох випадках підприємств неформальним власникам, часом навіть без придбання ними акцій. У сучасних умовах процеси перерозподілу власності переходять у фазу реалізації масштабних схем вибудовування інтегрованих корпоративних структур за участю олігархічного капіталу.

Масштабні процеси перерозподілу корпоративної власності відстрочують появу ефективного власника підприємств, зацікавленого в підвищенні їх конкурентоздатності. Головним чинником “дикого” переділу власності є усунення держави від захисту прав власності та створення конкурентного середовища. На цій підставі ми спростовуємо критику на адресу так званої теореми Коуза, яка начебто не відповідає практиці.

Основними перешкодами ефективному функціонуванню корпоративної власності та ринка корпоративних цінних паперів є:

- незахищеність приватної власності;
- корумпованість влади та розгул злочинності;
- небажання основних власників підприємств поступитися часткою власності;
- зрощення в одній особі фактичного власника та керівника підприємства, що протидіє пріоритетності інтересів акціонерів в корпоративному управлінні;

- непрозорість структури власності та фінансово-господарської діяльності підприємства;
- незавершеність приватизаційного процесу та фактичне самоусунення держави від управління належними їй корпоративними правами, що потурає тіньовим схемам перерозподілу власності навіть на шкоду самій державі;
- низький рівень конкуренції тощо.

Охарактеризована нами корпоративна система, з одного боку, як замкнута щодо ринку акціонерного капіталу, а з іншого, – як дискримінаційна й ризикована для активної та широкої участі у ній, дає нам підстави кваліфікувати типову корпорацію, що склалася на основі приватизації, як *квазікорпоративну* систему, тобто як структуру, що лише імітує ознаки підприємницької корпорації. Однак вона має свою внутрішню логіку, а відтак і певну відтворювальну стійкість.

Разом з тим, така своєрідна корпорація підвладна об'єктивному процесу розвитку і самоудосконалення. Цьому сприяють, з нашого погляду, три групи факторів: макроекономічні, мікроекономічні та глобальні.

Серед макроекономічних факторів відтворення інвестиційної природи вітчизняних корпорацій ми виділяємо окремо наближення завершення приватизації великої державної власності, поступове приведення соціальних зобов'язань держави у відповідність до реальних економічних можливостей та звуження набору приводів для безпосередньої взаємодії великого бізнесу і державної бюрократії. Серед мікроекономічних факторів прогрес корпоративної системи об'єктивно поставлений у залежність від розвитку ринково-конкурентного середовища, під тиском якого домінуючі власники постають перед вибором – чи перебувати весь час під загрозою витіснення іншими формальними або неформальними власниками, чи добиватися самим створення жорстких механізмів захисту прав акціонерів, включаючи і дрібних. Посилення конкурентних умов господарювання зрештою стане основною спонукою для активізації пошуку корпораціями зовнішніх джерел фінансування, сприяючи таким чином збільшенню прозорості систем власності й контролю, якісному оновленню корпоративного менеджменту. Значення глобальних факторів у цьому зв'язку ми пов'язуємо головним чином із

приєднанням країни до міжнародного економічного й політичного співтовариства, яке спонукатиме до ринкових трансформацій. Підкорення єдиним у світі правилам сприятиме посиленню конкуренції на внутрішніх ринках товарів і капіталів, результатом чого стане раціоналізація галузевої структури великих інтегрованих структур, уточнення їхньої спеціалізації та розпад надміру диверсифікованих конгломератів.

РОЗДІЛ 4

СТАНОВЛЕННЯ ОРГАНІЗАЦІЙНО-ЕКОНОМІЧНОГО МЕХАНІЗМУ САМОРОЗВИТКУ КОРПОРАТИВНОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА

4.1. Розвиток ринкової конкуренції – ключовий фактор активізації потенціалу корпоративної форми підприємництва

Переходячи до розгляду ринкових засад саморозвитку корпоративного суб'єкта господарювання в перехідній економіці, ми виходимо з того ключового положення діалектики, що всі суспільні явища й процеси складні й суперечливі в

самій своїй сутності. У глибинній, сутнісній суперечливості, зокрема економічних форм життєдіяльності людей, об'єктивно закладено джерело їх саморозвитку.

Акціонерна корпорація, яка виникла на тлі роздержавленої власності й цілком закономірно відразу втяглась у коловорот первісного нагромадження капіталу, або системної капіталістичної трансформації економіки й суспільства в цілому, модифікувалася у квазікорпорацію, тобто у форму, основним сенсом існування якої є перерозподіл капіталу й отримуваного прибутку на користь окремих осіб й водночас позбавлення інших формально належних їм прав власності у цій же структурі. Інакше кажучи, вона стала засобом переважно позаекономічного утвердження капіталістичної приватної власності у суспільстві без жодних істотних інституціональних обмежень (політико-правових, морально-етичних, культурних тощо).

Разом з тим, функціонально й таке корпоративне підприємство залишається в системі суспільного поділу праці як її економічно відособлена ланка. Ринкові умови приватного господарювання необхідно передбачають існування певних конкурентних відносин, суперництво за вигідніший доступ до економічних ресурсів, за отримання максимального прибутку. Попри успадковану перехідним суспільством значну монополізованість економіки, лібералізація умов господарювання, безперечно, сприяла розвитку ринково-конкурентних відносин.

Конкурентна система – це, за визначенням, складний механізм мимовільної координації господарських зв'язків, який діє через систему цін та ринків [361, с. 54-55]. Функціонування такої саморегульованої системи теоретично обґрунтовується раціоналізмом поведінки господарюючих суб'єктів. Раціональна лінія їх поведінки проявляється у постійному пошуку найбільш оптимальних шляхів задоволення потреб та інтересів. Таким чином конкуренція дисциплінує підприємства, змушує їх здійснювати інновації, постійно дбати про підвищення ефективності своєї діяльності.

Ринково-конкурентна система в реальній дійсності проявляється і як форма організації економічних відносин та зв'язків, і як метод господарювання. Обидві

фундаментальні ознаки цієї системи тією чи іншою мірою втілені в господарську практику постсоціалістичних країн.

Трансформація відносин власності заклала передумови для появи багатоукладної економіки у вигляді підприємств різних типів і форм власності, власники яких вільні у виборі організаційно-правової форми, визначенні профілю господарської діяльності, прийнятті виробничої програми, укладенні ділових контрактів тощо. Ринковість організації теперішньої економіки стала очевидним фактом. Зв'язок економічно самостійних суб'єктів опосередковується ринком та його відповідною інфраструктурою. Ринок став панівною формою економічних відносин. Теоретично можна дискутувати щодо повноти й системності ринкових перетворень, їх відповідності декларованим раніше цілям і взагалі цивілізованим критеріям, але в принципі основи ринкової системи – конкуренція, підприємництво і приватна власність – уже діють, пробивають собі шлях.

Ринок дедалі більше утверджується і як метод господарювання, або як багатofункціональний механізм саморегулювання поведінки економічних агентів. Цей метод базується на дії конкуренції як основній рушійній силі економічного розвитку. Конкуренція змушує господарників виборювати для себе умови максимізації прибутку. Ті підприємства, які орієнтуються на ринок, а відтак, проводять активну маркетингову, інвестиційну та інноваційну політику, працюють стабільно й ефективно, не потребують державного патерналізму і є конкурентозоможними як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках. Успіх досягається різними шляхами, більшість із яких, звичайно, потребує нових капіталовкладень у розширення й модернізацію виробництва. Ясна річ, отримання капіталу чи то у формі реінвестування власного прибутку, чи у формі позик та паїв тепер поставлено у пряму залежність від результатів господарювання, від довіри потенційних інвесторів, які також керуються раціональним вибором. Навіть наведення елементарного порядку на підприємстві стає відтепер вагомим резервом економії виробничих витрат, а головне – справою самого власника і/чи його довіреної особи. Та ж таки конкуренція змусила господарників освоїти, відповідну стандартам ринкової економіки, техніку управління рухом грошових коштів, яка

включає вимогу попередньої оплати поставок товарів, припинення постачань боржникам тощо.

Важливо зазначити, що конкуренція спонукає товаровиробників не тільки до збільшення функціонуючого відособленого капіталу, а й до інтеграції на основі взаємодії у процесі виробництва і збуту продукції, а також у сфері вкладення капіталу. Самостійний пошук стратегічного інвестора в особі партнера по виробничо-господарській кооперації, потужного фінансового інституту чи то й успішного конкурента зумовлюється, звичайно, конкурентним фактором. Причому, ця ініціатива часто буває двосторонньою: слабша компанія шукає сильнішу як свого донора, сподіваючись зміцнити за її рахунок свої конкурентні позиції; сильніша бачить у слабшому конкуренті можливість для себе розширити сферу впливу, скориставшись її місцеположенням, інфраструктурою, специфікою місцевих умов тощо. В підсумку взаємопроникнення капіталів, здійснюване переважно на акціонерній основі, стає взаємовигідною справою.

Як показує світовий досвід, саме ринкова конкуренція є головним чинником прискорення рішень засновників-керівників компаній поступитися керівною посадою на користь професійних менеджерів. Ретроспективний аналіз становлення провідних корпорацій виявив загальну тенденцію: така заміна настає через певний період, зазвичай років 10. Вона пояснюється тим, що найбільш вдалі підприємства створюються не на основі заздалегідь прорахованої стратегії, а особистостями, які керуються радше креативними ідеями, ніж суто економічними цілями. У число провідних компанії зазвичай виводять не засновники-керівники, а найняті професіонали з менеджменту, які наразі, згідно з деякими дослідженнями, держаться біля штурвалу бізнесу в середньому 4 роки, тобто вдвічі менше, ніж їх попередники кілька десятиліть тому [362, с. 124].

Однак у цілому конкурентний механізм саморозвитку господарюючих суб'єктів в перехідній економіці ще надто слабкий, недорозвинений. Конкурентне середовище спотворене, причому, спотворене не тільки успадкованою монополізованою структурою економіки, а й сучасною незграбною й услужуючою щодо олігархів економічною політикою держави. Підприємства все ще вишуковують

можливості отримання прибутку позаекономічними методами, наприклад, через завищені ціни на застарілі вироби, занижену заробітну платню своїм працівникам, мінімізацію податкових зобов'язань, прострочення кредиторської заборгованості.

Та найслабшою ланкою конкурентного механізму, передусім щодо корпоративного суб'єкта, є ринок капіталу, який залишається практично майже бездіяльним у плані перерозподілу капіталу між підприємствами й галузями. Це значить, що приватизована економіка залишається неврівноваженою, консервуючи на одному полюсі величезний масив неефективних підприємств, відірваних від ринкових регуляторів, які вичікують державних замовлень, податкових пільг, списання боргів, іноземних кредитів під урядові гарантії, а на іншому – окремі успішно працюючі підприємства, розвиток яких підтримується завдяки різним факторам: особистим якостям, професіоналізму та підприємливості керівників, вигідній ринковій позиції, сприятливій кон'юктурі, державній підтримці тощо.

На слабкості конкурентного двигуна розвитку вітчизняних корпорацій позначається також надто низький рівень генерації й концентрації капіталу у сфері малого й середнього підприємництва, вкрай рідкісне переростання малих і середніх підприємств у великі з допомогою механізмів мобілізації приватних капіталів. Слабкість механізмів саморозвитку суб'єктів господарювання, передусім корпоративного сектору, є одним з аргументів віднесення України до групи країн, які ідентифікуються як “ринки, що народжуються” (*emerging markets*).

Розглянемо уважніше корпоративний сектор економіки на предмет з'ясування значення конкурентного фактора у подоланні негативних наслідків широкомасштабної реформи власності та відтворенні економічної сутності корпоративної форми підприємства.

Корпоративний сектор пострадянських країн, який сформувався головним чином на основі масової (безплатної і за безцінь) приватизації, повністю успадкував технічний і економічний стан колишніх державних підприємств. Підприємства, не залежно від їх прибутковості та ефективності, перейшли у приватну власність (працівників та зовнішніх інвесторів). За такого способу реформування найбільше повезло тим, кому дістався “шматок” власності у

сировинних та високотехнологічних галузях, продукція яких завжди була і є конкурентоздатною на зовнішньому ринку, і найменше – тим, хто отримав підприємства із зношеним і застарілим устаткуванням, які не спроможні випускати конкурентоздатну продукцію. Останні склали переважну більшість. Це й зрозуміло, адже в командній економіці прибутки підприємств централізувалися для будівництва нових об'єктів й тому економіка безмежно спотворювалась у своїй структурі.

Тепер за умов лібералізації внутрішньої й зовнішньої торгівлі частина приватизованих підприємств не тільки не в змозі продукувати конкурентоздатні вироби, але й реструктуризуватися в ефективні господарства через свою граничну застарілість. Їхнє технічне переоснащення обійдеться дорожче, ніж будівництво нових сучасних підприємств. Тому, наприклад, у Східній Німеччині в ході приватизації двох автомобільних підприємств, які спеціалізувалися на випуску моделей “Трабант” і “Вартбург”, ціна на них врешті-решт знизилася до однієї марки (!) за підприємство. Та жоден інвестор навіть даром не побажав узятись за ці заводи, бо без колосальних капіталовкладень наладити конкурентне виробництво на них було вже неможливо. В результаті обидва підприємства були зруйновані, аби розчистити місце для нових. Це був конкурентний, або економічний у повному розумінні цього терміну, підхід до справи.

В Україні та Росії подібні підприємства формально перетворилися в корпорації і їх існування, звичайно ж, підтримується до сих пір штучно: за рахунок цін, митних бар'єрів, списання чи пролонгації заборгованостей перед постачальниками, кредиторами та державною казною. Багато з таких підприємств, як і раніше, працюють у збиток (собі та іншим) і без усякої перспективи. Зрозуміло, що вкладати інвестиції у безнадійні за критеріями економічної ефективності, конкурентооможності та екологічної безпеки підприємства є марною справою. Тому, чим швидше наступить ліквідація таких горе-виробників, тим краще. Поступово економіка вже звільняється від цього баласту і немає сумніву, що конкуренція зрештою виправить ситуацію. Щодо тих приватизованих підприємств, неефективність яких допущена не з їх вини, а через згубні по відношенню до

господарюючих суб'єктів макроекономічні умови (податковий тиск, інфляція, невиконання контрактів тощо), то, не менш очевидно, вони потребують тимчасової підтримки з боку уряду.

Число неефективних підприємств поповнили і ті, що потрапили до рук випадкових власників. Це люди, які отримали власність даром чи за безцінь і не спроможні нею раціонально розпорядитися. Їм зазвичай недоступні потрібні кошти. Адаже умовою отримання прибутку є вкладення ресурсів, достатніх для розвитку даного підприємства. Без належних інвестувань не може бути й прибутку, достатнього для нагромадження. Таке підприємство також приречене на повільну смерть, якщо, звісно, конкуренція не змінить його власника.

У будь-якому випадку зниження ефективності функціонування підприємства нижче суспільно-нормального рівня має бути сигналом для власника: або здійснити певні інновації, або поступитись правом власності на користь іншого суб'єкта. Затримка з прийняттям відповідного рішення приносить тільки збиток: зростають борги, падає ринкова ціна підприємства.

У ринковій економіці поява на підприємстві випадкового власника, як відомо, також інколи трапляється, однак не надовго. Під тиском конкуренції, податків, соціальної відповідальності такий псевдовласник змушений продати свої права більш вправному господарю.

Ситуація з псевдовласником промислового підприємства особливо характерна для постприватизаційних умов перехідних економік. Як ми з'ясували раніше, часто неефективне підприємство використовується своїм формальним чи неформальним власником для розкрадань майна, привласнення його доходів. Така відверто корислива й безкарна поведінка власника підприємства спричинена відсутністю реального правового урегулювання акціонерної власності, беззахисністю дрібних акціонерів, суспільною пасивністю, корумпованістю державної влади як опосередкованою формою участі самих політиків і чиновників у переділі власності. Звісно, унормування акціонерної власності свідомо блокується, але й чекати закінчення стихійного переділу прав власності, яке могло б колись унести ясність у відносини власності й поставити керівників підприємств під контроль власників,

було б аморально. Тут потрібні істотні політичні зміни й рішення, спрямовані на розбудову конкурентного ринку.

Збереженню неефективно працюючих приватизованих підприємств, а отже, і пробуксовуванню механізмів їх саморозвитку як ринкових суб'єктів, сприяє збереження, висловлюючись терміном Я. Корнаї, “м'яких бюджетних обмежень”. Під останніми розуміється нерозмежованість фінансів держави та недержавних суб'єктів господарювання, невиконання фінансових зобов'язань за контрактами, податкова заборгованість, надання державою необґрунтованих дотацій та субсидій, які живлять утриманські настрої й безвідповідальність господарників. З іншого боку, надмірним оподаткуванням держава спонукає підприємців маскувати прибутки. В обох випадках нехтуванням умовами, стимулами й мотивами ефективного господарювання заперечується нормальний інститут приватної власності, а значить і конкуренція. Якщо немає чітко визначених обов'язків і відповідальності перед державою, то немає їх і перед контрагентами на ринку.

Поведінка керівників більшості приватизованих підприємств, дійсно, не адекватна конкурентному принципу господарювання, але тільки при одному застереженні – якщо виходити з нормативних уявлень про те, якою вона мала б бути за цивілізованих ринкових відносин. При цьому під нормою зазвичай розуміють зразки поведінки компаній у західному світі. Міркуючи таким чином, свідомо чи підсвідомо звинувачення в неринковій поведінці підприємств падають на їх керівників і/чи власників.

Однак, як відомо, мотивація поведінки людей завжди визначається конкретним середовищем, реальними для них умовами існування. В дійсності, за великим рахунком, нікому не відомо, як вели б себе західні компанії, перемісти їх у, скажімо, в українське бізнесове середовище, так само, як не відомо, що було б із корпоратизованими на український манер підприємствами в повнокровному ринковому середовищі*. При таких формальних зіставленнях принцип інших

* Ось що з цього приводу говорить співробітник Світового банку Д. Еллерман. Подейкують, каже він, що російські директора не орієнтуються в багатьох аспектах функціонування ринкової економіки у її західному варіанті. Можливо, це й так, Але й більшість західних менеджерів не змогла б зорієнтуватися в ексцентричних умовах “віртуальної економіки”, що, власне, й продемонстрували бізнес-консультанти, котрі побували в Росії [121, с. 107].

рівних умов часто виявляється настільки суттєвим, що ставить під сумнів висновки порівнянь. Пошлемося на результати одного показового, на наш погляд, емпіричного дослідження, проведеного Російським економічним барометром спільно з Нідерландським економічним інститутом у 1996 р.

Питання анкети, поставлене керівникам фірм з російської та нідерландської сторін, було сформульоване так: припустимо, ваша фірма терпить збитки, які не покриваються поточною виручкою. Які з перерахованих нижче дій Ви б учинили, заради отримання фірмою додаткових коштів? Відповідаючи, респонденти оцінювали ймовірність прийняття того чи іншого рішення за шкалою від 0 до 1.

Очевидно, що для нідерландських керівників корпорацій описана в анкетному питанні ситуація виглядала чисто гіпотетичною, тоді як для росіян – абсолютно реальною. Крім того, уявні наслідки збитків для обох сторін неспівставимі: для нідерландців це означає, що збиткова фірма, нездатна оплатити свої поточні зобов'язання, як правило, стає банкрутом (через жорсткі бюджетні обмеження); для росіян – невиконання поточних зобов'язань і накопичення боргів є звичним стилем бізнесу (м'які бюджетні обмеження). Результати опитування представлені в табл. 4.1

Таблиця 4.1

**Імовірні рішення керівників підприємств (фірм) у ситуації
неплатоспроможності* [363, с. 105]**

Заходи	Нідерланди (1)	Росія (2)	Різниця (1)–(2)
Узяти позику в банку.....	0,65	0,38	0,27
Позичити кошти з інших джерел.....	0,48	0,36	0,12
Скоротити зарплату персоналу.....	0,43	0,22	0,21
Продати частину товаро- матеріальних запасів.....	0,31	0,61	-0,30
Спробувати отримати гроші від держави.....	0,31	0,41	-0,10
Продати ліквідні фінансові активи.....	0,30	0,31	-0,01
Продати частину основних фондів.....	0,28	0,48	-0,20
Провести додаткову емісію акцій.....	0,25	0,33	-0,08
Продати неліквідні фінансові активи.....	0,24	0,33	-0,09
Інше.....	0,07	0,22	-0,15

Сума ймовірностей	3,32	3,65	-
-------------------	------	------	---

* 0 – такий захід взагалі неможливий; 1 – такий захід буде вжито обов'язково.

Вдивляючись у таблицю 4.1, не можна не помітити суттєву різницю у суб'єктивних перевагах щодо вибору рятівних заходів по спасінню компанії. Спосіб дій нідерландців повністю відповідає нашим уявленням про поведінку підприємців у ринковій системі. Дійсно, конкурентні умови господарювання змушують їх шукати джерел запозичення коштів, передусім, у банках, або у гіршому випадку скоротити витрати на оплату праці персоналу. Усі інші заходи носять другорядний для них характер.

Для наших близьких сусідів (як і нас самих) існують інші пріоритети у виборі шляхів поліпшення фінансового стану підприємства. Отримання банківської позики для більшості приватизованих підприємств є доволі проблематичною справою. Щодо економії на оплаті праці працівників, то практика допускає різні варіанти: виплачувати зарплату персоналу в повному обсязі з тим, аби зберегти кадровий склад і/чи, що дуже важливо, контрольованих акціонерів-інсайдерів, платити частково або взагалі деякий час не платити. Ще декілька років тому найдоступнішим способом отримання грошей у критичний для підприємства період був продаж величезних складських запасів готової продукції. Частково він зберігає силу й дотепер. Велика ймовірність розпродажу виробничих активів свідчить про наявність значних невикористовуваних потужностей, щоправда, бажання розлучитися з ними не є таким рішучим.

Отож, як бачимо, нестандартна з позицій усталеної теорії поведінка приватизованих підприємств у перехідній економіці відбиває собою не просто вплив застарілої господарської культури, психологічної інерції, неринкового менталітету. Основне пояснення реальної ситуації ми бачимо у слабкості існуючого конкурентного режиму господарювання, у відсутності жорстких бюджетних обмежень, а значить, у певному захисті підприємств від наслідків їхньої неконкурентоздатності. Сама специфіка реальних умов економічної діяльності у перехідному суспільстві змушує господарників діяти не менш

раціонально, ніж це вдається їх колегам у ринковому світі, хоча зі сторони це й видається ірраціональним і нерідко навіть аморальним*.

Існування такої значної кількості збиткових підприємств виглядає не інакше як парадоксом з погляду теорії й практики розвиненого ринку. Та, проте, у цього парадоксу є своя раціональна основа. Збереження банкрутів – це свідчення впливу керівників-власників підприємств на формування відповідної економічної політики держави, участі політичних діячів у штучному підтриманні квазіринкових відносин. Найбільшу схильність до підтримки зверху мають великі підприємства, переоснащення яких потребує значних капіталовкладень, та старі підприємства у віддалених регіонах, які фактично виконують містоутворюючу функцію.

Проявом неординарної поведінки господарюючих суб'єктів, зокрема, можна вважати той факт, що, попри зародковий стан конкурентних сил і невпорядкованість прав власності, українська економіка, згідно зі статистичними даними, починаючи з 2000 р., демонструє доволі високі темпи зростання. Але за цими загальними показниками приховуються нерівні умови конкуренції: преференції для одних, “наближених” до влади господарників, та надмірне податкове навантаження й адміністративний тиск для всіх інших. Чинна система оподаткування, дійсно, дуже недолуга й потребує невідкладного реформування, а тому збереження в ній необґрунтованих пільг за мізерних доходів державної казни означає не що інше, як просте перекладення чийось фінансових повинностей на інших. Значущість неформальних зв'язків з державними чиновниками (неявна корупція) упродовж останніх семи практично не зменшилась [364, с. 7; 365, С. 3].

За деякими визначеннями, склалася специфічна “ринкова економіка без конкуренції”. Мається на увазі відсутність стимулюючих конкурентних умов, які б, з одного боку, сприяли з мінімальними витратами входженню на ринок новим компаніям, а з іншої – змушували неконкурентоздатні підприємства залишати ринок. Натомість такої конкуренції створена ситуація, що і вхід на ринок, і вихід із

* Тут, здається, доречною знову буде думка нобелівського лауреата Г. Беккера про те, що коли фірма поступає якось не стандартно, по-своєму, то економічний підхід постулює існування у цьому випадку якихось особливих витрат, які змушують саме так поступати і які не так легко помітити стороннім спостерігачам [Беккер Г. Экономический анализ и человеческое поведение. – М.: THESIS, 1993. – Т.1. Вып.1. – С. 29].

нього визначаються значною мірою “дозволяючою” чи “показово-караючою” практикою, тобто діє потворна система “подвійних стандартів”. За індексом зростання конкурентооможності Україна посідала у 2002 р. лише 77 місце в світі [349].

Тим не менш, є підстави вважати, що проринкова модифікація мотивації й поведінки корпоратизованих підприємств відбувається. І, ймовірно, поки що не стільки під впливом реальних структурних і інституціональних реформ, скільки під впливом зовнішніх конкурентів та від очікувань неминучості радикальних змін в економіці й політиці. Про це свідчить практика господарювання багатьох підприємств, які проявляють активність на ринку капіталів та в інноваційній діяльності. Наразі можна говорити лише про елементи конкуренції в окремих сферах. Для прикладу можна взяти мобільний телефонний зв'язок, який розвивається майже виключно на приватному капіталі і в жорстких конкурентних умовах. Відчутними є позитивні наслідки конкуренції в пивній промисловості та деяких інших галузях.

Однак з усього попереднього викладу стає зрозумілим, що створення ефективного конкурентного середовища потребує, головним чином, серйозних політичних рішень. Уряд має сконцентруватися на прискоренні формування конкурентного середовища як вирішальної умови корекції наслідків приватизаційного процесу та створення ефективної економіки, й корпоративного сектора зокрема. Рубікон приватизаційного процесу вже пройдено, бо на тлі монодержавної власності з'явилася критична маса суб'єктів приватного сектора господарювання. Це означає, що відтепер винятково важливо у новій економічній системі задіяти стимули ефективного використання приватизованого майна, економічно змусити власників нести відповідальність за стан свого господарювання. Такі стимули здатна забезпечувати конкурентна система.

Отже, для досягнення кінцевої мети ринкової трансформації економіки *конкуренція повинна стати в сучасних умовах пріоритетом державної економічної політики*, бо тепер конкуренція стала важливішою, ніж приватизація. Власне, держава має зрештою визнати, що якщо й існує “секрет” ринкової економіки, то він

полягає не в приватній власності, а в конкуренції. Тому у системоформуючих функціях держави в постприватизаційний період акцент необхідно змістити з приватизації на формування конкурентного середовища.

Тільки через жорсткий конкурентний режим господарювання можливе, на наше переконання, остаточне трансформування вітчизняних квазікорпорацій у дійсно підприємницькі форми, для яких емісія акцій перестає бути простим інструментом переділу чужої власності на користь певних зацікавлених осіб, а стає засобом досягнення підприємницького успіху. “Тиск та виклик, – зауважує М. Портер, – а не “спокійне життя” призвели фірми та країни до розквіту” [366]. Не тактика виживання, а перехід до стратегії розвитку на перспективу під тиском конкуренції може стати відправним пунктом утвердження потужної капіталомобілізуючої функції корпорацій, активного використання ними інструментів пайового й боргового фінансування капіталовкладень.

Найкращим, мабуть, підтвердженням правильності висновку щодо вирішальної ролі конкуренції у переході ринково-орієнтованого підприємства до акціонерних джерел інвестування слугує приклад корпорації “Microsoft”. Започаткована у 1975 р. як мале підприємство, фірма згодом переросла в акціонерну корпорацію й стала нині визнаним лідером у виробництві програмного забезпечення для комп’ютерів і технологій Інтернету. Після першого публічного розміщення акцій у 1986 р., завдяки залученню коштів інвесторів, корпорацією були розроблені програмні продукти, які дозволили завоювати ринок й отримувати з року в рік колосальні доходи. У 2000 р. її чистий річний дохід зріс проти 1986 р. у 115 разів і склав 23 млрд. дол., при цьому дохід на одну акцію збільшився в 181 раз.

Переведення принципу чесної конкуренції у дієві політико-економічні рішення потребує від держави послідовного дотримання двох інших основоположних принципів ринкових взаємовідносин – прозорості й верховенства закону. Тільки забезпечивши прозорість прийняття усіх рішень і реалізації всіх проектів, однаковий підхід до регулювання економіки і неухильне дотримання прав власності, можна відійти від старої практики імітації реформ і зайнятись розбудовою справді ринково-конкурентного середовища. Таким чином, посилення

ринкового вектора розвитку та реальне розмежування влади й власності (капіталу) набувають ключового значення в стратегії політико-економічного розвитку України.

Конкурентна політика держави має вибудовуватись, виходячи із того принципу, що ефективна система підприємництва потребує не просто вирівнювання умов економічної діяльності, чого, як показує світова практика, недостатньо, а створення сприятливих (вигідних) умов для прозорої діяльності на основі якнайповнішого врахування інтересів господарюючих суб'єктів, визнання саме їхньої пріоритетності. Маємо усвідомити, слідом за А. Смітом, логіку ринку: “усе, що підтримує підприємництво, вигідне для суспільства”.

Для створення конкурентного середовища необхідно насамперед скасувати численні економічно необґрунтовані пільги у системі оподаткування й державного субсидіювання окремих (наближених до влади) суб'єктів господарювання. Адже практика показує, що без конкуренції надавані пільги у більшості випадків не забезпечують суспільно бажаного ефекту, а радше стають каналом обкрадання держави й платників податків, джерелом ренти. Так, зокрема, трапилось із Законом України “Про інноваційну діяльність” у частині пільгового оподаткування інновацій, дію якої довелося призупинити. І взагалі всякі пільги для суб'єктів господарювання допустимі лише як окремі та короткочасні виключення, а не як система. У кожному конкретному випадку встановлення пільг для реалізації бізнес-проектів мають діяти жорсткі процедури державної експертизи, реєстрації й контролю ефективності, аби кінцевий сумарний ефект позитивних змін перевершив проміжні сукупні втрати для суспільства. Стимулююча роль податків не повинна зводитися до надання пільг, як це коїться тепер, а вона має закладатися передусім через принципи побудови цілісної системи оподаткування, спрощення порядку нарахування та адміністрування податків, а у разі надання пільг дотримання цілковитої прозорості. Тоді господарюючі суб'єкти змушені будуть не паразитувати на пролобійованих ними преференціях, а діяти згідно з ринковими принципами.

Необхідно значно посилити адміністративну й економічну боротьбу з монополізмом, позиції якого, особливо природних монополій, наразі ще більше зміцнилися. Разом з тим, держава зі свого боку не повинна допускати жодних обмежень конкуренції. Забезпечення прозорості й справедливості у податково-бюджетній сфері, прозорості й конкурентності у політиці приватизації й управління державною власністю позбавить олігархічний капітал вузькокорпоративних вигод від участі у великій політиці. Дійсно конкурентні умови для усіх суб'єктів економічної діяльності, підкріплені надійним захистом прав власності, можуть забезпечити широку довіру інвесторів до України. Водночас конкурентне середовище виростить із власників масового дрібного й середнього бізнесу, акціонерної спільноти, висококваліфікованих найманих працівників, державних службовців тощо той середній клас, який буде спроможним творити політичну владу в країні. Тоді за великим рахунком суспільство прийде у стан рівноваги бізнесу й політики, встановлення де-факто “соціального контракту”.

4.2. Реструктуризація як стратегія адаптації корпорації до ринкового середовища

В умовах ринкової трансформації економіки приватизовані й новоутворені підприємства з правовим статусом акціонерних товариств виявилися у якісно новій ситуації. В мінливому зовнішньому середовищі, в умовах усе збільшуваної невизначеності багатьох параметрів та тенденцій його змін, особливо у зв'язку з глобалізацією конкуренції, виживання й розвиток корпорацій вирішальною мірою стали залежати від їх адаптивних властивостей. Адаптивність корпорації – це її здатність пристосовувати свій внутрішній зміст до змінюваних зовнішніх умов. Причому, йдеться не про разові й часткові внутрішні зміни, а про готовність до проведення постійних змін системного характеру.

Необхідність постійних організаційних змін зумовлюється активним і динамічним за характером впливом різноманітних факторів, від повноти й

оперативності врахування яких залежить реальна конкурентоздатність корпорації. Множина та складність впливових зовні факторів дає підстави багатьом фахівцям виокремлювати в зовнішньому середовищі дві групи факторів впливу на поведінку суб'єктів господарювання: фактори опосередкованого впливу (загальний стан економіки, науково-технічний прогрес, соціокультурні та політичні фактори, міжнародні події) та фактори прямого впливу (поведінка постачальників, споживачів, конкурентів, кредиторів, законодавча та регуляторна діяльність держави, вплив різних організацій та інститутів суспільства) [367, с. 113-136]. Найбільший ризик для ринкового суб'єкта становить конкуренція, яка завжди може змінити ринкову ситуацію й поставити його перед вибором – бути чи не бути. Тим паче це важливо для корпорації, зважаючи на те, що вона є організаційною формою великого підприємства та об'єднання ряду підприємств.

Системність назрілих організаційних змін визначена взаємозалежністю елементів самої будови корпорації, її архітектоніки. Усі її підсистеми та параметри зв'язані між собою так, що зміна одних із них викликає потребу у продовженні відповідних змін щодо інших. Ступінь адаптації корпорації до ринку безпосередньо визначається такими основними змінними: цілями, структурою, завданнями, технологією та людьми [367, с. 89-108]. Специфіку кожній окремій корпорації, її адаптаційним можливостям задає також організаційна культура, яка є інтегрованою характеристикою й відображає систему цінностей, норми ділових стосунків, підтримувані її учасниками.

Суперечливість зміни зовнішніх умов господарювання, і передусім ринкових, зумовлює й суперечливі тенденції організаційних змін. З одного боку, скажімо, глобалізація конкуренції спонукає виробників до поглиблення спеціалізації, зосередження зусиль на виготовленні тих товарів і послуг, де вже напрацьовані ними певні конкурентні переваги. З іншого боку, збільшувана непевність ринку змушує ринково орієнтовані корпорації переходити до більш гнучких організаційних структур, які дозволяють оперативно реагувати на ринкові виклики й отримувати достатні прибутки.

Кожна підприємницька форма проходить свій життєвий цикл, який включає три основні фази: піднесення, стабілізацію й затухання. Тому, із часом природно настає той момент, коли її внутрішня структура (структура виробництва, управління, власності, фінансових потоків тощо) перестає відповідати вимогам ринку, чи, в широкому розумінні, зовнішньому середовищу. Назрілі комплексні зміни організаційної структури передаються поняттям “реструктуризація підприємства”. Реструктуризація є тим способом внутрішньої перебудови підприємства, який дозволяє адаптувати його відособлений господарський процес до ринкових умов й таким чином підвищити стійкість і ефективність корпорації як ринкового суб’єкта. Слід наголосити, що цим адаптаційним перетворенням підлягають усі суб’єкти господарювання, незалежно від форми власності, правового статусу, профілю діяльності. Ті ж суб’єкти, які знехтували з тих чи інших причин вимогами ринку, зазнають деградації, дестабілізації, та в кінцевому підсумку все ж змушені реструктуризуватися, але вже у формі санації чи банкрутства. В умовах сучасної глобальної конкуренції тільки один параметр корпорації може залишатися постійним – це бути готовим до всяких змін. Тому успішна реструктуризація підприємства є узагальнюючим показником ефективного управління. Згідно із західними оцінками, 92% успіху у бізнесі залежить від якості управління і лише 8% доводиться на випадкові обставини (везіння, удачу, “божу милість”) [368, с. 12].

Зазначене вище характеризує скоріш загальний імператив щодо поведінки корпоративного суб’єкта господарювання в ринкових умовах і окреслює перспективу його діяльності в умовах ринкової трансформації економіки. Утім, за всяким узагальненням завжди ховаються діаметрально протилежні за змістом явища й процеси. За невтішною в цілому картиною щодо перебудови акціонованих і приватизованих підприємств, їх пристосування до ринково-конкурентних умов, звісно, вже тепер знаходяться поодинокі приклади, дійсно, проривів в опануванні сучасних досягнень менеджменту, створенні ефективних організаційних структур, співпраці з провідними компаніями світу. Однак, на жаль, ми зобов’язані акцентувати увагу на абсолютній більшості інших підприємств із корпоративним

статусом, для яких входження в ринкове середовище виявилось надто несподіваним, у багатьох відношеннях незрозумілим та болісним процесом.

Визначимося, передовсім, із сутністю та змістом поняття “реструктуризація підприємства”, яке стало у постприватизаційний період одним із найбільш популярних у лексиконі економістів і політиків.

Сенс реструктуризації, як ми вже зазначили, полягає у зміні існуючої структури господарюючого суб’єкта, приведенні її у відповідність, чи в стан рівноваги, із зовнішнім середовищем, у якому він функціонує. Однак корпорація акціонерного типу – особлива структура. Внутрігосподарський механізм здатний забезпечувати її функціонування у формі великої фірми з багатьма підприємствами як своїми підрозділами, одного підприємства зі статусом акціонерного товариства чи об’єднання цілого ряду акціонерних товариств. Відповідно в структурі корпорації виділяються дві структури (великі підсистеми чи рівні): 1) господарська структура, чи підприємство як цілісна виробнича система, та 2) структура товариства, чи структура власності (капіталу). Обидві структури взаємопов’язані, зберігаючи при цьому певну взаємну автономію. Їх взаємозв’язок, до речі, виражається в суміщенні головою правління товариства посади генерального директора підприємства. Організаційна структура корпорації як підприємства має більш широкий зміст і тлумачення відкритої системи. Саме її першою ми розглядаємо далі в аспекті ринкової реструктуризації.

Поняття “реструктуризація підприємства” дослідниками трактується по-різному, починаючи від найбільш загальних визначень і до акценту на окремих аспектах цього процесу – цілях, напрямках та формах проведення. В американському тлумачному словнику Вебстера реструктуризація – це “план для забезпечення нової структури чи організації” [369, с. 4]. Л. Водачек визначає реструктуризацію як “комплексні й взаємопов’язані зміни структур, що забезпечують функціонування підприємства в цілому” [370, с. 85]. Розгорнуте визначення цього поняття дає В. Крижанівський: “Реструктуризація підприємства – це структурна перебудова з метою забезпечення ефективного розподілу та використання всіх ресурсів підприємства (матеріальних, трудових, фінансових,

технологічних, землі), яка полягає у створенні комплексу бізнес-одиниць на основі розподілу, об'єднання, ліквідації (передачі) діючих і організації нових структурних підрозділів, приєднання до підприємства інших підприємств, придбання визначальної частки в статутному капіталі чи акцій сторонніх організацій” [371, с. 3]. У формулюванні Кальніченка Л. і О. Мендрула “реструктуризація – це перебудова підприємства, яка націлена на підвищення його конкурентооможності і здійснюється завдяки змінам у використанні ресурсів і у напрямках діяльності задля досягнення цілей підприємства” [372, с. 27]. Звичайно, це найбільш загальні визначення змісту цього поняття, які хоч і правильні, а проте, не зважають на особливості реструктуризації акціонованих підприємств в економіці, яка тільки-но трансформується у ринкову.

Реструктуризація господарюючих суб'єктів у перехідній економіці вирізняється певними суттєвими особливостями. Узагальнення поглядів у науковій і методичній літературі з цього питання показує, що реструктуризація постсоціалістичних підприємств сприймається як процес, покликаний:

- змінити форму власності та організаційно-правовий статус підприємств;
- змінити відносини з контрагентами та державою;
- змінити форми й методи управління виробництвом, виробничо-технологічну структуру підприємств;
- забезпечити адаптацію підприємств до нових умов господарювання;
- забезпечити виживання підприємств;
- сприяти досягненню фінансово-економічних успіхів.

Комплексно оцінюючи всі особливості реструктуризації підприємств у перехідній економіці не можна не помітити три її фундаментальні особливості, які мають глибинний і принциповий характер:

- по-перше, акціоновані й приватизовані підприємства потребують радикальної перебудови всієї виробничої та організаційної структури, впровадження принципово нових технологій виробництва й управління;
- по-друге, радикальна організаційна перебудова є нагальною проблемою переважної більшості корпоративних підприємств;

– по-третє, підприємствам доводиться реструктуризуватися за умов незавершеності інституціональних і структурних реформ, відсутності чіткої специфікації й захисту прав власності, спотвореності ринкових індикаторів ефективності економічної діяльності.

Справедливості ради, зазначимо, що перші дві особливості реструктуризації постсоціалістичних підприємств указують також Л. Кальніченко й О. Мендрул, формулюючи їх як глибину та масштабність перебудовчих змін на мікрорівні [372, с. 30].

Необхідність радикальних та масштабних структурних перетворень у первинній ланці економіки зумовлена головним чином наслідками старої, адміністративно-командної системи господарювання, а також деструктивними процесами, пов'язаними з методами проведення приватизаційної кампанії та загальним станом керованості економіки. Корпорації, створені на базі приватизації, отримали у спадщину виробничі й організаційні структури, стиль і методи керівництва, які раніше були вибудовані під адміністративно-командні методи господарювання й тепер потребують кардинальних змін. Стара економічна система продовжує жити в ментальності керівників і працівників підприємств, у численних рутинях, невмінні й небажанні приймати нестандартні управлінські рішення, брати на себе підвищений ризик, зрештою, серйозно опановувати досвід ринкового ведення справ, акумульований сучасною наукою. Приватизаційна кампанія, у свою чергу, обмежившись соціально-політичними й частково фіскальними цілями, не змогла забезпечити конструктивних систем власності і механізмів оновлення керівництва підприємств, більше того, своєю незграбною макроекономічною політикою держава прирекла приватизовані підприємства на боротьбу за елементарне виживання. Проведення реструктуризації в умовах довготривалого колапсу суспільного виробництва й кризи державних фінансів узагалі стало непідйомним для самих підприємств завданням.

Узагальнений нами перелік типових чинників низької конкурентоздатності українських корпоративних підприємств включає наступні:

- конкуренція, передусім із боку зарубіжних фірм;

- тривалий розвиток у неринковому середовищі та відсутність досвіду самостійного господарювання;
- надмірна концентрація, орієнтація на масове виробництво, високий рівень спеціалізації одних підприємств та багатопрофільність інших;
- техніко-технологічна відсталість;
- громіздка організаційна структура;
- наявність значних виробничих потужностей з виготовлення обмеженої номенклатури виробів, створених раніше, зокрема, для мобілізаційних потреб;
- обтяженість неосновними некомерційними видами діяльності, які раніше відповідали господарській філософії самозабезпечення та соціальної місії підприємства;
- надмірна зайнятість як чинник низької продуктивності праці;
- втрата джерел сировини;
- брак інвестицій;
- низька якість продукції й послуг;
- скорочення платоспроможного попиту;
- незнання методів і прийомів управління в ринкових умовах, невміння проводити маркетингові дослідження* та рекламні кампанії;
- брак справжніх фахівців, особливо з фінансового менеджменту, маркетингу, господарського права, управління персоналом;
- надмірне податкове навантаження тощо.

Зазначені чинники низької конкурентоздатності підприємств характерні тією чи іншою мірою для усіх перехідних економік. Вони віддзеркалюють накопичені проблеми, визначають специфіку й складність завдань реструктуризації постсоціалістичних підприємств. Така реструктуризація як спосіб адаптації до ринкових умов передбачає проведення комплексу заходів організаційно-економічного, правового, техніко-технологічного, соціально-психологічного

* За даними російського центра маркетингових досліджень, наприкінці 90-х рр. 95% менеджерів не розуміли суті маркетингу, 7 вважали неможливою зміну спеціалізації навіть за відсутності попиту, третина не уявляла, де і на яких умовах реалізується їх товар (при цьому 15% фірм формально мали службу маркетингу) [Современная фирма: зарубежный и отечественный опыт. Очерки / Под ред. проф. А.А. Демина. – СПб.: Изд-во СПб. ун-та, 1999. – С. 87].

характеру, спрямованих на зміну структури підприємства, його управління, форм власності, організаційно-правової форми, що забезпечить фінансове оздоровлення, підвищення ефективності діяльності та конкурентоздатності. Можна сказати, що формально створений інститут корпорації потребує створення організаційно-господарського механізму, адекватного вимогам ринку та природі підприємництва.

Головне завдання реструктуризації підприємств у постприватизаційний період, як нам представляється, полягає у їх перетворенні в підприємницькі структури, для яких інноваційний тип відтворення став би ключовим принципом господарювання. Позитивне вирішення цього завдання потребує, насамперед, зміни стилю, форм та методів внутрігосподарського управління підприємствами. По суті, така реструктуризація для більшості підприємств носить революційний характер.

Однак при всій глибині та масштабності проблеми, реальна ситуація з ринковою трансформацією підприємств аж ніяк не є безнадійною. Доказом тому є той факт, що промисловість зуміла таки поправитися після лібералізаційного шоку, й поступово внутрішній ринок відвойовують вітчизняні товаровиробники. При цьому бартерні операції витісняються грошовими схемами взаєморозрахунків. Це є ознакою поступового переходу корпоративних підприємств до власної структурної перебудови.

Аналіз реальних процесів реструктуризації підприємств у перехідних економіках показує, що успіху досягають ті ринково орієнтовані підприємства, які правильно вибрали стратегію реструктуризації, а потім приступили до її послідовної реалізації. Оскільки реструктуризація – це докорінна трансформація підприємства, а зміни в одній його підсистемі зумовлюють ланцюжок змін у решті підсистем, вона не може здійснюватися без попередньо розробленої виваженої програми дій. Узагалі механізми реструктуризації підприємства, вважає С. Давимука, мають включати: цілі, інтереси (мотивацію), елементи виробництва та методи управління [208, с. 275].

Логічним початком розробки стратегії перебудови самостійно господарюючого суб'єкта є вибір чи переосмислення його місії, або загальної мети діяльності. Чітко сформульована місія стає відправним пунктом аналізу механізму

функціонування компанії й визначення основних напрямків змін у ньому. Місія в широкому розумінні – це філософія, призначення й смисл існування компанії. В ній уточнюється статус компанії, декларуються принципи її роботи та наміри керівництва, дається стисла характеристика компанії. Місія зазвичай визначається колом обслуговуваних компанією ринкових потреб, сукупністю її споживачів, конкурентними перевагами [373, с. 66; 374, с. 58].

Як бачимо, загальна мета ринково орієнтованої компанії формулюється, виходячи з аналізу зовнішнього середовища, і визначає таким чином її виробничий профіль, структуру та якісні характеристики наявної в неї ресурсної бази. За такого підходу до розуміння місії ринкового суб'єкта максимізація прибутку не може прийматися за її однозначне визначення. І це, як нам представляється, зовсім не суперечить неокласичному постулату. Стимулом і основною метою всякого підприємця-власника, звичайно ж, є отримання максимуму прибутку. Однак прибуток є *внутрішньою* проблемою підприємства, показником умілого господарювання, фінансовою базою розширеного відтворення. Підприємство ж як відкрита система здатне існувати в кінцевому підсумку тільки за умови інтеграції у більш широку, суспільну систему, тобто завдяки задоволенню потреб, які лежать за його межами. Щоб заробити необхідний для виживання прибуток, компанія має уважно слідкувати за середовищем, у якому вона функціонує [154, с. 264]. Тому, коли корисливий інтерес підприємця підміняє місію підприємства виключно прибутком, тим самим звужуються можливості аналізу допустимих альтернатив при прийнятті рішень, а це шкодить ефективному управлінню, зокрема проведенню системних структурних змін у компанії.

Для того, щоб програма реструктуризації була ефективним механізмом, вона має відповідати певним вимогам і характеризуватися:

- цілеспрямованістю, тобто підпорядкованістю всіх завдань головній меті, яку компанія прагне досягти в підсумку структурної перебудови;
- реальністю, або виконуваністю прийнятих рішень;
- внутрішньою узгодженістю, яка гарантує виконання програми в цілому;

- оперативністю, яка засвідчує простоту, ясність і зрозумілість цілей та завдань;
- багатомірністю, яка уможлиблює адаптацію до змінюваних умов та певну свободу виконавцям програми;
- повнотою, яка базується на врахуванні всіх факторів;
- формальною правильністю, тобто відповідністю програми й використаних для її розробки документів прийнятним нормам і стандартам.

Звичайно, програма реструктуризації має враховувати специфіку конкретної корпорації та галузі, у якій вона функціонує. Досвід також показує, що така програма може бути розроблена і тим більш реалізована при дотриманні наступних основних принципів:

- активної участі керівництва корпорації, бо інакше шанси на успіх реструктуризації стають сумнівними;
- узгодженості дій та підтримки як боку керівництва, так і з боку акціонерів та працівників підприємства, причому протягом усього періоду реструктуризації;
- організованості й динамічності дій, без яких реструктуризація втрачає економічну ефективність;
- комплексності, бо без широкого, враховуючого взаємозв'язки й взаємозалежності, визначення та вирішення проблем корпорації реструктуризація втрачає смисл;
- довгостроковості й постійної актуалізації, оскільки без проектування дій та їх актуалізації важко досягти очікуваних результатів.

Світовий досвід адаптації компаній до умов ринку показує також бажаність залучення до розробки стратегії їхньої реструктуризації кваліфікованих консультантів. Сприяння останніх може виявитись вирішальним у постановці діагнозу й пропонуванні дієвих заходів, зокрема щодо організації, підготовки й навчання персоналу, розробки маркетингової стратегії, визначення потенційних партнерів тощо. Ефект зовнішнього консультування у цій справі зростає, якщо залучені зовні експерти зливаються зі спеціально створеною для цілей реструктуризації робочою групою в єдину команду.

Безпосередній розробці програми реструктуризації передусе ґрунтовний аналіз (SWOT-аналіз):

- фінансового стану корпорації;
- рівня конкурентоспроможності продукції;
- якості та ступеня використання виробничого потенціалу;
- коопераційних зв'язків та каналів збуту продукції;
- сукупної продуктивності (віддачі) факторів виробництва;
- кадрового складу та системи мотивацій;
- організаційної структури;
- системи управління;
- соціальної інфраструктури;
- екологічного стану господарства тощо.

Аналіз фінансового стану корпорації покликаний оцінити вартість її майна, обсяг та структуру активів і пасивів балансу, розмір та склад кредиторської й дебіторської заборгованостей, дати реальну картину витрат виробництва та рентабельності продукції. При цьому важливо встановити стан ліквідності і платоспроможності підприємства, а також чинники їх зниження.

Аналіз становища продукції корпорації на ринку ставить за мету розібратись із станом реалізації, обґрунтованістю продажних цін, уточнити категорії основних споживачів та ринки збуту. Аналіз має оцінити рівень конкурентооможності продукції та встановити причини його зниження чи недостатності.

При аналізі виробничого потенціалу корпорації звертають увагу на ступінь його фізичної спрацьованості та морального старіння, ступінь використання. У плані конкурентоздатності корпорації важливо знати рівень питомих витрат ресурсів та технології виробництва, стан інноваційної діяльності.

Аналіз коопераційних зв'язків з'ясовує раціональність вибору та надійність конкретних джерел ресурсів, а також їх якість. Залежність від одного постачальника, тим паче надто віддаленого, підвищує ризики. То ж необхідно знайти шляхи скорочення таких поставок та їх диверсифікації.

При аналізі сукупної продуктивності факторів виробництва в корпорації досліджують обсяг та структуру виробничих витрат, оптимальність запасів ресурсів, ступінь використання виробничих потужностей, рівень окупності витрат тощо.

Аналіз кадрового складу та системи мотивацій має важливе значення в плані визначення відповідності фахового рівня зайнятих працівників конкретним умовам виробництва, наявних витрат робочого часу, плинності кадрів. Визначається ефективність мотиваційних механізмів, ступінь їх впливу на продуктивність праці та шляхи вдосконалення.

Організаційну структуру підприємства аналізують на предмет вивчення ступеня відповідності структурних підрозділів, їх функцій виробничим процесам. Оптимізація такої структури шляхом усунення дублювань виконуваних функцій, їх перегруповування, скорочення зайвих та введення при необхідності нових функцій забезпечує економію трансакційних витрат.

Великі резерви підвищення ефективності функціонування підприємства містяться зазвичай у системі управління. Вони пов'язані з прискоренням прийняття управлінських рішень, раціональним розподілом функціональних обов'язків та відповідальності, формуванням сприятливої корпоративної культури.

Великим тягарем для постсоціалістичних приватизованих підприємств є збереження за ними об'єктів соціальної інфраструктури (соціально-культурного призначення та житлово-комунальних господарств). Їх утримання потребує чималих фінансових і матеріальних витрат, фінансування яких нерідко шкодить основній діяльності підприємств. Тому важливо визначитися з долею цих об'єктів, необхідністю їх збереження чи відчуження на користь територіальних громад та інших користувачів.

Значення для фінансового стану та іміджу підприємства має також вплив його виробничо-господарської діяльності на довкілля. У цьому плані важливо оцінити реальну ситуацію та пов'язані з нею витрати з тим, аби взяти її під контроль.

Програма реструктуризації підприємства стає дієвим інструментом практичних дій за умови, якщо вона містить достатнє економічне обґрунтування

необхідності її проведення; визначає конкретні форми та методи реструктуризації; вказує шляхи вирішення організаційних, фінансових, соціальних та інших відповідних питань; оцінює реальні затрати на проведення реструктуризації та джерела їх покриття; встановлює конкретні заходи та терміни виконання прийнятих рішень по ній.

Кожен захід, передбачений програмою реструктуризації, можна розглядати як окрему (часткову) організаційно-господарську форму адаптації підприємства до зовнішнього середовища. Попри індивідуальну специфіку кожного корпоративного підприємства, його системна трансформація в перехідний період передбачає проведення цілого ряду таких заходів, механізмів та способів:

- децентралізацію й удосконалення управління господарською структурою;
- поділ підприємства на окремі самостійні фірми, зайняті виробництвом і збутом спеціалізованої продукції;
- зміну стилю керівництва, впровадження прогресивних форм та методів управління, нової корпоративної культури;
- заміну керівництва підприємства та його підрозділів;
- уведення нових систем оцінки та роботи керівників різних рівнів;
- зміну функцій підрозділів, зокрема введення служби маркетингу, запровадження стратегічного планування як окремої функції;
- удосконалення інформаційної системи, діловодства, комп'ютеризацію управління;
- перебудову системи стимулювання працівників та запровадження нових технологій управління персоналом;
- удосконалення системи ціноутворення;
- розробку програм скорочення виробничих витрат та підвищення якості продукції;
- розробку товарної політики, стратегій маркетингу та конкурентної боротьби;
- техніко-технологічну модернізацію та удосконалення організації праці й виробництва;

- перебудову структури виробництва, перепрофілювання, об'єднання, ліквідацію чи введення в дію нових підрозділів;
- зміна постачальницьких схем;
- перехід на жорсткий режим економії фінансових ресурсів;
- передача об'єктів соціальної сфери на баланс місцевих територіальних громад;
- продаж та передача в оренду невикористовуваних і/чи нерентабельних активів;
- залучення інвестицій, створення спільних підприємств;
- навчання персоналу новим методам роботи в умовах ринкової економіки.

У кінцевому підсумку реалізації заходів по реструктуризації підприємство трансформується в конкурентоздатну структуру ринкового типу. Однак це не означає, що потреба у реструктуризації є лише наслідком невчасного виявлення кризових явищ на підприємстві, як вважає дехто [210, с. 101]. Ринок диктує іншу логіку підприємницького мислення: закінчивши реструктуризацію – готуйся до наступної. Тобто, це має бути постійний адаптаційний процес.

Такий процес самоорганізації корпорації означає реалізацію синергетичного ефекту, досягнутого за рахунок цілеспрямованої дії усіх працівників і менеджерів шляхом упровадження стратегічного підприємництва, організаційних структур управління, форм і методів організації виробництва, механізмів мотивації, що сприяють розвитку самостійності, ініціативи, інноваційної активності. З цією метою, як показує світовий досвід, для великих корпорацій найдоцільніше впроваджувати мультидивізіональну структуру управління, за якої виробничі ланки функціонують у режимі госпрозрахунку і формуються залежно від технологічного процесу, інноваційної стратегії, торговельної марки тощо.

Практика показує, що майже кожне підприємство, власники якого по-справжньому бажають поліпшити його стан, може за один рік наполегливої роботи збільшити свою прибутковість на 30-60% лише за рахунок активізації внутрішніх можливостей і серйозного врахування зовнішнього середовища [375]. Ясна річ, ті підприємства, які обмежились незначною корекцією організації своєї діяльності,

перейменуванням відділу постачання у відділ маркетингу, скороченням частини персоналу тощо не досягли очікуваних результатів. Через невдалі спроби пасивної адаптації до ринку, розраховані більше на патронаж держави, аніж на власні зусилля, у критичне становище потрапили, зокрема, такі великі вітчизняні автомобілебудівники, як ХК “АвтоКрАЗ” та СП “АвтоЗАЗ-ДЕУ”. За даними обстеження, проведеного Фондом державного майна України (ФДМУ), чимало машинобудівних підприємств при збереженні лінійно-функціональної організації управління вдалися до скорочення конструкторських і технічних підрозділів за одночасного посилення ролі комерційних підрозділів. Служби маркетингу, створювані на підприємствах, займаються зазвичай рекламою та збутом продукції і слабо впливають на виробництво [376, с. 9]. Вивчення практики також показує, що вітчизняні корпорації майже не використовують потенціал нових організаційних структур, за виключенням тих корпорацій, де реальним власником став іноземний інвестор.

Перейдемо тепер до питання про реструктуризацію корпорації саме як товариства капіталів, або власницької структури, головна особливість якої полягає у відокремленні власності від управління корпорацією. Реструктуризація товариства більшою мірою, ніж реструктуризація господарської системи, пов’язана саме з економічними аспектами, тобто з відносинами власності, перерозподілом і рекомбінацією прав власності. Зміна розміру та структури статутного капіталу, системи корпоративного управління, організаційно-правового статусу та структурної конфігурації корпорації також диктується в кінцевому рахунку умовами ринку. Разом з тим, така реструктуризація зазвичай змінює структуру власності й тому може використовуватися безпосередньо з метою усунення основного власника корпорації чи консолідації власності у певної групи акціонерів. Це спричиняє конфліктність інтересів інвесторів й тому потребує певних механізмів для розв’язання цих протиріч. В узагальненому вигляді основні напрямки реструктуризації акціонерної корпорації зображені на рис. 3



Рис. 3 Схеми основних напрямків реструктуризації корпорації

Реструктуризація корпорації пов'язана, передовсім, із реорганізацією її як суб'єкта підприємницької діяльності. В науковій літературі, зазначимо, термін “реорганізація” вживається як синонім понять “реструктуризація”, “перетворення”, “перебудова”. У новому Цивільному кодексі України не дано визначення терміну “реорганізація юридичної особи”, а лише визначені форми самої реорганізації: злиття, приєднання, поділ, виділ та перетворення (ст. 106-109). Причому зміст перших трьох із названих форм реорганізації юридичної особи у цьому акті взагалі не визначено.

Нам представляється, що реструктуризація корпорації можлива як шляхом реорганізації у формах злиття, приєднання, поділу, виділу та перетворення, так і без реорганізації шляхом зміни структури статутного капіталу. Більшість форм реструктуризації корпорації, застосування яких підпорядковано досягненню певної мети, ґрунтується на *новій* емісії акцій.

Нова емісія акцій може здійснюватись для різних цілей. По-перше, загальною для всіх корпорацій метою повторних емісій акцій є залучення інвестицій для фінансування конкретного підприємницького проекту. Разом з тим, оскільки збільшення часток статутного капіталу пропорційне кількості усіх випущених акцій, то суттєвого значення набуває сам принцип розміщення акцій: серед наявних акціонерів із збереженням співвідношення раніше придбаних ними прав власності (право пріоритетності) чи без збереження такого співвідношення та з допуском

нових інвесторів. Зрозуміло, що залучення інвестицій через випуск акцій і тим більш розширення кола співвласників корпорації стає доцільним лише тоді, коли інші варіанти залучення інвестицій (позика, спільна з іншими структурами реалізація проекту) стають менш вигідними.

По-друге, нова емісія акцій може носити характер цілеспрямованої реструктуризації статутного капіталу. Йдеться про цільову емісію, за якої право придбання нових акцій надається наперед визначеним особам, пряма участь яких у корпорації сприятиме поліпшенню результатів її господарської діяльності. Зазвичай додаткові емісії корпоративних цінних паперів здійснюються із розрахунком на залучення таких потенційних інвесторів, як:

- підприємства-суміжники, участь яких у капіталі може посилити їхню зацікавленість в успішній діяльності корпорації (постачальники матеріальних ресурсів, споживачі продукції, обслуговуючі фінансово-кредитні установи тощо);
- потенційні інвестори, участь яких у капіталі розглядається як бажана з тих чи інших причин (фінансово-кредитні інститути, зарубіжні інвестори, конкуренти тощо);
- працівники корпорації, перетворення яких у власників капіталу може посилити їх трудову мотивацію;
- реальні власники підприємства, які, ініціюючи емісію, прагнуть перерозподілом часток капіталу формалізувати і/чи зміцнити свою владу в корпорації.

По-третє, пріоритетною метою нової емісії акцій може бути створення чи підвищення іміджу корпорації як суб'єкта підприємницької діяльності. Збільшенням статутного капіталу через відкритий ринок акцій корпорація добивається підвищення свого рівня капіталізації, а отже, й збільшення можливостей залучення капіталу з різних джерел.

Реструктуризація статутного капіталу через випуск акцій у підприємницьких цілях здійснюється в корпораціях обох типів. Особливістю її проведення в закритій корпорації (ЗАТ) є те, що емісія акцій тут носить виключно цільовий характер, тобто акції розміщуються тільки серед засновників, й тому включення до складу

останніх нових власників має супроводитись переукладенням установчого договору. Ясна річ, закрита акціонерна корпорація завжди може реорганізуватися в неакціонерну корпорацію, як-от, товариство з обмеженою відповідальністю. Та більш сприятливою для неї довгостроковою перспективою було б трансформування у відкрите акціонерне товариство.

Реорганізація ЗАТ у ВАТ, однак, практикується не часто. Це пояснюється рядом чинників, зокрема тим, що відкриття корпорації для зовнішніх інвесторів загрожує втратою засновниками повного контролю над складом акціонерів і над менеджментом, воно зобов'язує оприлюднювати інформацію про свою діяльність, нести чималі витрати на оплату послуг реєстраторів, андеррайтерів, консультантів, інформаційне обслуговування акціонерів. Психологічною перешкодою такої реорганізації у перехідній економіці є також несприйняття інсайдерами зовнішніх акціонерів, їх законних прав на участь у розподілі прибутку корпорації пропорційно кількості придбаних акцій.

Особливою проблемою функціонування ЗАТ та їх реорганізації у ВАТ є проблема виходу акціонера з товариства, компенсування вартості належної йому частки статутного капіталу. Свавілля, яке допускається у зв'язку з цим, дискредитує ідею акціонерної власності. Тому потрібно законодавчо урегулювати цей аспект правовідносин акціонера й корпорації, передбачивши першочерговість права закритої корпорації на викуп своїх акцій, але обов'язково за вартістю, адекватною їх частці у статутному капіталі.

Реакцією корпорацій у постприватизаційний період на виклики зовнішнього середовища стали реорганізації корпорацій як назад, так і вперед. Реорганізації у закриті структури зумовлені, природно, бажанням основних власників убезпечити свою владу над корпорацією, захиститись від поглинань іншими структурами. Для цього вони викупувають свої акції у сторонніх власників. Таку реорганізацію важко назвати тільки регресом, адже відкрите акціонування слугувало моделлю ринкової трансформації національної економіки. Позитивною ознакою такої зміни, на наш погляд, може бути те, що “закриваються” переважно міцні й перспективні

підприємства, які здатні на даний момент обходитися від послуг відкритого ринку акцій. Такий крок певною мірою стабілізує роботу корпорації.

Реорганізація у відкриту корпорацію наразі також не є однозначною. Поширеною практикою є нова емісія акцій лише з метою консолідації власності у руках певних осіб й витіснення усіх “зайвих”. Та, проте, гострі інвестиційні потреби абсолютної більшості вітчизняних корпорацій усе частіше змушують їх власників частково поступитися правами власності на користь певних інституціональних інвесторів, спроможних надати реальну матеріальну чи фінансову допомогу стагнуючому виробництву. Таким чином, структура корпоративного капіталу все-таки поступово адаптується до конкретних умов господарювання.

Важливим формою реорганізації постсоціалістичної корпорації у контексті її ринкової адаптації є *поділ* корпоративного підприємства на окремі, юридично самостійні підприємства. Поділ корпорації здебільшого зумовлюється зовнішніми факторами (антимонопольним законодавством, позовами кредиторів, антагонізмом між підрозділами, намаганням у такий спосіб поліпшити фінансовий стан корпорації тощо). Безумовно, це – болісний, образно кажучи, хірургічний спосіб реструктуризації, тим паче, коли йдеться про цілісний майновий комплекс. По суті, поділ корпорації означає її розукрупнення. Але й цей захід, якщо не рахувати законодавчих санкцій, може мати цілком раціональну основу для корпорації й розглядатися як позитивний напрям її реструктуризації. Такими передумовами для добровільного розукрупнення корпорації можуть бути:

- повна виробничо-господарська автономія окремих структурних підрозділів, яка виключає необхідність їх існування у складі корпорації;
- територіальна (географічна) розпорошеність структурних підрозділів, яка унеможливорює ефективне управління виробничим процесом;
- потреба в реструктуризації статутного капіталу (наприклад, залучення зацікавлених партнерів за одним із напрямків діяльності корпорації).

Зважаючи на те, що акціонування постсоціалістичних підприємств значною мірою відбулося на старій організаційній основі, а тепер більшість із них

переживають фінансову скруту, звільнення від “баласту” може бути доволі поширеним явищем. Це стосується, насамперед, непрофільних виробництв (підрозділів), обслуговуючих та допоміжних господарств. У свою чергу, перехід таких підрозділів на засади самостійного господарювання сприятиме оперативній перебудові їхньої виробничої програми у відповідності з ринковим попитом (ефект малого підприємництва)*.

Поділ корпоративного підприємства проводять на основі розподільчого балансу, за яким майнові права й обов’язки реорганізованого підприємства у відповідній частині передаються новоствореним підприємствам. Не менш проблемним при цьому є розмежування прав власності. Практично забезпечити справедливий розподіл прав власності при цьому надзвичайно важко, якщо взагалі це можливо, оскільки вартість майна та інших активів, що передаються підрозділу, як правило, не співпадає з тією часткою статутного капіталу корпорації, яка доводиться на зайнятих у цьому підрозділі працівників-акціонерів. У даній ситуації пропонується вартість акцій працівників відокремлюваного підрозділу коригувати до рівня повної вартості його активів. У випадку подібної реорганізації ВАТ доцільнішим буде інший варіант розподілу акцій – це перехресне володіння акціями. Йдеться про те, що акціонери новоствореного підприємства (на базі відокремленого підрозділу) обмінюють належні їм акції розукрупненої корпорації на акції тепер уже свого нового підприємства, а за недостатності його статутного капіталу – також і на акції інших підрозділів, із якими, наприклад, існують партнерські зв’язки. Зрозуміло, що коли з підприємства виходять у самостійне життя всі підрозділи і його статутний капітал падає нижче законодавчо встановленого мінімуму, така корпорація змушена ліквідуватися.

Ефективним способом ринкової реструктуризації корпорації є *виділ* у її складі дочірніх структур. Він дозволяє повною мірою використати переваги

* Розрахунки фахівців доводять, що коли, наприклад, вивести обслуговуючі та допоміжні господарства із структури Херсонського бавовняного комбінату, то річні збитки комбінату можуть зменшитися на 13-14%, тоді як малі підприємства, створені на їх основі, матимуть рівень рентабельності власного виробництва щонайменше 5% [Савіна Г. Реструктуризація текстильних підприємств // Економіка України. – 2002. – №9. – С.37].

корпоративної власності як форми поєднання приватних інтересів через спільне інвестування капіталу.

Дочірні підприємства створюються зазвичай на базі структурних підрозділів і дають змогу:

- залучити інвестиції через нову емісію акцій за мінімального ризику для корпорації-засновника і збереження контролю за діяльністю нової структури;
- стимулювати інвестування із зовнішніх джерел, оскільки інвестор зацікавлений вкладати кошти у підприємства, не обтяжені утримуванням зайвої інфраструктури;
- надати відповідним підрозділам юридичну й господарську самостійність, достатню для вибору партнерів, укладення угод, розпорядження результатами виробництва й отриманими доходами;
- створити сприятливі умови для цільової співпраці з іншими суб'єктами підприємництва за конкретними напрямками (кооперація, інтеграція виробництва);
- підвищити фінансову стійкість корпорації за рахунок розподілу відповідальності між кількома підприємницькими структурами.

Виділ у складі корпорації дочірніх структур відбувається як без зміни форми власності на активи відповідного підрозділу, так і з її зміною. За першого варіанта має місце як відокремлення малих підприємств, філій, відділень, так і злиття, інтеграція окремих структурних одиниць та створення на цій основі нових. За другого варіанту відокремлений структурний підрозділ здобуває статус орендного, колективного, акціонерного чи спільного підприємства.

Дочірні підприємства створюються шляхом передачі за розподільчим балансом структурному підрозділу частини майна, прав та обов'язків корпорації. Корпорація тут виступає єдиним засновником дочірнього підприємства, а останнє здійснює право володіння й користування майном на умовах, визначених його статутними документами чи положеннями, затверджуваними корпорацією. Керівнику дочірнього підприємства делегуються права й обов'язки згідно з контрактом.

Ефективною формою корпоративної реорганізації є також створення дочірніх підприємств на акціонерній основі. У цьому випадку корпорація як материнська компанія виступає одним із засновників, вносячи до статутного фонду нової структури частину власного майна в обмін на її акції. Внесене майно переходить у власність дочірньої акціонерної компанії як самостійного суб'єкта підприємницької діяльності, а вплив материнської компанії на діяльність дочірньої обмежується її часткою прав власності в останній.

Створення за участю корпорації кількох дочірніх структур акціонерного типу перетворює материнську компанію в холдинг чи холдингову компанію. Статутний фонд дочірнього товариства визначається в межах реальної потреби його в матеріальних і фінансових ресурсах з урахуванням можливостей інших потенційних засновників. Звісно, якого важливого значення набуває при цьому оцінка реальної вартості активів, що трансформуються у внесок до статутного фонду дочірньої компанії. Тільки ринкова їх оцінка може розглядатися як доказ серйозності намірів щодо ефективної реструктуризації корпорації, адже в цьому випадку її внесок розглядається як фактор збереження контролю за діяльністю дочірньої компанії при максимізації можливостей залучення додаткових інвестицій.

Формальною умовою контролю материнської компанії за діяльністю дочірньої акціонерної компанії є наявність контрольного пакету акцій (50% + 1 акція). У разі створення дочірньої компанії закритого типу є сенс більшість питань взаємовідносин материнської і дочірньої компанії обумовлювати в установчому договорі, тобто попереднього погодження з іншими засновниками.

Функціонування системи, створеної на основі реструктуризації корпорації шляхом виділення дочірніх акціонерних компаній, як показує досвід, стає успішним за умови дотримання таких принципів: використання договірних комерційних засад у взаємовідносинах структурних підрозділів; врахування економічної доцільності та застосування грошових розрахунків між ними; координація спільної діяльності спеціальним органом управління; безумовне виконання взятих на себе зобов'язань. Саме цей варіант реструктуризації відкриває

найкращі можливості для концентрації діяльності головної компанії на вирішенні виключно стратегічних завдань. У зв'язку з переходом до нової системи управління, яка реалізує потенціал підприємництва кожного підрозділу й співробітника корпорації, доцільним стає перехід від традиційних лінійних та лінійно-функціональних принципів управління до дивізійних, програмно-цільових і матричних управлінських систем.

Реструктуризація корпоративних підприємств у перехідній економіці уможлиблюється також через *приєднання* та *злиття*. Обидва способи характеризують здатність корпорацій збільшувати свій конкурентний потенціал за рахунок повного або часткового об'єднання підприємств у єдині організаційні, чи асоціативні, структури.

Існують певні відмінності в тлумаченні понять “приєднання” і “злиття” у вітчизняному законодавстві та світовій теорії й практиці. У Господарському кодексі України приєднання передбачає припинення діяльності тих юридичних осіб, чії майнові права та обов'язки переходять до інших юридичних осіб, тоді як у разі злиття правонаступником кожної з юридичних осіб, що злилися, стає *нова* структура. В зарубіжній же практиці ці поняття не мають такого однозначного визначення й обидва можуть означати об'єднання кількох компаній, в результаті якого одна з них виживає, а інші втрачають свою самостійність і припиняють існування. Інакше кажучи, головною ознакою будь-якого реального об'єднання господарюючих суб'єктів є утворення єдиної (а не обов'язково нової) економічної структури. Примітно, що аналогічний до українського підхід закріпився і в російському законодавстві [377, с. 28].

Процеси злиття і приєднання у підприємницькому середовищі відображають глибинні об'єктивні тенденції до концентрації й інтеграції виробництва. Їх ініціюють в основному корпоративні підприємства, використовуючи для цього, насамперед, трансакції з акціями як специфічним фінансовим інструментом. В залежності від характеру інтеграції корпорацій виділяються такі види злиттів і приєднань:

– горизонтальні – об'єднання підприємств однієї галузі, які спеціалізуються на виготовленні певного продукту чи здійсненні певної виробничої стадії;

– вертикальні – об'єднання підприємств різних галузей, пов'язаних технологічним процесом виробництва. Типовим для перехідних економік стало об'єднання, наприклад, гірничодобувних, металургійних та машинобудівних підприємств, нафтовидобувних та нафтохімічних підприємств;

– конгломератні – об'єднання підприємств різних галузей без взаємного технологічного зв'язку. Утворення таких конгломератів, зумовлене, головним чином, азартом первісного нагромадження капіталу навколо дешевої приватизації, а також прагненням знизити ризики шляхом диверсифікації діяльності.

Ясна річ, особливості цих варіантів реструктуризації визначаються конкретними ситуаціями на ринку, політичним фактором, стратегією корпорацій та їх ресурсним потенціалом. У цих процесах найбільшою активністю відзначається великий приватний капітал, включаючи іноземний.

Злиттями та приєднаннями корпорації досягають наступних ринкових переваг:

– отримання синергетичного ефекту завдяки економії від масштабу діяльності, комбінуванню взаємодоповнюючих ресурсів, фінансовій економії від зниження трансакційних витрат, олігопольного (а то й монопольного) контролю над ринком, взаємодоповнюваності в сфері науково-дослідних і дослідно-конструкторських робіт;

– підвищення ефективності виробничо-господарської діяльності та якості управління;

– можливої економії на податкових платежах (завдяки консолідації фінансової звітності для вироблення стратегії найменших податків (зокрема перерозподілом прибутку за рахунок цінового маневру у внутрішньому обороті на користь підприємств-пільговиків з оподаткування);

– диверсифікації виробництва;

– отримання додаткового доходу від різниці між ринковою ціною придбаного підприємства та вартістю його заміщення;

- отримання додаткового доходу від різниці між ліквідаційною та поточною ринковою вартістю підприємства;
- захисту від експансії потужних конкурентів, особливо іноземних.

Таким чином, злиття та приєднання можуть розглядатися як способи реструктуризації корпорацій, взаємовигідні для кожної з них. Хоча, звісно, особисто для керівництва приєданого підприємства вони можуть мати і негативні наслідки. Щодо власності, то рекомбінування й перерозподіл прав власності може відбуватися як із зміною власника, так і без неї.

Основними організаційними формами реструктуризації корпорацій через злиття й приєднання є такі:

- передача всіх активів і зобов'язань однієї корпорації на баланс іншої, яка здійснюється за згоди більшості акціонерів обох учасників цієї угоди. Слідом за приєднанням підприємств відбувається обмін акцій корпорації, яка припиняє своє існування, на акції іншої корпорації;
- передача всіх активів і зобов'язань двох чи більше корпорацій на баланс новій структурі, яка також передбачає наявність згоди більшості акціонерів об'єднаних підприємств. У даному випадку всі раніше розміщені акції обмінюються на акції нової корпорації;
- придбання акцій іншої корпорації чи за гроші, чи в обмін на акції або інші цінні папери корпорації-ініціатора цієї угоди. В даному випадку практикують зазвичай скупку акцій в інвесторів в індивідуальному порядку;
- придбання частини чи всіх активів іншого підприємства за гроші.

Інтеграційні процеси у корпоративному секторі перехідної економіки проявляються у створенні таких організаційних об'єднань, як корпорації, концерни, холдингові компанії, фінансово-промислові групи, асоціації. Це значить, що в результаті зміни умов господарювання корпоративізовані на базі приватизації підприємства з жорсткою централізованою системою управління не тільки реорганізуються у складні структури з внутрікорпоративними формами підприємництва, але й формують у взаємодії з іншими суб'єктами ринку організаційно й функціонально складні інтегровані системи. Така гнучкість

корпоративних механізмів взаємодії суб'єктів господарювання забезпечує перенесення закономірностей і принципів ринкових відносин на внутрішню діяльність корпорацій. І, як бачимо, такі революційні зміни поширюються на всі підрозділи (лінійні, функціональні і навіть апарат вищого керівництва). Останні стають автономними ланками, які обмінюються товарами чи послугами у внутрікорпоративному обороті, об'єднуючись єдиними інформаційними, фінансовими системами та підприємницькою культурою.

За приклад успішної реструктуризації й адаптації до зовнішнього середовища візьмемо акціонерну судноплавну компанію “Укррічфлот”. Спираючись на передовий світовий досвід та консультативну допомогу, корпорація перебудувала організаційну структуру, перевівши свої взаємовідносини з дочірніми підприємствами та відносини останніх між собою на чітко визначені комерційні засади. Для того, аби надалі оцінювати роботу кожного підрозділу й заохочувати його працівників, всі структурні ланки були атестовані за принципом “центри доходів” та “центри затрат”. “Центрам доходів” доведені бюджети з метою максимізації прибутку (чи скорочення збитків), а “центрам затрат”, після уточнення їх доцільності, встановлені кошториси витрат. Розроблено й реалізується стратегічний план розвитку компанії на 2003-2010 рр. Усі ці заходи сприяли залученню кредитів від закордонних банків, в тому числі від ЄБРР, кількаразовій емісії акцій, регулярним виплатам дивідендів. Проведено викуп й консолідацію акцій з метою захисту компанії від поглинання. Як стратегію розвитку обрано курс на побудову вертикально інтегрованої компанії холдингового типу, конкурентооможної на ринках річкового й морського бізнесу. Уже створено підконтрольну страхову компанію, на черзі створення власної банківської системи [378].

На зміну зовнішнього середовища активно відреагувала й така велика промислова корпорація як ЗАТ “Новокраматорський машинобудівний завод”. Судячи з публікацій його керівників, цей гігант індустрії (колишнє підприємство союзного підпорядкування), дійсно, трансформувався у підприємницьку корпорацію. Завод децентралізував систему управління й запровадив товарно-

дивізіональну структуру управління у формі госпрозрахункових центрів прибутку (дочірніх підприємств), його стратегія орієнтована на зростання масштабів виробництва й експансію на зовнішній ринок [379]. Однак такі приклади ще не стали масовими.

Слід особливо наголосити на тому, що питання захисту прав та інтересів акціонерів при злиттях і приєднаннях у корпоративному секторі українським законодавством *не* урегульовані, що не сприяє зміцненню довіри інвесторів. Щодо реакції системи оподаткування на трансакції при здійсненні зазначених процесів реструктуризації корпорацій, то ситуація розглядається під таким кутом зору: обмін старих акцій на нові не є приростом власності (додатковим доходом), тоді як продаж акцій, навпаки, вважається джерелом доходу й підлягає оподаткуванню.

4.3. Капіталізація ринково орієнтованої корпорації як засіб підвищення її інвестиційної привабливості

Перехід до ринкових умов господарювання ставить корпорацію перед необхідністю забезпечення активного інноваційно-інвестиційного процесу шляхом реалізації її капіталоцентралізуючих властивостей. Для абсолютної більшості постсоціалістичних корпорацій фінансова проблема стала наразі найактуальнішою, позаяк виникли вони не класичним еволюційним шляхом, не на основі централізації капіталів багатьох власників, а шляхом формальної передачі державою прав власності на активи підприємств громадянам. Таким чином новоявлені титульні власники стали володарями великих підприємств, у спадок яким перейшла значно спрацьована й застаріла виробнича база, неефективна організаційна структура й система управління, а перипетіями перехідного періоду додалися ще й борги. Отож, входження корпорації як самостійно господарюючого суб'єкта в ринкове середовище потребує активізації її капіталомобілізуючих потенцій.

Проблема нашого дослідження у цій частині полягає у тому, аби аргументувати реальну можливість та результативність процесу пристосування корпорації до ринкових умов через управління її вартістю (капіталізацією), а також обґрунтувати основні шляхи підвищення рівня капіталізації корпорації. Проблема капіталізації підприємства складна й багатогранна, потребує окремого дослідження, а тому ми зосередимося переважно на фінансово-інвестиційному її аспекті.

Перед корпоративним суб'єктом господарювання відкриваються такі основні джерела формування (поповнення) капіталу:

- амортизаційні відрахування;
- нерозподілений прибуток;
- запозичення через банківське кредитування та випуск корпоративних боргових зобов'язань;
- залучення капіталу шляхом продажу прав власності (акцій);
- доходи від реалізації зайвих активів та кредиторська заборгованість;
- цільове фінансування (пожертвування приватних осіб, державні асигнування) тощо.

Основу фінансування активів корпорації становить її власний капітал, представлений в основному статутним капіталом (рівним номінальній вартості емітованих акцій), додатковим капіталом (емісійним доходом), резервним капіталом, а також накопиченим нерозподіленим прибутком. Сумарно ці джерела власного капіталу корпорації характеризують розмір її чистих активів. Нарощування власного капіталу результатами господарської діяльності є найбільш простим та доступним для корпорації шляхом поповнення її загального капіталу, яким забезпечується фінансова стійкість її розвитку та платоспроможність.

Однак практично кожна ринково орієнтована корпорація економічно змушена також залучати капітал із зовнішніх джерел, головним чином, на боргових та пайових умовах. Це мотивується не тільки обмеженістю власних капітальних джерел відносно реальних потреб корпорації, а й тим, що використання позичкових коштів дає змогу, по-перше, підвищити рентабельність власного капіталу через

ефект так званого фінансового левериджу й, по-друге, скористатися сприятливою кон'юнктурою на ринку капіталів. Окрім того, акціонерна корпорація спроможна залучити через фондовий ринок найдешевший із капіталів – акціонерний капітал, оскільки він є безстроковим і не підлягає поверненню, а виплата дивідендів є внутрішнім питанням корпоративного життя.

Найважливішим фактором залучення капіталу із зовнішніх джерел шляхом запозичень та емісії акцій стає оцінка ринкової капіталізації корпорації як господарюючого суб'єкта і як товариства власників капіталу.

В умовах розвинених ринкових відносин поняття “ринкова капіталізація” застосовується стосовно цінних паперів, які котируються на фондовій біржі. Під капіталізацією, або біржовою вартістю, розуміють [77, с. 299]:

- вартість однієї акції за біржовим курсом;
- вартість корпорації, визначену як добуток курсової вартості її акції (середньо-біржового курсу) на загальну кількість випущених і розміщених нею акцій.
- сукупність курсів цінних паперів різних емітентів, допущених до котирувань на біржі в даний момент.

Визначення рівня та напрямків зміни ринкової капіталізації конкретної корпорації за умов розвиненої біржової торгівлі акціями не представляє значних труднощів. Це під силу, мабуть, кожній економічно грамотній людині й до того ж можна довіритися численним інформаційним посередникам. Тому бути представленою на біржі, відкривши всім основні показники своєї фінансово-господарської діяльності, – значить мати достатній запас конкурентоздатності й довгострокову стратегію розвитку корпорації. Це питання має виключно важливе значення, передусім, для самої корпорації, її ділового іміджу як відкритого і чесного гравця на товарному й фінансовому ринках, а також для її реальних та потенційних учасників і партнерів на внутрішньому й зовнішньому ринках.

Однак більшість корпорацій навіть у розвинених країнах не в змозі пройти жорстку процедуру лістингу чи не ставлять перед собою поки що такого завдання, обмежуючись капіталом, залучуваним від кредитних установ та від позабіржового

продажу своїх цінних паперів. Саме така ситуація найбільш характерна для перехідних економік. За таких обставин питання визначення рівня капіталізації підприємства стає доволі складною технологічно проблемою, яка вирішується по-різному в залежності від конкретної мети. Визначення рівня капіталізації корпорації може переслідувати в кожному конкретному випадку різні цілі:

- підтримання й підвищення інвестиційної привабливості корпорації на ринку капіталів, оскільки відкрита корпорація зобов'язана регулярно публічно звітуватись перед своїми інвесторами;
- оцінка обгрунтованої, реальної вартості конкретних часток акціонерного капіталу (пакетів акцій) при розміщенні акцій нових випусків та при їх викупі у власників;
- підтримання високого кредитного рейтингу корпорації при визначенні її платоспроможності, допустимого розміру та ціни позики;
- підвищення ефективності управління корпорацією;
- розробка стратегії розвитку корпорації;
- розробка інвестиційного проекту;
- реструктуризація корпорації, пов'язана з виділенням дочірніх структур, злиттям, приєднанням інших структур, ліквідацією;
- визначення вартості підприємства у випадку його купівлі-продажу цілком чи частинами;
- страхування майна корпорації тощо.

Ясна річ, для тих небагатьох поки що корпорацій, які вже мають деяку біржову історію, проблема їхньої капіталізації не є такою актуальною, як для тих, що не виходили на відкритий ринок. Щоправда, теперішні учасники фондового ринку здебільшого представлені компаніями, чий фінансовий добробут забезпечується, головним чином, їх монопольним становищем на ринку, доступом до природних ресурсів, транспортних та інформаційних комунікацій тощо. Інакше кажучи, їхня капіталізація підживлюється отримуваною рентою. Для абсолютної ж більшості корпорацій названа проблема є вельми гострою. Йдеться про закриті та лише формально відкриті корпорації з неліквідними чи недостатньо ліквідними

акціями, стосовно яких неможливо спертися на неупереджену оцінку фондовим ринком.

Варте уваги й таке зауваження. Поширене уявлення про те, що середньо-біржовий курс акцій, помножений на всю кількість акцій компанії, дає експрес-інформацію про її ринкову вартість, більше відповідає практиці ринкових економік. У перехідній економіці мізерні біржові обороти навіть знаних корпорацій не можуть визначати дійсну ціну цих акцій та їх емітентів. Справа тут не лише в обмеженості попиту на акції, а й в обмеженості їх пропозиції. Трансакції з незначними пакетами акцій обслуговують лише спекулятивні інтереси, адже купівля такого пакета не дає можливості будь-якого серйозного впливу на корпоративний менеджмент, тобто не перетворює портфельного інвестора в прямого, такого, що братиме безпосередню участь у корпоративному управлінні. Відтак вартість акцій у складі таких пакетів зазвичай істотно менша від вартості акцій, що складають контрольний пакет. А якщо враховувати ще й факт масового порушення прав дрібних акціонерів, то стає зрозумілим, наскільки далека навіть біржова ціна акцій від їх реальної ціни. Отже, визначення дійсної капіталізації таких корпорацій потребує поглибленого аналізу.

Методологія оцінки капіталізації ринково орієнтованої корпорації, чи оцінки бізнесу, базується на використанні трьох основних підходів: доходного, затратного та ринкового.

Доходний підхід до оцінки ринкової капіталізації полягає у тому, щоб визначити вартість корпорації на основі тих доходів, які вона спроможна в майбутньому доставити своїм власникам, включаючи й виручку від продажу невикористовуваних чи надлишкових активів. Майбутні доходи корпорації, а під ними зазвичай мають на увазі чисті, тобто очищені від затрат, оцінюються й підсумовуються з урахуванням часу їх появи. Максимальна прийнятна для будь-якого потенційного інвестора вартість корпорації, визначена згідно з цим підходом, представляє собою суму всіх приведених за фактором часу доходів від бізнесу, які можна отримати. Інакше кажучи, тут діє принцип: за бізнес (корпорацію) заплатять по максимуму стільки, скільки він зможе принести доходу (корисності) покупцеві.

Капіталовкладення, зроблені раніше в цей бізнес колишніми власниками, не впливають, таким чином, на вартість корпорації.

На конкурентних ринках капіталу ринкова ціна корпорації наближається до вказаної максимально прийнятної для інвестора вартості, оскільки такі ринки інформаційно прозорі і трансакційні витрати по переливу капіталу між підприємствами (галуззями) тяжіють до нуля. Припускається, що конкуренція за вигідне вкладення капіталу на таких ринках настільки сильна, що чиста поточна вартість (чистий дисконтований дохід) будь-якого капіталовкладення також тяжіє до нуля (аналогія дії аукціону за необмеженої кількості учасників). Практично це означає, що інвестор не зуміє заробити з інвестованої гривні більше, ніж дає співставима за ризиком альтернатива інвестування.

Застосування доходного підходу передбачає, що оцінювана корпорація розглядається як так звана бізнес-лінія (продуктова лінія) чи їх сукупність (якщо корпорація диверсифікована). Бізнес-лінія при цьому представляє собою сукупність: 1) збутових (за напрямками реалізації) та закупівельних (за ресурсами) ліній у корпорації, тобто сукупність контрактів за збут і закупки; 2) доступних технологій випуску продукту; 3) майна, необхідного для ведення бізнесу; 4) відповідного персоналу. Бізнес-лінію можна уявляти і як здійснюваний на певній стадії інвестиційний проект, який потребував уже і потребуватиме далі капіталу для придбання та створення власними зусиллями всіх необхідних для випуску певного продукту активів (включаючи нематеріальні). У цьому випадку віддачею від інвестувань виступають чисті доходи (позитивні грошові потоки) корпорації, пов'язані з продажем продукції.

Потрібно відрізнити інвестиційні проекти оцінюваної корпорації, коли вона самотужки інвестує (такі проекти можна назвати продуктовими) та інвестиційні проекти її інвесторів, які виражаються у формі придбання акцій, віддача з яких відбувається у вигляді отримання доходів з акцій. Останні можна назвати фінансовими проектами.

Отже, оцінка капіталізації корпорації за доходного підходу зводиться до оцінки бізнес-лінії (бізнес-ліній), яка здійснюється на основі додавання чистих

доходів (грошових потоків), які ймовірно отримає корпорація з урахуванням фактору часу отримання цих доходів і які в тій чи іншій формі зможуть уже як власні доходи отримати її акціонери. Іншими словами, для оцінки максимально допустимої для інвесторів (акціонерів) вартості корпорації, коли вона купується на початку залишкового терміну корисного життя бізнесу, потрібно додавати не як такі величини очікуваних від бізнесу доходів, а поточні вартості прав на їх отримання від підприємства в майбутньому. При цьому, поточна вартість права на отримання від бізнесу певного майбутнього доходу дорівнює тій сумі, яка при доступному альтернативному варіанті інвестування принесла б до моменту отримання такого доходу від бізнесу ту ж величину доходу. Такий розрахунок передбачає, зрозуміло, використання коефіцієнтів капіталізації, тобто відсоткових ставок. Тому цей підхід можна вважати найбільш раціональним з погляду головної мети підприємницької діяльності.

Затратний, або майновий, підхід до оцінки капіталізації корпорації полягає в тому, що вартість корпорації розглядають як ринкову вартість її майна за вирахуванням заборгованості. Вочевидь, цей підхід більше адекватний оцінці підприємства як такого, що ліквідується, оскільки в цьому випадку для інвесторів віддача від внесених у нього інвестицій приймає форму звичайної виручки, отримуваної від продажу оцінюваних активів за мінусом того, що потрібно буде відразу заплатити кредиторам при ліквідації компанії. Причому, якщо при добровільній ліквідації компанії з погашенням її поточних зобов'язань цей продаж буде проводитись у жорстко необмежені терміни, то доцільно спиратися на оцінку “розумної” ринкової вартості активів. Коли ж терміни продажу є жорстко обмеженими (за примусової ліквідації підприємства), то оцінка сумарної вартості активів має здійснюватися на основі ліквідаційної вартості відповідного майна. Також доцільність цього підходу очевидна для оцінки об'єктів особливого призначення, нового будівництва та з метою страхування.

Головне в застосуванні затратного підходу – переоцінка балансової вартості активів корпорації на їх сучасну ринкову вартість (вартість заміщення). При цьому варто враховувати не тільки ті активи, які відображені на балансі підприємства, а й

усі інші активи, які знаходяться в його фактичній власності, як наприклад, нематеріальні активи, створювані власними силами корпорації (навчений персонал, закріплена клієнтура, її бренд, ноу-хау тощо). Затрати на них можуть бути просто списані (з відповідним скороченням балансової вартості власного капіталу і підприємства в цілому).

Застосування затратного підходу при визначенні вартості реальних активів корпорації передбачає також врахування ступеня їх фізичної спрацьованості, а також економічного, технологічного та функціонального зношення. Фізична спрацьованість реального активу тривалого користування, як відомо, визначається за залишком “паспортного” строку його служби. Економічне зношення такого активу вимірюється знецінюванням аналогічного йому за своїми якісними характеристиками майна, яке сталося з часу придбання й постановки його на баланс підприємства внаслідок зміни на ринку подібного інвестиційного товару співвідношення між попитом і пропозицією. Змістом технологічного зношення активу є знецінення внаслідок появи на ринку на момент оцінки аналогів, які спроможні задовольняти ту ж потребу, але мають краще співвідношення між ціною та якістю цього активу. Функціональне зношення означає знецінення активу у тому випадку, коли він виявився конструктивно чи функціонально не доведеним до кондиції при тому ж рівні параметрів, які визначають якість виробу в процесі його використання, у порівнянні з аналогічними активами, що з’явилися на ринку пізніше.

Ринковий, або порівняльний, підхід до оцінки капіталізації ринково орієнтованої корпорації базується на наступній методології:

- об’єктом аналізу є закрита чи формально відкрита корпорація, акції якої низьколіквідні, а тому їх реальна ціна (всього пакету) є зовсім невідомою;
- серед відкритих корпорацій з достатньо ліквідними акціями відшукується корпорація-аналог (найближчий аналог);
- за основу береться біржова вартість акцій корпорації-аналога, за якою встановлюється величина капіталізації останньої;

– з урахуванням різних коригувань на оцінювану корпорацію переносять співвідношення між ринковою ціною корпорації-аналога та оголошеними фінансовими результатами її діяльності (а також оголошеною структурою її капіталу);

– вказане співвідношення множить на відповідні показники поточних фінансових результатів та структури капіталу оцінюваної корпорації, і таким чином (припускаючи, що аналогічні компанії на фінансово прозорих ринках повинні мати приблизно однакові співвідношення оголошуваних фінансових результатів та їх ринкової вартості) визначається розрахункова вартість закритої корпорації.

Такий підхід, звичайно, дещо завищує вартість корпорації, адже її акції насправді є неліквідними, тобто не користуються попитом або мають недостатній попит. Це особливо важливо для дрібних акціонерів, які не мають достатнього впливу на корпоративний менеджмент із тим, аби домовитися про викуп корпорацією своїх акцій, коли того воліли б акціонери.

Зрозуміло, що чим більш розвинений та прозорий вторинний ринок цінних паперів, чим більше він спирається на якісну інформацію про емітентів, тим більше оцінки, отримувані на основі ринкового підходу до оцінки бізнесу, відповідають вимогам стандарту обґрунтованої ринкової вартості корпорації.

Вибір того чи іншого підходу та методів оцінки капіталізації корпорації визначається конкретними цілями, характером об'єкта та суб'єкта оцінювання. Звісно, що найбільш кваліфіковану оцінку ринкової вартості корпорації спроможні дати фахівці – оцінювачі.

В Україні наразі оцінювання майна, що виставляється на продаж, передусім, у держсекторі, – джерело найбільшої корупції і тіньової приватизації. Причому усі роки від початку приватизації.

Як показує світова практика, капіталізація корпоративних активів визначається в основному двома показниками – матеріальними і нематеріальними активами. Що успішніша компанія, то більшу роль у її капіталізації відіграють нематеріальні активи, тобто конкурентоспроможність продукції, кваліфікація персоналу, репутабельність компанії, репутація топ-менеджменту тощо.

Отже, в умовах переходу до ринкових методів господарювання капіталізація корпорації набуває особливого значення. Звичайно, для більшості власників і керівників акціонованих через приватизацію підприємств ця проблема усвідомлюється важко, та ще важче дається її практичне вирішення. І все ж позитивні зрушення, хоч і повільно, але відбуваються.

Основними шляхами підвищення капіталізації ринково орієнтованої корпорації, на наш погляд, є такі:

- раціоналізація структури корпоративного капіталу з огляду на джерела його формування;
- забезпечення ефективного використання капіталу;
- проведення ефективної дивідендної політики;
- запровадження ефективної системи корпоративного управління;
- активний вплив корпорації на курс емітованих нею акцій за рахунок визначення параметрів емісії, збільшення прямих операцій на вторинному ринку акцій.

Однією з найскладніших проблем, яку доводиться вирішувати в процесі залучення капіталу, як показує досвід, є оптимізація структури капіталу. Суть проблеми полягає в забезпеченні раціонального співвідношення власних і позичених коштів, від якого залежить рівень фінансової стійкості корпорації, якість взаємозв'язку між рівнями рентабельності та фінансового ризику, а в кінцевому підсумку максимізується капіталізація корпорації.

Структура корпоративного капіталу визначається впливом ряду факторів:

- галузевою специфікою господарської діяльності (різна капіталомісткість виробничого процесу, різна тривалість обороту капіталу) ;
- ступенем концентрації прав власності в корпорації (прагненням основних власників зберегти і/чи зміцнити контроль над корпорацією);
- стадією життєвого циклу корпорації (новоутворені корпорації більше покладаються на позичковий капітал, тоді як корпорації зі стажем віддають перевагу власним джерелам капіталу);
- рівнем рентабельності поточної діяльності корпорації;

- кон'юктурою ринку товарів та капіталів;
- податковим навантаженням на корпорацію;
- фаховістю фінансового менеджменту корпорації тощо.

Ключове завдання корпоративного менеджменту полягає у тому, щоб, враховуючи впливові фактори, раціоналізувати структуру капіталу за критерієм, вибраним контролюючим власником і/чи менеджментом корпорації. Зазвичай вибір критерію раціоналізації структури джерел корпоративного капіталу в перехідній економіці здійснюється з-поміж трьох основних критеріїв:

- мінімізації вартості (ціни) капіталу;
- максимізації доходності власного капіталу;
- орієнтації на існуючу в корпорації структуру капіталу.

Згідно з першим із названих вище критеріїв перевага у формуванні структури капіталу корпорації надається відносній дешевизні того чи іншого джерела ресурсу. Оскільки ступінь обмеженості кожного джерела капіталу різна, а відповідно, змінюється у певний момент його вартість (розмір відсотку чи дивіденду), постільки доводиться з часом переходити від одного джерела до іншого, орієнтуючись щораз на мінімальну ціну. Цей підхід щодо раціоналізації структури капіталу, на думку деяких дослідників, є типовим для вітчизняних корпорацій [380; 381].

Навряд чи справедливо, з нашого погляду, наразі однозначно оцінювати цей підхід у формуванні капіталу корпорацій як неефективний [382, с. 136]. Так, з погляду стандартної теорії власний капітал (капітал акціонерів) корпорації вважається чи не найдорожчим інвестиційним ресурсом. Але на постприватизаційному етапі переходу до ринку він таки є найдешевшим ресурсом, позаяк жодних зобов'язань перед акціонерами корпорація фактично не несе, навіть щодо прозорості своєї фінансово-господарської діяльності. З іншого боку, вартість позичкового капіталу для корпорацій є занадто високою, позаяк кредитування, передусім інвестиційне, корпоративного сектору з нестабільною структурою власності залишається доволі ризикованою справою. Усупереч притаманній капіталістичному світу стійкій тенденції до збільшення частки позичкового

капіталу в загальній вартості функціонуючого капіталу [57, с. 71], пострадянські корпорації змушені втамовувати свої інвестиційні потреби майже на 90%, а в Україні й того більше [383, с. 19], за рахунок власних джерел, що в реальній дійсності означає лише їх животіння. Тому за гострим браком власних коштів та нестабільності зовнішнього середовища вишукування саме дешевших зовнішніх джерел капіталу є цілком раціональним для них мотивом поведінки.

Ставка на критерій доходності власного капіталу при формуванні структури капіталу характерна більше для тих промислових корпорацій, які закріпилися на ринку в результаті розробки ринкової стратегії й успішно проведеної реструктуризації. Такі корпорації мають не тільки солідні прибутки від виробничо-господарської діяльності, а й достатню капіталізацію для залучення коштів ззовні. В даному випадку, дійсно, розширюється коридор свободи прийняття рішень, бо є реальна можливість зважуванням альтернатив підібрати той варіант, реалізація якого забезпечує перевищення рентабельністю активів середньої відсоткової ставки за кредит й отримання таким чином максимального приросту чистої рентабельності власного капіталу корпорації.

Прагнення інших корпорацій зберегти існуючу структуру капіталу як задовільну для даних умов зумовлене, звичайно, певною стабільністю їх становища на ринку, досягненням задовільних масштабів виробництва, напрацюванням зв'язків із партнерами по бізнесу. Ясна річ, такий підхід не може претендувати на універсальність через мінливість ринкового середовища, загострення конкурентної боротьби, тобто через дію факторів, які, зрештою, змушують господарника подбати і про свою перспективу, про необхідність інвестувань в інновації. Утім, як тимчасовий він є доволі поширеним в умовах розвиненого ринку; практикується він і в умовах ринку, який тільки формується [384].

Результати емпіричних досліджень [385] показують, що у підприємств, які є учасниками ФПГ, залежність капіталовкладень від ринкової оцінки підприємств виражена сильніше, причому більш сильно у групах, очолюваних банками. Виявлено також, що підприємства, які не входять до ФПГ, переживають значні фінансові труднощі.

Як бачимо, раціоналізація структури капіталу є доволі багатофакторним процесом й не зводиться до якогось стандартного для всіх корпорацій алгоритму дій. Кожна окрема корпорація зазвичай керується тим критерієм, який на даний момент її діяльності вважається найбільш доцільним. Тому й поняття оптимальної структури капіталу набуває вельми суб'єктивного прикладного змісту.

Поглиблення ринкових трансформацій у перехідному суспільстві природно змінюватиме пріоритети у виборі критеріїв оптимізації структури капіталу, спонукатиме власників та керівників корпорацій більш ретельно враховувати фактори, які обіцяють вигоди й водночас несуть загрози. Зважаючи на системний характер дії саморегулюючих підойм, нам представляється, що процес оптимізації співвідношення джерел власного та позичкового капіталу для корпоративного розвитку критеріально ускладнюватиметься і необхідно враховуватиме наступні фактори:

- залучення позичкового капіталу до певних меж уможлиблює отримання ефекту фінансового левериджу, тобто такого підвищення прибутковості власного капіталу корпорації, яким перекриваються витрати по залученню його з інших джерел;
- надмірне збільшення частки залученого капіталу підвищує його вартість та рівень фінансового ризику для корпорації;
- зміна структури капіталу істотно впливає на оцінку капіталізації корпорації.

Таким чином, управління корпоративними фінансами стає більш обґрунтованим та гнучким, пристосованим до реальних інвестиційних потреб корпорації та ринкових обмежень.

Можливо, найкращою ілюстрацією початку повороту корпорацій до ринку цінних паперів як сегменту фінансового ринку є активізація їх активності на ринку корпоративних облігацій. В умовах обмеженого доступу до банківського кредитування, невідності проведення нових випусків власних акцій через їх низьку вартість та боязнь втратити контроль над акціонерною власністю корпорації зосереджуються на залученні капіталу шляхом облігаційних запозичень. З 2000 р., слідом за Росією, в Україні триває “облігаційний бум” (див. додаток Л). Цьому,

звичайно, сприяли внесені поправки до законодавства, які дозволили відносити купонні виплати на позареалізаційні витрати й таким чином оптимізувати деякою мірою оподаткування. Для корпорацій ринок облігацій привабливий тим, що він, по-перше, дає змогу залучити кошти на більш тривалий термін, аніж банківські кредити; по-друге, не потребує заставного забезпечення чи гарантій; по-третє, має підвищену гнучкість та ліквідність, враховує індивідуальні особливості конкретних інвесторів (облігації з правом відклику, з правом конвертації в акції, із плаваючим курсом тощо). Для інвестора купівля облігацій вигідна передусім фіксованим відсотком, який забезпечує постійний прогнозований грошовий потік.

Однак робота з цим універсальним ринковим інструментом для більшості корпорацій наразі є проблематичною: потрібен імідж фінансово стійкої компанії, яка своєчасно виконує свої зобов'язання. Корпоративні облігації ще не мають твердих котирувань і далеко не всі з них навіть ліквідні. У перспективі залучення капіталу через облігаційні запозичення зростатиме, на наш погляд, завдяки:

- розширенню кола інвесторів, передусім, інституціональних (банків, пенсійних фондів, страхових компаній, інвестиційних фондів і компаній тощо);
- збільшенню видів операцій, доступних інвесторам з облігаціями (використання облігацій як застави, угоди репо, ф'ючерси на відсоткові ставки тощо);
- розвитку ринкової інфраструктури, зокрема формуванню аналітичними агенціями рейтингів емітентів цінних паперів, що вимагатиме від останніх більшої прозорості їх діяльності тощо.

Таким чином, корпорація завжди стоїть перед вибором інвестиційних джерел, які при цьому часто є не альтернативними, а взаємодоповнюючими. Тому виключно важливе значення для капіталізації корпорації має як формування раціональної структури капіталу, так і забезпечення ефективності використання наявного капіталу.

Ефективність використання капіталу вимірюється багатьма аналітичними показниками, серед яких виділимо ключові: фінансової стійкості, рентабельності капіталу та платоспроможності корпорації.

Найпершу для інвестора інформацію про ринкову цінність корпоративного бізнесу дають, вочевидь, показники його *фінансової стійкості*, які характеризують рівень забезпеченості корпорації власним капіталом. Основними серед них є:

- коефіцієнт заборгованості, який визначається співвідношенням між позиковим капіталом та власним капіталом корпорації за балансом. Для позитивного іміджу корпорації, як показує досвід, це, по суті, співвідношення зовнішніх і власних джерел фінансування не повинно перевищувати рівня 0,67 (40% / 60%);

- коефіцієнт фінансової незалежності, чи автономії, який визначається відношенням власного капіталу до валюти балансу корпорації, й має бути більшим рівня 0,5 (чи 50%). Обернений до нього за значенням коефіцієнт загрози банкрутства, який визначається відношенням сукупних фінансових зобов'язань корпорації до її валюти за балансом, навпаки, не повинне знаходитися вище 0,5. Більш високе значення цього коефіцієнта вказує на посилення залежності корпорації від фінансових донорів, що рівнозначно зменшенню шансів нових інвесторів та кредиторів на повернення вкладених коштів;

- коефіцієнт стійкого економічного росту розраховують як відношення реінвестованого прибутку за розрахунковий період до середньої за цей період вартості власного капіталу;

- узагальнений коефіцієнт фінансової стійкості дає відношення суми власного капіталу і довгострокових зобов'язань корпорації до її активів. Він характеризує ту частину активу балансу, яка покривається за рахунок найбільш стійких джерел. Його бажане значення знаходиться в межах 0,7-0,8.

Ефективність використання капіталу визначається і через показники *рентабельності*. Ефективність використання власного капіталу корпорації, зокрема, характеризують коефіцієнти рентабельності, розраховані як відношення чистого прибутку за розрахунковий період до середньої за цей період вартості власного капіталу, акціонерного капіталу або чистих активів.

Ефективність використання власного капіталу та фактори, що вплинули на неї, визначаються за трьохфакторною моделлю Дюпона:

$$P = \frac{\text{ЧП}}{\text{ВР}} \times \frac{\text{ВР}}{\text{А}} \times \frac{\text{А}}{\text{ВК}} = \frac{\text{ЧП}}{\text{ВК}} \times 100,$$

де ВР – виручка від реалізації продукції;

$\overline{\text{А}}$ – середня за розрахунковий період вартість активів;

$\overline{\text{ЧП}}$ – чистий прибуток;

$\overline{\text{ВК}}$ – середня за період вартість власного капіталу.

Цей показник дає змогу визначити, які фактори найбільше вплинули на коливання рентабельності власного капіталу, а також встановити чинники цього: а) коливання рентабельності продажу (ЧП/ВР); б) коливання оборотності активів (ВР/А); в) коливання структури капіталу (А/ВК); г) комплексний вплив цих факторів.

Платоспроможність корпорації вважається задовільною, якщо у неї немає простроченої кредиторської заборгованості, а поточна кредиторська заборгованість перекривається дебіторською заборгованістю. Показник поточної платоспроможності розраховується як різниця між сумою наявних у корпорації високоліквідних активів (грошових коштів, цінних паперів, інших ліквідних активів) та її сукупними поточними зобов'язаннями. Від'ємна різниця вказує на поточну неплатоспроможність корпорації. Проте вона може носити тимчасовий і випадковий для корпорації характер.

Для уточнення реального фінансового стану корпорації доцільно розраховувати коефіцієнти покриття через відношення оборотних активів до короткострокових зобов'язань корпорації. Позитивними вважаються значення цього коефіцієнта в межах від 1 до 2. Враховуючи реальні економічні умови функціонування українських підприємств, деякі спеціалісти вважають допустимим розширення значення цього показника від 1 до 3 (при цьому, до оборотних активів додається сума витрат майбутніх періодів). Значення коефіцієнта покриття балансу менше 1 свідчить про недостатність оборотних активів для забезпечення поточних зобов'язань; значення його більше 3 вказує на нераціональну структуру активів, що також характеризує платоспроможність корпорації з негативної сторони.

Коефіцієнт абсолютної ліквідності розраховується як відношення суми грошових коштів, включаючи їх еквіваленти, та поточних фінансових інвестицій до короткострокових зобов'язань. Позитивне значення цього коефіцієнта знаходиться

в інтервалі 0,25-0,5. Це означає, що при забезпеченості усіх поточних зобов'язань абсолютно ліквідними активами на рівні 25-50% корпорація спроможна виконати зобов'язання по негайній оплаті пред'явлених до неї вимог. Однак і цей показник доводиться суттєво коректувати в сторону зниження його нормативного значення для умов перехідної економіки.

Як бачимо, приведені вище коефіцієнти платоспроможності за змістом доповнюють один одного, а тому їх співставлення дає більш уточнену інформацію щодо платоспроможності емітента цінних паперів. Якщо, скажімо, від'ємна поточна платоспроможність виникає на фоні прийнятних значень коефіцієнтів покриття та стабільності, або негативне значення коефіцієнта покриття поєднується з позитивним коефіцієнтом автономії, то є підстави для висновку, що корпорація спроможна здолати тимчасові фінансові труднощі. Проте, якщо значення цих показників виходять за межу допустимих, то платоспроможність корпорації й надійність її цінних паперів стають сумнівними. Безумовно, чим більше показників фінансово-економічного стану корпорації береться до уваги, тим повнішим буде аналіз і реальнішою оцінка вартості корпорації. Принагідно зазначимо, що у публічній звітності західних корпорацій не існує єдиної системи (навіть у межах однієї країни). Наприклад, американські корпорації звітують зазвичай по 10-15 показниках, японські – 12-40 [386, с. 96].

Суттєвий вплив на підвищення капіталізації корпорації справляє здійснювана нею *дивідендна політика*, вірніше, вибір її оптимальної моделі. Особлива роль дивідендів у функціонуванні й розвитку корпорації визначена самою її сутністю як особливої підприємницької структури. У формі дивіденду знаходить прояв економічна реалізація акціонерної власності, або інтересів асоційованих власників капіталу. Та специфіка підприємницької корпорації тут полягає якраз у тому, що питання формування й розподілу дивідендного фонду як складової чистого прибутку вирішується не одноосібно, а віднесено до компетенції загальних зборів акціонерів, точніше, контролюючих власників, і/чи менеджменту корпорації. Ця організаційна специфіка накладає суттєвий відбиток на зміст дивідендної політики товариства.

Своїм змістом дивідендна політика корпорації охоплює, щонайменше, три аспекти, пов'язані, по-перше, з інтересами акціонерів як інвесторів чи власників вкладеного у спільний проект капіталу, по-друге, з інтересами корпорації як цілісного суб'єкта господарювання й, по-третє, з інтересами корпорації як суб'єкта фондового ринку.

Звичайно, пересічний інвестор у ролі акціонера-співвласника корпоративного бізнесу зацікавлений в отриманні доходу, який може матеріалізуватися у вигляді дивіденду, а за участі у дійсно відкритій корпорації – ще й курсової різниці придбаних акцій. Оскільки практично у кожній відкритій корпорації більшість акціонерів складають саме пересічні, або міноритарні, акціонери, постільки корпорація має постійно дбати про достатню прибутковість своєї діяльності, аби реалізувати інтереси своїх інвесторів. Разом з тим, підприємницька діяльність корпорації немислима без постійного реінвестування прибутку як умови розширеного відтворення, збереження й підвищення прибутковості у майбутньому. Відповідно, ключовою проблемою дивідендної політики стає знаходження оптимального співвідношення між поточним споживанням прибутку власниками та його капіталізацією, якою вирішується питання стратегічного розвитку корпорації.

Крім того, вміло побудована дивідендна політика перетворюється в могутній засіб підвищення капіталізації корпорації через котирування її акцій на фондовому ринку. Дійсно, регулярні виплати та ще й вагомих дивідендів спроможні дати корпорації ряд конкурентних переваг, як-от: стабільність складу власників, високий курс і ліквідність акцій, можливості для успішного розміщення акцій повторних емісій, підвищену довіру з боку ділових партнерів (постачальників, покупців, кредиторів, державних органів тощо).

Отже, ринково орієнтована корпорація має вибирати такий тип дивідендної політики, який би задовольняв певною мірою всю гамму інтересів одночасно, по суті кажучи, знаходити й реалізовувати компроміс різнонаправлених інтересів, а саме між інтересами акціонерів як приватних власників та інтересами корпорації як господарюючого суб'єкта.

Вивчення досвіду корпоративного розвитку показує, що основними факторами формування дивідендної політики є:

- прибутковість діяльності корпорації – можливості одержувати прибуток та здійснювати дивідендні виплати;
- потреба в інвестиційних ресурсах – необхідність фінансування інвестиційних проектів відповідно до економічної стратегії компанії;
- можливості фінансування інвестицій у потрібному обсязі за рахунок внутрішніх та зовнішніх джерел із врахуванням їх вартості;
- наявність фінансової стратегії – використання дивідендної політики як складової формування такої стратегії для забезпечення достатнього рівня інвестиційної привабливості цінних паперів корпорації;
- структура капіталу – частка боргових зобов'язань, заборгованість за зобов'язаннями з фіксованими виплатами (за привілейованими акціями, облігаціями, кредитами);
- структура власності – частка інсайдерів і аутсайдерів, їх реальний вплив на фінансову стратегію корпорації;
- статутні вимоги щодо особливостей дивідендної політики;
- режим оподаткування дивідендів.

Природно, різні корпорації по-різному підходять до визначення основоположних критеріїв своєї дивідендної політики. Та все ж основною тенденцією розподільчої щодо прибутку політики постсоціалістичних корпорацій залишається свідома відмова контролюючих власників і керівників від виплати дивідендів навіть за наявності прибутку. Нехтуванню інтересами розпорощених дрібних власників та іміджем корпорації у суспільному середовищі сприяють різні чинники: слабкість законодавчого поля, пасивність акціонерів, інсайдерський тип контролю, політика “виживання” небажаних акціонерів, важкий фінансовий стан багатьох підприємств, необхідність модернізації виробництва, приховування прибутків від оподаткування тощо. Таким чином, дивідендна політика віддзеркалює реальний стан корпоративних відносин, структуру акціонерного капіталу, місце та роль у ній різних груп акціонерів.

Як показує корпоративна практика країн з перехідною та розвинутою ринковою економікою, вибір варіантів дивідендної політики у кожному конкретному випадку ґрунтується зазвичай на одному з таких принципів:

- повної капіталізації чистого прибутку;
- залишковості;
- фіксованої частки чи розміру дивідендних виплат у чистому прибутку;
- постійного росту дивідендів;
- стабільності виплати дивідендів.

Кожен із типів дивідендної політики має своє достатньо аргументоване теоретичне обґрунтування, позитивну й негативну характеристики. Тому вибір ефективної дивідендної політики не може бути ні шаблонним, ні довільним. Він вимагає виваженого підходу з обов'язковим урахуванням специфіки конкретної корпорації.

Повну капіталізацію чистого прибутку, або невиплату дивідендів, важко назвати самостійним типом дивідендної політики, оскільки це суперечило б природі приватної власності. Узагалі вона знаходить виправдання лише як тимчасовий захід щодо реалізації інтересів акціонерів, пов'язаний або з розробкою й доведенням до технологічної стадії інвестиційного проекту (зазвичай у корпорації закритого типу*, де, звісно, обмежене число інвесторів), або з проведенням докорінної реструктуризації компанії, котра потрапила у критичне становище. У таких ситуаціях деякі корпорації вдаються до виплати дивідендів додатковими акціями, що дає змогу зберегти прибуток від споживання, а інколи ще й змінити структуру статутного капіталу у бажаному напрямку.

Формування дивідендного фонду за залишковим принципом є, либонь, найпопулярнішим типом політики підприємницької корпорації, адже така політика найбільш влаштовує й керівників корпорацій, якщо вони є, дійсно, підконтрольні

* Найбагатша корпорація світу "Microsoft" лише навесні 2003 р. уперше за свою 27-річну історію розпочала виплату дивідендів акціонерам. За повідомленням Reuters, з прибутку на дивіденди виділено понад 850 млн. дол., або 8 центів на одну акцію. Б. Гейтсу, засновнику й володарю 1,2 млрд. акцій, дістанеться 96,5 млн. дол. дивідендного доходу. Наприкінці 2004 р. компанія планує довести загальний обсяг дивідендів до безпрецедентного в корпоративній історії розміру – до 32 млрд. дол., або до 3 дол. на акцію.

власникам або ж самі є основним власником очолюваних ними корпорацій. Застосовуючи його, вочевидь, виходять із пріоритету інтересів корпорації в цілому, мотивуючи цей вибір закладенням фундаменту для стабільної виплати дивідендів у перспективі. Чимало дослідників також схиляються до цієї стратегії розподілу прибутку**, вважаючи її оптимальною на тій підставі, що за умови розвинених ринків капіталу і постійного піклування про конкурентоздатність корпоративного бізнесу розмір дивідендів не впливає на зміну сукупного доходу акціонерів, оскільки останній приростає за рахунок курсової різниці. Інакше кажучи, тільки за умови достатніх інвестицій у підтримання високої конкурентоздатності корпорації її власники отримують максимум сукупного доходу. Тому дивіденди у кожний період часу можуть бути різними, можуть поглинати весь чистий прибуток, а можуть і не виплачуватись узагалі – усе вирішує наявність реальних інвестиційних проектів. Однак зворотною стороною цього принципу дивідендної політики є підвищений ризик та невизначеність для акціонерів щодо правильності вибору інвестиційних проектів та можливостей їх успішної реалізації (ймовірність невинуватої жертви). Цілком очевидно, що такий підхід не є привабливим для дрібних інвесторів, які хотіли б мати краще “синицю в руках”.

Закладення у розподіл чистого прибутку стабільної дивідендної частки також має своїх прихильників, позаяк істотно зменшує дію суб’єктивного фактора у визначенні величини поточних дивідендів, ставлячи її у пряму залежність від величини прибутку, дає змогу кожному акціонеру чітко прораховувати свою частку доходу. Однак вадами цього помірнього підходу є, по-перше, обмеження інвестиційних можливостей корпорації у разі отримання незначного обсягу прибутку й, по-друге, ймовірність спаду інтересу акціонерів до участі в управлінні товариством, оскільки розподіл прибутку наперед унормовано. Та, як стверджує Дж. Лінтнер, багато менеджерів віддають перевагу саме такому підходу.

** Найвідоміша концепція ефективності дивідендної політики за залишковим принципом розроблена в кінці 50-х рр. нобелівськими лауреатами американцями Ф. Модільяні та М. Міллером (див. [Модільяні Ф., Міллер М. Скільки стоїть фірма? Теорема ММ. – М.: ДЕЛЮ, 1999]).

Різновидом політики фіксованих дивідендів можна вважати політику, за якої дивіденди встановлюються у відсотках до номіналу акції або у грошовому виразі. Найчастіше фіксована сума дивідендів використовується стосовно привілейованих акцій, тому при емісії звичайних акцій застосовувати її не має сенсу.

Політика постійного росту дивідендів має чітко виражений психологічний ефект, який приваблює інвесторів і партнерів до співпраці. Однак більш-менш тривале прирощування дивідендів допустиме лише за умови незначного розміру початкових (стартових) дивідендних виплат та дотримання твердих ставок приросту. Тому корпорація, яка вибрала таку стратегію дивідендних виплат, приречена часто штучно занижувати дивіденди, не зважаючи на сприятливі можливості їх разового істотного збільшення, або ж, навпаки, вишукувати резерви для виконання прийнятої програми у несприятливі періоди.

Політика стабільності виплат дивідендів нам видається найбільш раціональною для ринково орієнтованої корпорації у перехідній економіці. Вона не передбачає встановлення наперед конкретних абсолютних чи відносних розмірів дивідендів, а гарантує лише їх постійну виплату. Така політика, безперечно, “працює” на імідж корпорації, її ринкову капіталізацію, хоча й зобов’язує у несприятливі періоди шукати кошти, можливо, навіть і позичати для виплат обіцяних дивідендів як таких.

Слід зазначити, що саме орієнтація на регулярне отримання дивідендів є домінуючою для домашніх господарств на постсоціалістичному терені. Вона спричинена низьким рівнем життя більшості людей та традиційним економічним мисленням. Щодо ринкової ціни акцій, зростання якої могло б збагатити акціонера, то цей мотив проявляється ще дуже слабо, оскільки вільний обіг акцій надто обмежений закритістю корпорацій, шантажем з боку керівників, нерозвиненістю інфраструктури ринку акцій, низькою економічною і правовою культурою громадян. Та все ж є прецеденти, які демонструють і тепер неперевершену силу ринкових регуляторів, зокрема щодо мотивації акціонера. Можливо, найкращим прикладом тут буде драма, що розігралася нещодавно з акціями ЗАТ “Оболонь”. Скупці конкурентами значного пакета акцій цієї компанії не завадило навіть те, що

упродовж останніх років її акціонери отримували солідні дивіденди (за деякими даними, за підсумками 2002 р. вони в середньому становили 8-10 тис. грн. на акціонера [387]). Цей факт краще всякої теорії переконує у тому, що повноцінний ринок у перспективі виправить чорнову роботу масової приватизації й забезпечить дієві стимули для ефективного корпоративного менеджменту.

Дивідендна політика, орієнтована та критерій стабільності виплати дивідендів, могла б бути підсилена завдяки комбінуванню попередніх підходів, скажімо, фіксованого дивіденду та певного відсотку приросту річного чистого прибутку. Саме такої політики дотримуються, передовсім, швидко зростаючі корпорації, які прагнуть максимізувати ринкову ціну своїх фондових інструментів.

То ж, як бачимо, немає ідеальної дивідендної політики й, очевидно, бути не може. Вибір і реалізація її конкретного типу визначається багатьма факторами економічного, правового, соціального, психологічного, адміністративного характеру. Більшість зарубіжних корпорацій досягли оптимальної для кожної з них дивідендної політики поступово, методом проб і помилок. Особливо відчутний вплив на цей аспект корпоративних відносин справляє суб'єктивний фактор, зокрема рівень корпоративної і загальної культури, фаховий рівень керівників і спеціалістів, стереотипи тощо. Наслідком сукупної дії різноманітних факторів є незначний рівень дивідендних виплат українськими корпораціями і взагалі їх уникнення навіть за наявності достатнього прибутку. Так, за звітом ДКЦПФР, у 2003 р. про виплату дивідендів оголосили лише 5-8% ВАТ, які звітують, і близько 10% – ЗАТ. Це при тому, що майже 40% ВАТ були прибутковими [388].

Виплата дивідендів проводиться зазвичай грошима, а також акціями та дробленням акцій. Українські корпорації інколи виплачують дивіденди, як і заробітну платню, продукцією. Виплата дивідендів акціями, або реінвестування дивідендів, практикується при додатковій емісії. Такий спосіб задоволення потреб акціонерів є надзвичайно вигідним інструментом залучення капіталу: економія витрат по розміщенню акцій, звільнення таких доходів фізичних осіб від оподаткування, збереження контролю над корпорацією. Найчастіше цю схему використовують закриті корпорації чи корпорації, де акціонерами є їх працівники.

При дробленні акцій, як показує практика, завдяки підвищеній ліквідності нових акцій дещо збільшується їх ціна. У випадках, коли нерозподілений прибуток замалий для інвестувань, корпорації вдаються до викупу своїх акцій на ринку, якщо, звісно, їх ціна у цей час є низькою. Через самовикуп акцій стає можливим підвищити рівень доходу на одну акцію й таким чином також управляти ринковою капіталізацією корпорації.

Варто зазначити, що прийняття рішення про виплату дивідендів та їх розміри значною мірою залежить від стадії життєвого циклу корпорації. Наприклад, якщо корпорація планує здійснити масштабну програму реконструкції і профінансувати її за рахунок додаткової емісії акцій, то успіху такої кампанії може сприяти тривалий період виплати високих дивідендів. Чинне законодавство забороняє виплати дивідендів у випадках:

- неповної оплати всього статутного капіталу;
- коли вартість чистих активів менше статутного й резервного капіталу чи стане менше їх розміру в результаті виплати дивідендів;
- коли корпорація стала чи стане неплатоспроможною в результаті виплати дивідендів.

Отже, вводячи у свою політику таку складову як політика дивідендів, корпорація отримує важливий для її ефективного функціонування механізм, який дозволяє регулювати корпоративні відносини, підпорядковувати корпоративні й індивідуальні інтереси акціонерів вирішенню певних поточних і стратегічних завдань. Раціонально вибраний тип дивідендної політики стає могутнім засобом зростання капіталізації корпорації.

Однак успіх зусиль окремих корпорацій щодо оптимізації дивідендної політики як напрямку підвищення рівня своєї капіталізації об'єктивно залежить і від конкурентності ринку капіталів. У перехідній економіці ринки капіталів не мають високого рівня конкурентності, наслідком чого є надто висока ціна розміщення цінних паперів та отримання кредиту. Тому стабільна виплата високих дивідендів може гарантувати корпораціям не стільки доступ до ринку капіталів, скільки реальне зменшення реінвестувань прибутку. То ж держава має прискорити

доступними їй і адекватними ринковим умовам методами формування конкурентного ринку капіталів.

Досвід корпорацій, які активно виходять на зовнішній товарний ринок, показує, що посилення конкуренції, жорсткість вимог замовників змушує корпоративний менеджмент підходити до питання капіталізації компанії більш широко, комплексно, включати у її оцінку також критерій значущості, затребуваності компанії (продукції) на світовому ринку. Йдеться про те, що капіталізація корпорації має значення не лише як фактор залучення капіталу, а й як фактор завоювання високого рейтингу, формування ділового іміджу серед потенційних партнерів та покупців. Велику капіталізацію може мати навіть тимчасово збиткове підприємство, якщо воно швидко зростає, модернізується, освоює новий ринок. Щоб добитися цього необхідно цілеспрямовано управляти процесом підвищення капіталізації корпорації, а це означає необхідність перебудови системи корпоративного управління на інноваційній основі.

Досвід, зокрема корпорації “Новокраматорський машинобудівний завод”, свідчить, що до комплексу основних оціночних показників вартості підприємства на товарних ринках мають входити: обсяг продажів, рівень експортних поставок, питома вага наукомісткої продукції в загальному обсягу її випуску, обсяг сертифікованої (за світовими стандартами) продукції, виграні міжнародні тендери, сприяння підвищенню ефективності виробництва і конкурентооможності - споживачів продукції корпорації, згода провідних фірм співробітничати з корпорацією тощо [389, с. 7].

Досягнення високих, ринкових параметрів діяльності корпорації, таким чином, об’єктивно поставлено у пряму залежність від проведення глибокої реструктуризації підприємства, зокрема зміни структури та економічного механізму внутрікорпоративного управління відповідно до вимог ринку, реконструкції й технічного переоснащення виробництва, оновлення номенклатури продукції, запровадження сучасних інформаційних технологій у системі корпоративного менеджменту, забезпечення високого рівня комп’ютеризації всіх бізнес-процесів, підвищення професіоналізму та компетентності персоналу. Крім

того, щоб бути конкурентоздатною, потрібно ще й завоювати довіру до себе, зокрема як інституту, який визнає на ділі права власності своїх акціонерів та кредиторів.

4.4. Налагодження ефективної системи корпоративного управління: світовий досвід та українська практика

Вирішення всього комплексу внутрішніх проблем пристосування постсоціалістичних корпорацій до ринкових умов господарювання вирішальною мірою залежить від ефективності системи корпоративного управління. Можна сказати, що проблематика відродження підприємницької природи формально корпоратизованих у ході приватизаційної кампанії підприємств фокусується тепер на проблемі управління корпорацією саме як акціонерним товариством, тобто на механізмі функціонування відносин акціонерної власності та його ефективності.

Предметом нашого дослідження у цій частині є не управління корпорацією як господарським комплексом і не зміст самого процесу управління як такого, а функціональний аспект акціонерної власності, точніше кажучи, ті механізми, які спроможні забезпечувати реальну участь власників капіталу в управлінні товариством, або реалізувати на ділі права власності. Отже, тут ідеться не про суто менеджерський аспект управління корпорацією, а про корпоративне управління (corporate governance) як соціально-економічну проблему, породжену акціонерно-корпоративною формою підприємництва та вельми важливу для її ефективного функціонування й перспектив розвитку.

Насамперед, слід зазначити, що проблема корпоративного управління як така відносно нова в економічній науці. Але, якщо до середини минулого століття увага науковців акцентувалася на переході економічної влади в корпорації до її

менеджерів у зв'язку з об'єктивним процесом залучення додаткового акціонерного капіталу та, як наслідок, розпорошенням власності, то в останні десятиліття, передусім, у зв'язку з активізацією процесів корпоративних поглинань через посередництво ринку акцій предметом особливої уваги стала опортуністична поведінка менеджерів, тобто свідоме прагнення останніх реалізувати власні інтереси всупереч інтересам власників корпорації.

Загальноприйнято в економічній науці вважати безпосередньою метою підприємництва отримання прибутку. Цей постулат покладено в основу теорії класичною політичною економією й згодом він став відправним положенням мікроекономічного аналізу. Однак тепер у багатьох науковців виник сумнів щодо відповідності цього постулату дійсній цільовій установці корпоративного менеджменту, здійснюваного найманими спеціалістами.

Патріарх інституціоналізму Дж. Гелбрейт у середині минулого століття запевняв, що у техноструктури корпорації, на відміну від її власників, свій, специфічний інтерес, який полягає у самозбереженні та зміцненні особистої влади, а його реалізація, прогнозував далі він, матиме своїм наслідком приборкання конкуренції плановістю. Однак трохи пізніше економісти відстояли догму про прибуток як мету *будь-якої* форми підприємництва. Їхня позиція базувалася на твердженні, що ринкова конкуренція не зникає, а, навпаки, стає більш жорсткою, проникає навіть усередину великих корпоративних структур, змушуючи їх оперативнo реструктуризуватись. Так, на зниження в США норми прибутку з 10 до 6% у 70-і рр. корпорації відреагували посиленням режиму економії, реорганізацією конгломератів, запровадженням ефективних маркетингових стратегій, збільшенням інвестицій в інноваційні проекти. То ж, основна помилка Гелбрейта, на думку Р. Солоу, полягала у перебільшенні ролі неринкових чинників і тенденцій [25].

Відверту характеристику мети сучасних корпорацій дає американський фінансист Дж. Сорос: "Прибуток – ось мотивація будь-якого бізнесу. Бізнес не ставить своєю метою захист загальнолюдських цінностей. Більшість бізнесменів – добропорядні громадяни, проте це не спростовує того факту, що метою бізнесу є особисте збагачення, а зовсім не суспільне благо. Менеджери несуть основну

відповідальність перед власниками бізнесу, а зовсім не перед чимось непевним, так званим суспільним інтересом, хоча часто намагаються діяти (чи робити вигляд, що діють) у дусі відповідальності перед суспільством, позаяк це вигідно для бізнесу” [390, с. 12]. Боротьба за прибуток, чи конкурентоздатність, компаній була і є головним завданням їх керівників, бо втрата позицій на ринку зрештою приведе до втрати займаної ними посади й особистого добробуту. Це підтверджується результатами численних опитувань. Зокрема, 80% опитаних нідерландських менеджерів (програма Tacis, 1996) своєю головною метою назвали прибуток [391, с. 21].

Проте сучасні теоретики корпоративного менеджменту як самостійної сфери досліджень вносять уточнення у трактування класичної концепції мети підприємницької діяльності щодо великих корпорацій. Так, на думку Дж. ван Хорна, максимізацію прибутку не варто розглядати як категоричний імператив. “Таке розуміння мети, – каже він, – є менш глобальним, аніж максимізація добробуту акціонерів. До того ж загальний обсяг прибутку не так важливий, як прибуток на акцію. Навіть максимізація прибутку на акцію – це не зовсім правильно сформульована мета хоча б через те, що вона не визначає момент досягнення очікуваного прибутку й тривалість його отримання” [392, с. 12]. Р. Брейлі і С. Майєрс такої ж думки: “У більшості випадків нам здається, що діяльність фінансового директора спрямована на збільшення вартості інвестицій акціонерів у фірму” [393, с. 5]. Утім, далі автори дещо коректують свою позицію, визнаючи, що “кожен (менеджер – А.С.), крім інтересу акціонера, переслідує і свій особистий інтерес” [393, с. 5]. Останнім часом думка про те, що під тиском глобалізаційних процесів корпорації мають зосередитися насамперед на максимізації вартості для акціонерів, стає все більш популярною [394, с. 50-51].

Щодо конкретної цільової установки менеджерів корпорацій, то, очевидно, на її визначенні позначається багато факторів, зокрема стан ринкової кон’юнктури, а також особливості національної моделі корпоративного управління. На це чітко вказують дані опитувань менеджерів великих корпорацій США і Японії. Серед цілей діяльності прибуток від інвестицій американські менеджери поставили на

перше місце, а їхні японські колеги – на третє; підвищення курсу акцій відповідно – друге та восьме; частку на товарному ринку – третє та друге; поліпшення та оновлення продукції – четверте та перше [395, с. 381]. Але навряд чи хто ставить під сумнів добру репутацію в очах акціонерів японських менеджерів тільки тому, що ті акцентують увагу саме на продуктивності й конкурентоздатності корпорації, а не на дивідендах та ціні акцій.

Таким чином, маючи на увазі корпоративну форму підприємництва, при визначенні цілей та інтересів її безпосередніх учасників ми повинні враховувати, з одного боку, роль корпорації як ринкового суб'єкта, критерієм ефективності функціонування й умовою забезпечення конкурентооможності якого виступає достатня прибутковість, а з іншого, – особливий статус як власників корпорації, так і її менеджерів. Специфічний статус власників корпорації як акціонерів чи інвесторів пов'язує їх приватний інтерес безпосередньо з внесеним паєм, із бажанням привласнити максимальний дохід на вкладений капітал. Отже, акціонери зацікавлені у максимізації короткострокового прибутку компанії, а відтак горизонт їх економічних рішень короткостроковий. Статус менеджерів як найманих керівників господарської структури також об'єктивно визначає їх зацікавленість насамперед у забезпеченні власного добробуту у вигляді отримання надвисоких винагород, певних привілеїв, підняття власного соціального статусу шляхом розширення корпорації тощо. Однак їх доходи залежать не від росту дивідендів, а від місця, яке корпорація посідає в галузі і в економіці країни. Відтак менеджери зацікавлені у довгостроковому рості компанії, й тому домагаються реінвестувати щораз більшу частину чистого прибутку компанії, а не спрямувати її на дивіденди [396, с.1]. При цьому їх приватні інтереси, що стосуються, наприклад, збільшення розмірів і темпів розвитку корпорації, ускладнення її ієрархії, можуть співпадати (частково чи повністю) або розходитися з інтересами акціонерів, адже йдеться фактично про використання прибутку. Крім того, на чолі корпорації можуть виявитися просто некваліфіковані менеджери. Тому забезпечення ефективного управління корпорацією, залежить, по-перше, від наявності в акціонерів адекватних механізмів контролю за діями менеджерів і в разі необхідності – їх заміни; по-

друге, – від наявності в суспільстві дієвого механізму перерозподілу прав власності на користь ефективніших економічних агентів, якщо теперішні власники компанії не здатні чи не воліють контролювати менеджерів.

Разом з тим, важливо мати на увазі, що акціонери будь-якої корпорації ніколи й ніде не представляють собою однорідну масу людей з однаковими інтересами. Кожній акціонерній спільноті притаманна палітра різновекторних інтересів. Класична структура акціонерного капіталу (власності) персоніфікована трьома групами акціонерів:

- акціонерами-рантьє, тобто зазвичай дрібними акціонерами, які переслідують чисто меркантильний інтерес (отримання дивідендів й готовність перепродажу акцій з максимальною вигодою);

- акціонерами-працівниками підприємства (з адміністрацією включно), для яких, окрім дивідендів, вочевидь ще важливіше зберегти свої робочі місця, соціальні пільги й престиж;

- великими акціонерами-аутсайдерами, кожен із яких інвестував капітал з певними підприємницькими намірами: розвитку підприємства, приєднання його до іншої структури, збереження і зміцнення коопераційних зв'язків, вдалого перепродажу тощо.

Така різнонаправленість, чи потенційна конфліктність, економічних інтересів є цілком об'єктивною, вона закладена самою природою корпоративної власності, а не існує тільки через те, що законодавство неадекватне ринковим відносинам, як уявляє собі дехто із дослідників [169, с. 148-149]. Разом з тим, у різних категорій власників і різні можливості реалізації своїх інтересів. Ясна річ, підприємницька справа потребує мобілізації коштів звідусіль. Однак для корпорації як товариства капіталів при цьому вкрай важливо, аби разом з інвестиціями прийшов і ефективний власник, який зумів би поставити господарство (акціонерний капітал) під надійний контроль.

Теорія агентських відносин пояснює, що дрібні акціонери не мають достатніх стимулів для контролю за менеджментом, оскільки витрати по здійсненню функцій контролю (по збору інформації, судовому вирішенню спірних питань тощо)

нестимуть окремі, найбільш активні власники, тоді як вигода від поліпшення управління дістанеться усім пропорційно часткам у статутному капіталі. З цієї причини розпорошеність власності справляє дестимулюючий (щодо контролю) вплив на дрібних акціонерів, перетворює їх на пристосуванців (“ефект безквиточника”).

Однак існує й інший бік проблеми корпоративного управління. Концентрація акціонерного капіталу, як емпірично встановлено, також може спричинити й негативні наслідки. Вони виникають, коли великі акціонери, маючи можливість напряду впливати на процеси прийняття рішень у корпорації, діють з метою максимізації власної вигоди й позбавляють дрібних акціонерів їхньої частки залишкового доходу. Для цього можуть використовуватися різні методи й засоби, наприклад, трансфертне ціноутворення, створення дочірніх фірм. Наслідком концентрації власності може виявитись зростання витрат по залученню капіталу корпорацією в результаті падіння ліквідності її акцій або звуження можливостей інвесторів щодо диверсифікації своїх вкладень [397].

Отже, проблема корпоративного управління полягає у налагодженні такої системи відносин і механізмів організаційної взаємодії, за якої б досягався компроміс (баланс) цілей та інтересів корпорації і її учасників.

Створення системи корпоративного управління, спроможної ефективно розв’язувати об’єктивно закладені в акціонерній корпорації протиріччя, представляється досить складною проблемою для науки й практики. Це проявляється, зокрема, у тому, що не існує загальновизнаного визначення корпоративного управління. У широкому розумінні воно представляється системою механізмів організаційної взаємодії та захисту інтересів усіх зацікавлених у роботі корпорації сторін (акціонерів-засновників, кредиторів, суміжників, споживачів, державних органів, громадськості). Так, за визначенням Світового банку, корпоративне управління – це поєднання норм законодавства, нормативних положень та практики господарювання у приватному секторі, що дозволяє корпораціям залучати необхідні ресурси, ефективно господарювати й, таким чином, продовжувати своє функціонування, нагромаджуючи довгострокову

економічну вартість шляхом підвищення вартості акцій та реалізуючи при цьому інтереси акціонерів і суспільства в цілому [398, с. 114].

За звуженого підходу змістом цього поняття є забезпечення діяльності менеджерів в інтересах насамперед власників-акціонерів. Одне з таких визначень дає Міжнародна фінансова корпорація, за яким корпоративне управління трактується як система виборних та призначених органів, які здійснюють управління діяльністю відкритих корпорацій, що відбиває баланс інтересів власників і спрямоване на забезпечення максимізації прибутку в межах норм чинного законодавства [399, с. 15-18]. На думку М. Аокі, “метою ефективного корпоративного управління є забезпечення умов контролю акціонерів за менеджерами” [400, с. 18]. І така думка найбільш поширена серед зарубіжних і вітчизняних дослідників цієї проблеми [401, с. 372; 402, с. 1106; 287, с. 119].

Зробимо деякі зауваження у зв'язку з цим. В основу розширеної версії корпоративного управління зазвичай, як нам представляється, кладуть принцип значущості зовнішньої інституціональної ролі корпорації у суспільстві, важливості встановлення й підтримання оптимальних взаємовідносин між суб'єктами широкої суспільної системи, зацікавленими в діяльності корпорації як великої інтегрованої структури. Для принципового, політико-економічного осмислення сутності корпоративного управління пріоритетний інтерес становлять закономірності функціонування відносин власності в рамках корпорації як первинної підприємницької структури, ключовою з яких виступає відокремлення капіталу-власності від капіталу-функції та проблема мінімізації пов'язаних із ним ризиків.

Головна суть проблеми корпоративного управління полягає у забезпеченні механізмів та засобів відвернення опортуністичної поведінки менеджерів, чи, іншими словами, механізмів захисту прав та законних інтересів акціонерів, передусім дрібних. Йдеться про те, що керівники корпорацій мають таки відчувати реальний контроль і нести відповідальність, включаючи карну, за наслідки своєї діяльності. Позитивним результатом дії таких механізмів має бути піклування менеджерів про власників, виразом якого є збільшення прибутковості корпорацій. Потрібно мати на увазі й те, що стан корпоративного управління зачіпає

національні економічні інтереси, адже від нього залежить також збереження довіри з боку як вітчизняних, так і іноземних інвесторів, залучення в економіку довгострокового капіталу як у грошовій формі, так і в формі новітніх технологій, передового досвіду, доступу до нових ринків тощо.

Ключовим механізмом корпоративного управління як системи функціонування прав власності асоційованих інвесторів виступає корпоративний контроль. Ясна річ, власники капіталу, передусім володарі контрольного пакету акцій, зацікавлені у прийнятті рішень з доленосних питань корпоративного життя, як-то: визначення стратегії розвитку компанії, додаткової емісії акцій, розподілу чистого прибутку, призначення чи зміни вищого керівництва компанії тощо. Та при налагодженій системі управління корпорацією, як прийнято, проекти майже усіх корпоративних рішень (за виключенням хіба що вимушеної зміни топ-менеджменту) готують самі ж керівники компаній. Тому функція контролю набуває для власників корпорації першорядного значення.

Вивчення світового досвіду функціонування корпоративних відносин показує, що існують різні інституціональні механізми корпоративного управління, які в цілому забезпечують акціонерів можливостями прямого (внутрішнього) або побічного (зовнішнього) контролю за менеджментом.

Механізми *внутрішнього корпоративного контролю* формуються на основі:

- участі власників у загальних зборах акціонерів із використанням права голосу;
- представництва акціонерів у постійно діючих органах управління корпорацією.

Механізми *зовнішнього контролю* за корпоративним менеджментом формують:

- ринки капіталів, передусім, фондовий ринок;
- ринки товарів та факторів виробництва;
- норми законодавства та регуляторна діяльність державних органів, вплив засобів масової інформації та ставлення громадськості.

Безумовно, як різняться з-поміж себе люди, так і різними щодо внутріорганізаційних людських відносин і способів впливу на них є корпорації. Кожну корпорацію, як і людину, можна сприймати як окремий мікросвіт. Утім, кожна окрема підприємницька корпоративна система віддзеркалює у собі не лише вплив ринкових процесів саморозвитку, а й специфіку умов цивілізаційного розвитку певної країни, особливості політичного вибору щодо здійснення певної моделі капіталізму.

Корпоративне управління поєднує у собі норми корпоративного законодавства та корпоративну культуру. Під корпоративною культурою розуміється сукупність правил, звичаїв й усталеної практики у сфері корпоративного управління, що не набула нормативного відображення у законодавстві й базується на загальному культурному рівні суспільства, нормах моралі, ділової практики тощо. На цій основі в кожній країні усталилася своя, національна модель (певний тип системи) корпоративного управління, що дає підстави вирізняти, скажімо, німецьку та шведську, італійську та канадську системи корпоративних відносин і регулюючі їх механізми. Разом з тим, узагальнення спільних рис та факторів ефективності корпоративного управління в кожній із країн виокремило наразі дві-три основні моделі такого управління: англо-американську та континентально-європейську (німецько-японську чи кожену окремо).

Ці світові, по суті, моделі корпоративного управління принципово різняться за основними своїми компонентами:

- 1) ключовими учасниками корпорації;
- 2) структурою акціонерного капіталу (власності);
- 3) складом та повноваженнями наглядової ради;
- 4) механізмом взаємодії учасників корпорації, інших зацікавлених сторін;
- 5) нормативним забезпеченням діяльності корпорації;
- 6) вимогами щодо розкриття інформації;
- 7) роллю ринкових регуляторів корпоративного управління тощо.

Оскільки формування систем корпоративного управління в перехідних економіках набуває певних тенденцій, які проявляються у рамках, заданих саме

цими взаємно протилежними моделями як можливими варіантами, варто мати чітке уявлення про їхні відносні переваги й недоліки.

Англо-американська модель корпоративного управління. Основною характерною рисою цієї управлінської моделі є висока роздробленість акціонерного капіталу, внаслідок якої більшість великих компаній не мають домінуючих власників, здатних самотужки контролювати дії менеджменту. Тому прямий контроль стає можливим тільки в результаті консолідації зусиль багатьох акціонерів. Структура власників корпорацій на прикладі США, Великої Британії, Німеччини та Японії представлена в табл. 4.2

Таблиця 4.2

Структура власників корпорацій провідних країн світу, %
[403, с. 14; 404, с. 77]

Власники акцій	США		Велика Британія		Німеччина		Японія	
	1970	1995	1970	1988	1970	1995	1970	1995
Індивідуальні інвестори	72,2	50,2	47,4	28,0	28,0	17,0	39,9	22,4
Фінансові інститути	15,8	30,4	40,9	52,8	12,0	22,0	34,8	48,0
в тому числі:								
комерційні банки	-	-	-	4,3	8,0	10,0	11,6	18,9
страхові компанії	2,9	4,6	12,2	-	-	-	15,4	19,6
пенсійні фонди	8,2	20,1	9,0	48,5	4,0	12,0	7,8	9,5
інші фінансові інститути	-	5,7	-	-	-	-	-	-
Нефінансові організації	9,1	14,1	5,4	10,1	30,0	42,0	23,1	24,9
Іноземні інвестори	2,9	5,4	6,3	6,5	15,0	14,0	1,2	4,0
Інші	-	-	-	2,6	15,0	13,0	1,0	1,2

Друга особливість американської моделі полягає в тому, що *лише акціонери* мають право впливати на прийняття стратегічних рішень і політику корпорації. Менеджери та інші наймані працівники, покликані виконувати волю власників-акціонерів, зазвичай у корпорацію не входять*. У цій типовій системі зовнішнього (аутсайдерського) контролю корпоративні конфлікти локалізуються й розв'язуються з допомогою механізмів, дієвість яких пов'язана в основному з наявністю відповідного правового й культурного середовища. Високі стандарти етичної поведінки тамтешніх менеджерів та невідворотність серйозних покарань за

* У Великій Британії, на відміну від США, менеджери стають власниками великих пакетів акцій своїх корпорацій.

навмисне порушення прав акціонерів (мовою економістів: невиправданий ризик затрат) зводять протиправні дії менеджерів до рідкісних випадків. Стара Європа й особливо пострадянські країни можуть тільки захоплюватися тим, як американці нещодавно довідалися й як вони відреагували на фінансові афери менеджерів збанкрутілих корпорацій-гігантів – енергетичного трейдера “Enron” та телекомунікаційної компанії “WorldCom”^{*}.

Особливо примітною для даної моделі корпоративного управління є важлива роль ринку цінних паперів у дисциплінуванні менеджерів. Розпорошеність акцій перешкоджає індивідуальним власникам прямо контролювати менеджмент, та, утім, розвинений фондовий ринок звільняє їх від якихось зобов’язань перед корпорацією, окрім, звичайно, інвестувань у пакет акцій, надаючи їм можливість вибору, тобто “голосувати ногами”. Масовий продаж акціонерами своїх цінних паперів небезпечний для керівництва корпорації, позаяк викликане ним падіння курсу означатиме зниження рівня капіталізації компанії й через це створюватиме загрозу “ворожого поглинання” та підвищення вартості нагромадження нового капіталу. Фахівці вказують на появу в останній чверті ХХ ст. високодохідного бізнесу у вигляді того, що якась фірма за підтримки інвестиційного банку скуповує контрольний пакет акцій, проводить реструктуризацію, замінює управлінську команду, а в підсумку, дочекавшись різкого підвищення курсової ціни акцій, вигідно продає компанію. Такі фірми виконують роль своєрідних “санітарів” корпоративного ринка, змушуючи тим самим менеджмент корпорацій дбати про підтримання курсу своїх акцій у певних межах.

Висока ліквідність ринку корпоративних акцій в американській системі забезпечена у першу чергу завдяки державній політиці “економічної демократії”, яка цілеспрямовано впроваджувалася у США з часів Великої депресії 30-х рр. Її важливими елементами є інформаційна прозорість великого бізнесу, обов’язкове оприлюднення щоквартальної й річної звітності відкритих корпорацій, причому у

^{*} Корпоративні скандали в названих компаніях набули широкого суспільного резонансу; співробітниця, які проявили громадянську мужність, повідомивши про обман акціонерів та приховування менеджерами фактичного банкрутства корпорацій, удостоїлись почесного титулу “людина року”; законодавці вирішили посилити карну відповідальність за зловживання посадовців корпорацій, збільшивши термін ув’язнення до 20 років.

великих обсягах і для широкого загалу. Зокрема, гласною є інформація про попередню діяльність новопризначених директорів, про сукупну винагороду кожного з керівників корпорації, про найбільших акціонерів (власників понад 5% акцій) тощо. Зменшенню інформаційної асиметрії та скороченню трансакційних витрат сприяє добре розвинена ринкова інфраструктура, зокрема діяльність різного роду рейтингових агенцій та фінансових консультантів.

Особливості американської системи корпоративного управління пов'язані також із прямою заборонаю для комерційних банків розміщувати свої активи в акціях нефінансових компаній, тобто займатися інвестиційною діяльністю. Акт Гласса-Стігала (1933 р.)^{*}, що вводив цю законодавчу норму, переслідував мету – задля уникнення конфлікту інтересів поставити заслін спекуляціям банків на фондовому ринку, які в період Великої депресії викликали хвилю банкрутств банків і пограбувань вкладників. Тепер під тиском глобалізаційних процесів, загостренням конкуренції між американськими і континентально-європейськими банками це правове обмеження скасовано: Актом Гремма-Ліча-Блайлі (1999 р.) комбанкам дозволено виступати агентами на фондовому ринку [405]. Щоправда, світова фінансово-економічна криза, що розгорілася в 2008 році, зробила об'єктом гострої дискусії право банків інвестувати хедж-фонди і займатися торгівлею цінними паперами за власний рахунок для одержання прибутку для себе. Але привертає увагу непорушність іншого важливого законодавчого регулятора – згідно з американською правовою системою, кредитор, котрий активно втручається в управління справами свого боржника до настання його банкрутства, прирівнюється у своїх правах до інших акціонерів, а значить, його судові претензії задовольняються нарівні з іншими акціонерами, себто в останню чергу. Так інститут права ефективно блокує участь зовнішніх фінансових структур в управлінні нефінансовими корпораціями. Тому-то інституціональні інвестори, які тепер контролюють понад 50% американського ринку акцій, а це, передусім, пенсійні та взаємні фонди, не домагаються свого представництва у раді директорів

^{*} Акт Гласса-Стігала включає чотири параграфи закону США про банківську діяльність, авторами яких стали конгресмени К. Гласс і Г. Стігал.

й уникають відповідальності за ефективність корпоративного бізнесу, якою, з теоретичного погляду здається, вони б мали якраз перейматися як великі акціонери.

Залишкові права акціонерів у цій системі управління обмежуються вибором ради директорів корпорації, голосуванням за статутні зміни та важливі реорганізації, що призводять до ліквідації компанії. Питання щодо структури розподілу чистого прибутку, визначення напрямків інвестувань та розміру дивідендів*, найму та звільнення адміністраторів корпорації законодавчо віднесені до компетенції ради директорів. Відтак через істотну обмеженість прав та зобов'язань акціонерів проведення щорічних загальних зборів для пересічних власників нагадує більше ритуал, важливий заради обов'язкової процедури. Утім, інтереси великих власників та керівників корпорації змушують саме їх поборотися за право представляти голоси більшості акціонерів. Це зумовлено тим, що за американськими акціонерними сертифікатами, які є іменними, ніхто інший голосувати не може без належно оформленого доручення від власника, завіреного для кожного конкретного голосування з якогось питання. Така норма, звісно, зобов'язує директорів корпорації дбати про власну репутацію як запоруку довіри акціонерів, а з нею й доступу до реального контролю за станом справ у компанії.

Насамкінець, специфіку англо-американській моделі задає унітарна система правління корпорацією. Законодавство уповноважує раду директорів як єдине ціле управляти корпорацією, не розмежовуючи виконавчі й невиконавчі функції між її директорами. У раді домінують зазвичай зовнішні (незалежні) директори – дев'ять із дванадцяти членів у “типовому” складі, обрані виключно з акціонерів. Очолює раду директорів у більшості корпорацій головний виконавчий директор. Варто зазначити й те, що американське законодавство суворо застерігає директорів корпорацій від зловживань привілеями, що випливають із їх становища, зобов'язуючи їх діяти сумлінно й справедливо, виключно в інтересах корпорації. Головною турботою зовнішніх представників у раді, по суті, є пошук і підтримка

* В Англії, на противагу США, питання розподілу чистого прибутку й визначення суми дивідендів виноситься на розгляд загальних зборів акціонерів.

кандидатури компетентного й сумлінного головного виконавчого директора корпорації.

Німецька модель корпоративного управління. Найпершою характеристикою цієї системи управління, усталеної у континентальній Європі, є збалансоване представництво в ній інтересів усіх основних учасників: акціонерів, організованих працівників, партнерів по бізнесу, держави. Усі вони сприймаються як частина корпоративної структури й мають певні права на управління. Причому, тут соціальне партнерство капіталу, праці й держави історично закріпилося не лише в законах, а й у самих структурах управління корпораціями. Це означає, що інтереси корпорації як суспільного інституту мають значення не менше, за інтереси акціонерів-власників.

Провідними акціонерами у цій моделі виступають нефінансові фірми, але провідну роль в управлінні німецькими корпораціями відіграє, передусім, банківський капітал. За деякими оцінками, на початку 90-х рр. німецькі банки загалом мали в корпораціях 50% акціонерних голосів, головним чином, довірених їм дрібними акціонерами*, попри те, що ними безпосередньо придбано лише 8,2% усіх звичайних акцій [394, с. 28]. Примітно, що представники фінансових структур, насамперед, банків, виступають найвпливовішою групою у наглядових радах корпорацій. При цьому їхня участь в управлінні корпораціями мотивується не лише участю в акціонерному капіталі, а й розмірами кредитування, наданням брокерських та консультативних послуг при отриманні небанківських, урядових та іноземних позик. Поширеною є практика участі однієї особи (фізичної та юридичної) у наглядових радах кількох компаній, що не суперечить чинному антимонопольному законодавству. Так, у 1988 р. представники 9 найбільших банків ФРН були членами наглядових рад 96 із 100 найбільших корпорацій. Одному лише Дойче Банку належало 37% усіх місць, зайнятих банками в управлінні нефінансовими корпораціями [126, с. 90].

* У Німеччині корпорації, зареєстровані на фондовій біржі, емітують акції на пред'явника й розмішують їх через банки, які виконують роль депозитарія корпорацій.

Активна участь банків в управлінні акціонерними корпораціями має великі наслідки для структури управління національною економікою. Через банки налагоджуються додаткові зв'язки між підприємствами-суміжниками й формуються потужні промислові групи. Такій організуючій ролі банків сприяє законодавство, яке, на противагу американському праву, дозволяє банкам володіти акціями нефінансових корпорацій у будь-якому обсязі. У Німеччині закон не поділяє банки на комерційні й інвестиційні, і завдяки універсальному характеру своєї діяльності банки ґрунтовніше обізнані зі станом справ своїх клієнтів, а відтак, мають змогу скористатися конфіденційною інформацією на фондовому ринку. Разом з тим, згідно з традицією, банки несуть не тільки фінансову, але й моральну відповідальність перед суспільством за ефективність компаній. Це зобов'язує банки працювати з проблемними компаніями, зокрема, створювати спеціальні фонди, розробляти заходи по реструктуризації тощо, аби врятувати їх від банкрутства.

Ринок корпоративного контролю у німецькій моделі розвинений слабо. Через відсутність постійної інформації про стан справ у корпораціях (оприлюднення такої відбувається лише один раз у півроку, а не щоквартально) прийняття рішень інвесторами щодо частих трансакцій на фондовому ринку значно ускладнено. До того ж, не розголошуються дані стосовно персональних винагород вищих посадовців корпорацій та їхнього володіння пакетами акцій. На фондовому ринку Німеччини домінують великі інвестори, які контролюють більшість відомих корпорацій. Серед великих акціонерів фігурують окремі особи, банки й інші фінансові інститути, нефінансові корпорації, профспілки, муніципальні органи, уряди земель тощо. Більшість із них мають додаткові інтереси в корпораціях і, замість продажу акцій у випадку виникнення проблем в емітента, вишукують можливості реальної допомоги йому. Крім того, мала ліквідність ринку акцій* не дозволяє великому власнику легко скинути свій пакет, і для збереження своїх інвестицій для нього раціональним залишається інший шлях – реструктуризація.

* Про малу ліквідність і невисоку капіталізацію фондового ринку Німеччини свідчить той факт, що, попри потужність її економіки, із 2,5 тис. корпорацій акції лише 600 котуються на біржах. У Франції на біржах представлені 440 компаній цієї країни. Для порівняння: у Великій Британії таких 2000, в США – понад 6000 компаній [126].

Системою взаємної участі корпорацій у володінні акціями у німецькій системі управління охоплено близько половини сукупного акціонерного капіталу (див. табл. 3.2). Однак контроль через ворожі злиття й поглинання тут практично унеможливлений. Це пояснюється, зокрема, тим, що корпорації мають право своїми статутами обмежувати число голосів (прав) певних акціонерів. Зате дружні злиття й придбання доволі поширені. Тому забезпечувана цією системою управління стабільність структури власності (її головна порівняльна перевага) сприяє зменшенню конфліктності у відносинах учасників корпорації, прийняттю й реалізації довгострокових корпоративних рішень.

Принциповою рисою цієї моделі є обов'язкове включення в наглядові ради представників від персоналу найманих працівників корпорації. Акт про кодeterminацію від 1976 р. регламентує кількість членів ради та співвідношення у ній акціонерів і працівників (в залежності від чисельності персоналу)**. Окрім цього, працівники можуть впливати на політику корпорацій опосередковано, через профспілки, які тут стають акціонерами й по закону є також суб'єктом переговорного процесу з підприємцями. Таким чином, у рамках німецької корпорації створюються особливі умови взаємодії між працею й капіталом.

Партнерські взаємовідносини німецькі корпорації підтримують також із державою. Остання часто володіє значними пакетами акцій і представлена у наглядових радах усіх великих корпорацій. Своєю участю в управлінні великими корпораціями та регуляторною політикою держава заохочує й підтримує внутрігалузеву координацію між корпораціями, здійснювану асоціаціями промисловців як недержавними інститутами. Зазначимо, що аналогічного механізму координації корпоративних дій немає й не може бути у США, позаяк він однозначно суперечить антитрестовському законодавству.

Німецька корпоративна система вирізняється також двопалатною, чи подвійною, структурою правління, тобто чітким розмежуванням повноважень і відповідальності контролюючого й виконавчого органів влади. Правління як

виконавчий орган управління має широкі законні повноваження, що гарантують йому свободу прийняття рішень, і відповідає за їх належне використання перед наглядовою радою. Наглядова рада зосереджена на функції контролю за поточною діяльністю корпорацій і представлена виключно незалежними (невиконавчими) директорами, які обираються в основному на підставі законів держави, а не статутів корпорацій. Значною мірою її функція зводиться до відбору й у разі потреби – заміни членів правління. Її засідання відбуваються порівняно рідко (здебільшого щокварталу) й носять зазвичай поверховий характер. Проведення загальних зборів акціонерів через високу концентрацію пакетів акцій у руках інституціональних інвесторів і гарантоване консолідоване представництво їхніх інтересів в управлінні стає, як і в інших країнах, формальним актом.

Важливо підкреслити, що німецька модель, як і англо-американська, сформувалася як продукт певних історичних умов розвитку країни. Німеччина була феодально роздробленою аж до середини XIX ст. В індустріальному розвитку вона відставала від провідних країн світу майже на півстоліття. Розвиток підприємництва стримувався феодальними пережитками. Для досягнення тих амбіційних цілей, що поставила перед собою об'єднана силою Німеччина, було недостатньо покладатися лише на стихійні сили ринку, які приведуть до нагромадження необхідних капіталів. Випередити своїх конкурентів вона могла тільки спершись на великий міжнародний капітал та державні інвестиції. В результаті великі банки з іноземним капіталом, промислові картелі й держава створили своєрідний трикутник, у якому приймалися усі найважливіші рішення по спрямуванню інвестиційних потоків. Так Німеччина виявилась однією з перших держав, у якій здійснювалася скоординована промислова політика. Ця країна, за визначенням фахівців, дала світу взірець “організованого капіталізму”, де банки й великі корпорації відіграють в економіці більшу роль, аніж держава.

Японська модель корпоративного управління. Її формування й розвиток також пов'язані з надзвичайною роллю національного-історичного чинника. У

** Згідно з зазначеним Актом, у корпораціях з чисельністю зайнятих від 500 до 2 тис. чол. третина місць у наглядовій раді відводиться працівникам, при зайнятості понад 2 тис. чол. – половина [Міжнародні та національні стандарти

повоєнний період окупації американські спеціалісти з управління намагалися впровадити в Японії свою, американську систему управління корпораціями. Та, попри ініційовані ними юридичні нововведення, там закріпилася лише її особлива різновидність, яка більше тяжіє до німецької моделі.

Усе ділове життя Японії просякнуте ідеями служіння національним інтересам, державі. Тому корпорації там розглядаються не як незалежні системи, а як організації, яким держава дає можливість вести бізнес і навіть отримувати прибуток, але які зобов'язані служити суспільству й державі. Інакше кажучи, попри юридичні дефініції, корпорації сприймаються радше як елементи більш великої суспільної структури. Більшість представників тамтешньої ділової еліти – вихідці із самураїв. Слід зазначити, що згідно з конфуціанською традицією, поняття “прав особистості” японцями сприймається скоріш негативно, як вираз егоїстичних устремлінь людини, їх примату над національними ідеалами.

Власність у японських, як і в німецьких, корпораціях сконцентрована у фінансових інститутах та нефінансових корпораціях (див. табл. 3.2). В Японії, як і в Німеччині, великі пакети акцій купують переважно для зміцнення ділових зв'язків і дуже рідко ними торгують. Тому тамтешні корпорації відзначаються підвищеною спільністю інтересів усіх їх учасників. Це чітко засвідчують результати опитування працівників великих корпорацій п'яти провідних країн світу, представлені діаграмою 1. **(Вставити!)**

Японські корпорації пов'язані між собою перехресним володінням акціями й об'єднані у великі самодостатні, універсальні багатогалузеві економічні комплекси (сюдани). Стрижнем такої розгалуженої корпоративної структури виступає один із найбільших системних банків країни, який виконує роль основного джерела фінансування для об'єднання. Поширеним є також взаємне кредитування корпорацій. Суттєву роль у функціонуванні таких груп відіграють особиста унія, кланові та кастові зв'язки.

Провідні корпорації, яких у середньому налічується від 23 до 50 у кожному із шести наявних у сьогоднішній Японії сюданів [406, с. 82], у свою чергу, є головними (материнськими) компаніями великих промислових об'єднань (кейрецу), побудованих за принципом вертикальної інтеграції. Таким чином через перехресне й ланцюгове володіння акціями, системне фінансово-кредитне обслуговування та складну ієрархію управління формується жорстка система контролю, яка в доповненні з пануючою ідеологією забезпечує життєздатність цих мегаструктур. До того ж, держава не лише активно підтримує створення й діяльність таких структур, але й жорстко захищає їх цілісність від поглинань з боку іноземних компаній.

Існуючі в Японії традиції та особистісні цінності важливіші за мотиви збагачення, у тому числі шляхом перепродажу акцій. Тому, хоча фондовий ринок там і дуже розвинений*, його ліквідність є невисокою.

Японські корпорації віддають перевагу політиці низьких, але стабільних дивідендів навіть у періоди високої динаміки розвитку бізнесу. Це є ознакою слабкості позицій акціонерів у корпоративному управлінні. Так, за даними опитування, проведеного Японською асоціацією аудиторів у 1993 р., у 80% із 1106 обстежених компаній загальні збори акціонерів тривали менше, ніж півгодини, і лише в 3% компаній вони зайняли більше години. У 87% компаній на цих зборах акціонерами не задавалось жодного питання, а в 98% випадків не виступив жоден акціонер [407, с. 38].

“Свобода” японських менеджерів від акціонерів як номінальних власників бізнесу ґрунтується, передовсім, на особливостях фінансування корпорацій. Основним джерелом інвестицій для них є банківські кредити. Але, діючи в рамках консолідованих груп і отримуючи надійне з їх боку фінансування (навіть якщо заборгованість перевищує допустимі межі), корпорації, звісно, мають орієнтуватися не на високу норму прибутку й високі дивіденди, а на стійкий ріст компанії і стабільну зайнятість. Це – умова існування корпорацій та основний

* За показником капіталізації Токійська фондова біржа поступається лише Нью-Йоркській.

критерій ефективності управління ними. Рациональність цієї системи управління стає ще очевиднішою, коли зважити на те, що ціна позичкового капіталу в Японії за весь післявоєнний період свідомо (і за участю держави) підтримується на відносно низькому рівні (майже удвічі нижче, ніж у США) [408, с. 30].

Формальна структура правління японськими корпораціями аналогічна американській – вона унітарна. Проте рада директорів переважної більшості відкритих корпорацій в дійсності представлена не зовнішніми директорами як представниками інтересів акціонерів, а старшими службовцями компанії. І це при тому, що національне законодавство зовсім не регламентує представництва службовців у корпоративному правлінні, як це прийнято в Німеччині, але й не обмежує його надміру, як у США. Банки-акціонери зазвичай делегують своїх представників на нижчі посади для нагляду за обліком та для аудиту бухгалтерської звітності. Зате присутність представників уряду в раді директорів великих корпорацій стала загальноприйнятою нормою. Тому, як логічний наслідок цих особливостей формування ради директорів японських корпорацій, основне їх завдання полягає не в призначенні виконавчих керівників корпорації (як це прийнято в США), а в ухваленні рішень щодо стратегії корпоративного розвитку. Для зниження ризику опортуністичних дій менеджерів, пов'язаного з такою особливою роллю ради, існує інститут статутних аудиторів, незалежних від конкретної корпорації й наділених широкими повноваженнями, починаючи від перевірки фінансових звітів і закінчуючи вимогами призупинення діяльності керівництва у випадку порушень ним законодавства.

В інших країнах світу склалися системи управління корпораціями, які за своїми характеристиками перебувають *між* названими вище основними (полюсними) моделями, уподібнюючись якоюсь мірою до однієї з них. У цьому смислі можна сказати, що німецька модель, зокрема, діє, крім Німеччини, в Австрії, Швейцарії, Нідерландах, скандинавських країнах, частково у Франції й Бельгії. Розглянемо окремі з них, оскільки їм також притаманна деяка специфіка.

У Швеції корпорації практикують унітарне правління, але, на відміну від США, закон регламентує мінімальне представництво службовців у раді директорів, а кількість виконавців у ній зазвичай обмежується головним адміністратором.

В Італії унітарна система управління корпораціями сформувалася під впливом високого рівня концентрації власності в руках приватних осіб (сімей) та держави, а тому багато навіть великих компаній контролюється однією родиною й часто провідні акціонери самі здійснюють керівництво спільним бізнесом. При цьому широко поширені пірамідальні групи, створені на основі багатоступеневого володіння акціями. Причому контроль власника, що стоїть на верхівці піраміди, як правило, непропорційний величині контрольованих ним інвестицій [409, с. 1058]. В Італії, як і в деяких інших європейських країнах (Швеції, Фінляндії, Греції, Ірландії, Великобританії) відкриті корпорації випускають іменні акції.

У Нідерландах використовують подвійну систему правління корпораціями, але, на відміну від Німеччини, службовці не допускаються у наглядову раду, яка формується виключно із зовнішніх представників. Крім того, порівняно низький рівень правового захисту інтересів акціонерів компенсується наявністю високоліквідного фондового ринку [410, с. 1073].

У Франції вибір типу структури правління залишено за самими корпораціями. Проте законодавство встановлює, що до складу унітарного (найпоширенішого типу) правління мають входити 2/3 зовнішніх директорів, а до наглядової ради при подвійному правлінні – лише зовнішні представники [411, с. 79]. Застосування різних обмежень права голосу акціонерів, особливо при поглинаннях, дає менеджерам французьких компаній надійний захист від тиску з боку власників.

Додамо, що в системі корпоративного управління таких країн, як Німеччина, Нідерланди, Бельгія, Франція, Данія, функціонують також ради робітників, уповноважені брати участь у вирішенні окремих питань (кадрових, соціальних).

Таким чином, порівнюючи між собою основні системи корпоративного управління, що діють у країнах з ринковою економікою, можна помітити наявність сильних і слабких сторін, властивих кожній з них.

Англо-американська управлінська система зазвичай критикується за її надмірну орієнтованість на поточні приватні інтереси інвесторів, за гарантовану їм можливість безперешкодної “втечі” з товариства, за сприйняття ними корпорації, як помітив ще Дж. М. Кейнс, лише як “пакета акцій”. І дійсно, в США наразі активно обговорюється проблема правового захисту інтересів прямих інвесторів з тим, аби портфельні інвестори як біржові спекулянти не ставали перепорою в реалізації пропонованих ними довгострокових корпоративних стратегій. Крім того, об’єктом дедалі більшої критики у цій системі стає унітарна система правління. Багатьма емпіричними дослідженнями, зокрема [412; 413; 414], встановлено: головним недоліком ради директорів у цій системі є недостатній контроль за менеджментом, коли головний виконавчий директор очолює водночас і раду директорів, що дає йому змогу не тільки “приручити” її членів, а й, по суті, підібрати їх. На думку нобелівського лауреата з економіки Г. Беккера, головною перешкодою удосконалення управління американськими корпораціями стала “прийнята повсюди система захисту благоденства босів, усіх без винятку, незалежно від їхніх ділових якостей, і майже фатальна неминучість ярма бездарних керівників, позбавлення від яких рівнозначно чуду” [415, с. 4]. Як один із засобів проти опортунізму менеджерів, учений пропонує скорочення терміну укладання з ними контракту до 3-5 років. Правда, протягом останнього десятиліття, як стверджує Дж. Маршалл [413], намітились важливі тенденції до скорочення й урізноманітнення складу ради директорів, більшої незалежності її від менеджменту. Є ознаки еволюції функцій цього корпоративного органу в напрямку посилення контролю над менеджментом, а також надання консультативних послуг та формування стратегічної лінії поведінки корпорації.

Не менше критики адресується й німецько-японській системі управління. Традиційна закритість системи інсайдерів створює передумови для надмірної концентрації влади й корупції, для ігнорування інтересів дрібних акціонерів. Заслугує критики у ній також суперечлива роль банків, які, виступаючи водночас кредиторами й пайовиками, нерідко змушені поступатися власними принципами заради поліпшення справ у контрольованих ними корпораціях. Тісні стосунки

банків та корпорацій заважають і розвитку самих корпорацій у тому сенсі, що не дають змоги об'єктивно, з конкурентних позицій оцінити інвестиційні проекти. Вади цієї системи критики пов'язують також із надмірним втручанням держави в ринкові процеси, яке спричиняє обмеження конкуренції й зрештою втрату ефективності національною економікою. Утім, як зауважує М. Портер, такі дії держави щодо корпоративного розвитку деякий час можуть бути доволі ефективними для країн, що прагнуть наздогнати світових лідерів [416, с. 82].

Вивчення характеристик та особливостей національних систем корпоративного управління підводить нас до висновку, що причини та наслідки розвитку останніх суттєво залежать як від досягнутого рівня розвитку ринкових відносин, так і від прийнятої у тій чи іншій країні системи державного регулювання власності. Узагальнені результати новітніх досліджень з цієї проблеми засвідчують наявність трьох найпоширеніших концепцій [417, с. 153-154]:

1) Державне регулювання корпоративної власності, зокрема надійний захист прав інвесторів, є причиною дисперсії акціонерного капіталу, тобто лежить в основі протистояння “слабких власників” і “сильних менеджерів”.

2) Слабкий захист приватної власності спричиняє концентрацію корпоративної власності та формування складних (за схемами перехресного та пірамідального володіння акціями) систем контролю. Захищаючи свої інтереси від посягань з боку менеджерів, власники корпорацій змушені створювати великі блокуючі пакети акцій та використовувати свою владу непропорційно сумі інвестованого ними капіталу, або фактично прирошувати свою власність за рахунок міноритарних акціонерів.

3) Характер регулювання корпоративної власності визначається зовнішніми ринковими силами, тобто є результатом пристосування до потреб розвитку ринку, передусім, фондового ринку.

Ідеальної моделі корпоративного управління не існує, бо навіть у рамках кожної з основних систем, мабуть, так і не склалося бодай дві цілком однакові національні моделі. Тому слід наголосити на тому, що кожна країна, яка переходить до ринку, має можливість врахувати багатий світовий досвід під час

впровадження власної системи корпоративного управління. Однак реально кожна з таких країн може лише більш-менш адаптувати певні аспекти цього досвіду до своїх національних умов, а не прямо запозичити їх. Післявоєнний досвід Німеччини й Японії є, можливо, найкращим доказом цього. Усупереч спробам окупаційних властей силою закону ввести у цих країнах американську модель корпорації, у них реально сформувалися все ж свої корпоративні системи. Це також доводить ту істину, що підприємницьку корпорацію потрібно розглядати як продукт високого рівня цивілізованості суспільства, зокрема високої довіри й розвиненого почуття обов'язку щодо дотримання прийнятих усіма норм та угод.

У перехідній економіці постсоціалістичних країн система корпоративного управління ще тільки формується, зазнаючи впливу ринкових та позаекономічних факторів. До ключових факторів, що визначають національну специфіку корпоративного управління в умовах переходу до ринку, можна віднести:

- особливості політики та результатів приватизації у кожній країні;
- продовження боротьби за переділ власності (боротьба за корпоративний контроль);
- незадовільний стан нормативно-законодавчої бази та судочинства;
- низький ступінь конкуренції на ринках товарів та факторів виробництва;
- зародковий стан розвитку ринкової інфраструктури;
- самоусунення держави від управління своєю часткою корпоративної власності;
- особлива ментальність та низький рівень правової культури населення тощо.

Ключова проблема для постсоціалістичної корпорації – це проблема пошуку ефективного власника, чи стратегічного інвестора. Її титульними власниками в результаті приватизації стали громадяни, більшість із яких не мали ні знань, ні навичок корпоративного управління. Їх і інвесторами можна назвати лише умовно, адже у більшості випадків права власності їм дісталися безплатно чи за символічну плату. Працівники-власники акціонованих підприємств так і залишилися залежними від свого керівництва, а їхнє володіння титулами власності саме по собі

не відіграє майже ніякої ролі. Решту акціонерів склали в основному громадяни, які вклали свої майнові сертифікати, та інвестиційні посередники, які скуповували сертифікати й акції для керівників підприємств або ж самі виявилися неспроможними ефективно управляти акціонерним капіталом.

І все ж перехід акціонованих підприємств у режим приватного господарювання, як ми раніше з'ясували, відразу задіяв процеси перерозподілу й концентрації прав власності. У цих процесах є звичайна економічна логіка. З погляду корпоративного управління стало зрозумілим, що реальність контролю над акціонерним капіталом залежить від структури цього капіталу, чи його власників. Для того, щоб захистити права інсайдерів, потрібно відсікти небажаних акціонерів, а їх права зосередити у домінуючих акціонерів чи груп акціонерів зі спільними інтересами. Примітивність ринкових угод дозволила доволі легко реструктуризувати акціонерний капітал. У закритих корпораціях розправа сталася миттєво, у відкритих – переділ власності дещо затягнувся.

Другою причиною, що зумовлює необхідність концентрації прав власності у постсоціалістичній корпорації є слабкість законодавчо-судового захисту прав власності акціонерів. Як зазначалося нами раніше, керівники-власники акціонованих підприємств, зазвичай середніх за розміром, зосередивши у своїх руках контрольні пакети акцій, готові й далі їх нарощувати. Для розвиненої ринкової економіки не тільки суміщення керівником підприємства функцій його основного номінального власника*, а й узагалі така значна концентрація власності в одних руках є нонсенсом, адже в обох випадках відкриваються безмежні можливості для самозбагачення за рахунок використання інсайдерської інформації. Окрім того, утримування в одних руках надвеликого пакету акцій для самого власника представляється нераціональним, економічно безглуздим. Та у країнах, що розвиваються й переходять до ринку, така концентрація прав власності частково вимушено компенсує вади існуючої правової системи.

* Англо-американська модель корпорації не допускає перевищення частки менеджерів в акціонерному капіталі понад 3%, оскільки вважається, що після 5% зміщення їх з посади стає практично неможливим [123].

Багатьма емпіричними дослідженнями у десятках країн світу встановлено, що чим нижчий рівень економічного розвитку країни і чим недосконаліша у ній інституціональна система, тим вища концентрація корпоративної власності [418; 419; 420]. Адже, якщо стандарти бухгалтерського обліку низькі, правові механізми захисту власності й рівень дотримання законодавства незадовільні, то відповідно зростає ризик утрати капіталу для інвесторів. Потенційні інвестори покидають ринок капіталів, а дійсні власники нарощують свої права, побоюючись їх утратити взагалі в разі втрати контролю над компанією.

Однак у пострадянських країнах концентрація власності як реакція (адаптація) на незадовільний захист прав власності інвесторів має особливу модифікацію. Вона у багатьох випадках ініційована й здійснюється за участі керівників і власників корпорацій як спосіб узурпації економічної влади, тобто за рахунок порушення і/чи шахрайського позбавлення прав інших власників. Інакше кажучи, вона здійснюється переважно позаекономічними методами.

Концентрація власності тільки *в певних межах*, як засвідчують дослідження [325; 326], справляє позитивний вплив на ефективність корпоративного управління. Причому, це можливо за умови розвиненого ринку капіталів. Надвисока концентрація власності практично розв'язує руки таким власникам у розпорядженні акціонерним капіталом, зокрема у втручанні в фінансові та товарні потоки компанії з виведенням їх із-під контролю акціонерного загалу, у розпродажу чи здачі в оренду активів на шкоду інтересам всіх акціонерів. У такій ситуації свавілля по відношенню до прав і законних інтересів власників стає звичним явищем.

Тенденція перерозподілу прав власності на користь керівництва корпорації може бути ефективною для короткочасного періоду, щоправда, із багатьма застереженнями, зважаючи на нефінансовий характер акціонування підприємств та несприятливість макроекономічних умов приватного господарювання (неформальні зв'язки, корупція чиновництва, кримінальне оточення, прагнення потенційних “зовнішніх інвесторів” поставити під свій контроль фінансові й товарні потоки компанії тощо). Проте у довгостроковій перспективі така

специфічна модель корпоративних відносин за умов нестабільного законодавства й слабого правового регулювання може значно зашкодити розвитку повноцінної системи корпоративного управління й блокувати надходження так необхідних інвестицій. Симптоми цього зримі уже сьогодні.

Особливість постприватизаційної концентрації акціонерного капіталу, характерна для більшості індустріальних корпорацій, полягає у тому, що їх нинішні реальні власники, маючи владу в корпорації, не мають інвестицій і тому не здатні виконувати функції ефективних власників, чи стратегічних інвесторів. Тому така корпоративна структура, хоч і консервує на певний час застарілий стиль та методи управління, все ж під тиском ринку є нестійкою і приреченою на подальший переділ. Отже, продовження процесів перерозподілу й концентрації прав власності у корпораціях вказує те, що об'єктивно, під впливом ринкових умов господарювання пошук корпораціями ефективного власника триває.

Специфіку перехідній моделі корпоративного управління, передусім у пострадянських країнах, задає також психологічна неготовність більшості акціонерів до передачі управлінських повноважень тим особам, які мають відповідну освіту, досвід та підприємницький хист, до пошуку менеджерів через ринок. Така недовіра до ринку менеджерів, з одного боку, коріниться в ментальних особливостях пересічного акціонера, а з іншого, – є проявом адаптації передусім великих власників до правового поля, у якому чимало прогалин, суперечностей, а відтак проблем із захистом прав власності. Великий власник не може цілком покласти на найманого менеджера, не втручаючись у процес поточного функціонування корпорації, через надвеликий ризик щодо своїх прав власності. Між тим, недовіра до інституту найманих менеджерів суперечить економічній і правовій природі корпоративної форми підприємництва, унеможлиблює її повноцінний розвиток.

Системний характер проблем у сфері корпоративного управління проявився і в гострому дефіциті професійних управлінців. Хоча ринок уже й переповнений дипломованими фахівцями економічного профілю, а проте, відшукати власникам

капіталу справжнього менеджера за сучасними мірками, передусім з такими рисами, як бездоганна репутація, соціальний статус, доволі проблематично.

Перед корпоративним управлінням у перехідній економіці, стверджують західні експерти, стоїть дві вузлові проблеми [400, с. 310]:

1) забезпечити менеджерів стимулами до реструктуризації підприємств, застерегти їх від подальших крадіжок майна, а також швидко замінити їх у випадку професійної непридатності;

2) забезпечити залучення гостро необхідного капіталу для фінансування реструктуризації й технічного оновлення виробництва.

Наша позиція тут полягає у тому, що процес появи у корпораціях ефективного власника, дійсно, спроможного забезпечувати зміцнення їх конкурентних позицій та привабливість для наявних і потенційних інвесторів, необхідно максимально прискорити. Це можливо шляхом стимулювання ринкової конкуренції, здійснюваного, насамперед, за рахунок удосконалення системи оподаткування, демонополізації економіки, заохочення дрібного й середнього підприємництва, а також надійного правового захисту прав інвесторів та дії інституту банкрутства щодо порушників контрактних угод.

Органи корпоративного управління функціонують у більшості випадків незадовільно. Збори акціонерів часто проводяться з численними порушеннями процедури, нерідко з абсолютним ігноруванням прав власників, навіть власників значних пакетів акцій. Роль наглядових рад керівниками й фактичними власниками корпорацій часто зведена до формальності. Особливо показовою у цьому відношенні є українська корпорація (див. додаток М). Чинний в Україні як основний поки що Закон “Про господарські товариства” практично повністю довіряє визначення функцій наглядової ради самим власникам, а точніше мажоритарним акціонерам. На практиці у наглядових радах корпорацій, утворених на ниві приватизації, фактично немає місця міноритарним акціонерам і незалежним директорам, як це прийнято у країнах з ринковою економікою. Тому цей орган, по суті, не працює як механізм збалансування корпоративних інтересів.

Така, майже повна лібералізація корпоративного управління у перехідний період сприяє лише дискредитації інституту корпорації. Держава, по суті, забезпечує спокійне життя керівників приватизованих підприємств, не допускаючи до головного контрольного органу представників підприємств-суміжників, кредиторів, громадськості тощо. Відтак навіть придбання значного пакета акцій ще не гарантує права на реальний контроль за використанням капіталу. Крім того, мажоритарний принцип обрання наглядової ради не дає жодних шансів розпорощеним дрібним власникам персонально представляти свої інтереси у цьому органі.

Таким чином, можна стверджувати, що дієвість прямих (внутрішніх) механізмів корпоративного контролю, які, за висловом М. Дженсена, мають формувати “систему раннього попередження” [421], залишається вкрай низькою й формальною. І в цьому пряма провина держави, яка, як показує світовий досвід, покликана урегульовувати ключові питання внутрікорпоративних відносин із тим, аби захистити права власності своїх громадян від будь-якої спокуси їх узурпації кимсь. То ж самоусунення держави від виконання своїх функцій, а точніше кажучи, привласнення реальними власниками переділеного суспільного капіталу й самої держави як суспільного органу, має своїм наслідком значне спотворення внутрішніх механізмів контролю в системі корпоративного управління.

Ринок капіталу, як ми з’ясували, в принципі є ефективним контролюючим корпоративний менеджмент механізмом, однак лише за умов розвиненої ринкової системи й цілеспрямованого підходу до формування державою певної моделі корпоративного управління, надійного захисту прав власності. Адже чим ліпше специфіковані й гарантовані права власності, тим менші ризики на ринку капіталів [30; 31]. Фондовий ринок за умови чіткої специфікації приватної власності стає, по суті, ринком корпоративного контролю. Проте постсоціалістичне суспільство на початку трансформаційного процесу приречене на інвестиційний голод й, очевидно, тривалий пошук джерел капіталотворення, вимушене проходження етапу первісного накопичення капіталу. Тому становлення ринку акцій як, власне, корпоративного ринку є похідним від економічної трансформації і з цієї причини

ця важлива ланка ринкової інфраструктури нині майже виключена із системи корпоративного управління в Україні.

Конкуренція на ринках товарів і факторів виробництва справляє революціонізуючий вплив на технологію й організацію виробництва, але її слід розглядати лише як дисциплінуючий засіб “останньої інстанції” (загроза банкрутства). У перехідній економіці цей потенційний механізм корпоративного управління також занадто слабкий, інституціонально обмежений та спотворений.

Отже, відверто кажучи, механізми корпоративного управління й контролю, включаючи правову і регулятивну системи, в сучасних умовах формування ринкових відносин перебувають у зародковому стані, а деякі з них узагалі відсутні. Тому цілком справедливою видається нам оцінка деяких науковців, що модель управління як корпоративна в Україні не працює [341, с. 14].

Втім, експерти Інституту порівняльного правознавства Макса Планка (Гамбург, ФРН), вважають, що країни Центральної й Східної Європи, а також Балтії, рухаються в напрямку до німецької моделі корпоративного управління, тоді як у країнах СНД складається тенденція правового регулювання корпоративних відносин за американським взірцем [422]. Нам представляється, що наразі ще важко однозначно стверджувати, якою є головна тенденція у формуванні національної системи корпоративного управління в пострадянських країнах – тяжіє вона в процесі свого становлення до англо-американської чи континентально-європейської моделі. Доволі слабкими залишаються основні механізми як внутрішнього, так і зовнішнього контролю за станом корпоративного менеджменту, не спроможні для цього поки що ні фондовий ринок, ні фінансові утсанови. Не завершені ще у багатьох корпораціях процеси концентрації власності й контролю, не завершена приватизація державної власності. До того ж, досить поверхово законодавчо відпрацьовані всі надзвичайно складні і суперечливі відносини корпоративної власності.

Реалізована тут модель масової приватизації, схвалена й підтримувана міжнародними фінансовими інститутами, базованими в США, дійсно, орієнтувала первісно розвиток корпоративного управління у напрямку англо-американської

моделі. Серед ознак такої орієнтації можна виділити масовість участі в акціонерній власності, первісна розпорошеність часток акціонерного капіталу більшості створених корпорацій, обмежена законом участь в акціонуванні підприємств комерційних банків тощо. Щодо підключення до корпоративного сектора фондового ринку як виключно важливого для цієї моделі управління, то концептуально передбачалося, що такий неодмінно має з'явитися через розпорошеність акцій серед населення. Навіть корпоративна законотворчість у країнах СНД (крім України, де вона заблокована до сих пір) на хвилі ейфорії була спрямована у бік якомога повнішого оформлення прав акціонерів. Росія перейняла з-за океану і унітарну систему корпоративного правління (раду директорів).

Однак постприватизаційні реальні (економічні) зміни у корпоративному секторі внесли істотні корективи у формування реальної системи управління. Одразу почалася швидка реструктуризація й концентрація корпоративної власності, скорочення частки індивідуальних власників й збільшення частки інституціональних інвесторів, у тому числі нефінансових. Спостерігається тенденція формування контрольних пакетів акцій для розвитку стійких бізнес-зв'язків із конкретними суб'єктами господарювання, посилюється формальна й неформальна роль банків у вирішенні проблем акціонованих підприємств. Найбільші й найперспективніші підприємства шляхом взаємного володіння акціями та неформальними зв'язками втяглися у потужні бізнес-групи (фінансово-промислові групи, холдинги, альянси тощо). Вторинний фондовий ринок для абсолютної більшості корпорацій не має істотного значення. Порушення ключових прав акціонерів стало масовою практикою. Таким чином, тут простежуються радше ознаки руху в бік континентально-європейської моделі корпоративного управління, але це поки що зовнішні враження.

Насправді ж, наприклад, в Україні тепер маємо доволі специфічну, а отже, перехідну модель корпоративного управління, основними рисами якої є такі:

- нерозділеність фактичних відносин власності й управління;
- аморфність і штучна заплутаність формальної структури корпоративної власності;

- використання механізмів тіньового перерозподілу власності;
- спотворена ідеологія корпоративної власності: власність акціонерів розглядається тільки як зобов'язання бути інвестором, ігноруються права та витісняються пасивні власники;
 - замість виплати дивідендів усім акціонерам домінуючі власники забезпечують особисті вигоди шляхом контролю фінансових потоків корпорації;
 - відсутність правового захисту приватної власності акціонерів;
 - формальна роль представницьких органів корпоративного управління й контролю (наглядової ради, ревізійної комісії);
 - відсутність у більшості приватизованих і корпоратизованих підприємств повноцінних акцій;
 - інформаційна непрозорість фінансово-господарської діяльності корпорацій тощо.

Утвердження такої спотвореної моделі корпоративних відносин означає тривале відтворення умов для конфлікту інтересів та зневажання прав акціонерів. Українська розбалансована система корпоративних відносин, яка уможлиблює непередбачувану поведінку керівників корпорацій, звичайно ж, стримує необхідні реструктуризаційні процеси на мікрорівні, відтворює гірші риси збанкрутілої адміністративно-командної системи господарювання.

Для формування ефективної системи корпоративного управління необхідно, насамперед, створити правові механізми захисту прав власності й дієву систему виконавчого права. Це дасть змогу розблокувати корпорацію, створить важливу економіко-правову передумову для прийняття акціонерами самостійних економічно виважених рішень щодо володіння титулами власності, адже втягнення останніх у ринковий обіг матиме своїм результатом динамічне встановлення її реальної вартості. Кепські результати господарювання, доповнювані зневажанням законних прав та інтересів власників, обернуться зниженням ціни акцій, відкриваючи таким чином можливість для зміни структури капіталу й слідом за нею корпоративного менеджменту. Стосовно того, що теперішні керівники корпорацій постаралися убезпечити привласненням значних пакетів акцій займані

ними командні висоти, то, як представляється, під тиском ринково-конкурентного середовища, що змінюється, їм доведеться все ж таки вийти на ринок акціонерного капіталу, погодившись на розширення кола співвласників корпорації, тобто, як мовиться, грати за “правилами ринку”.

Слід підкреслити, що, хоча держава відіграє центральну роль у формуванні правового, інституціонального й регуляторного клімату, в якому створюються певні системи корпоративного управління, основна відповідальність за стан останніх залишається за самими корпораціями та їх учасниками. Піклуючись про забезпечення чи підтримання свого інвестиційного іміджу в умовах все більш загостреної конкурентної боротьби та, переслідуючи довгострокові цілі, корпорації, як показує світова практика, проявляють зацікавленість в удосконаленні системи корпоративного управління, у створенні прозорих та ефективних механізмів функціонування акціонерної власності. Тому, враховуючи особливу практичну значущість даної проблеми для усіх зацікавлених у діяльності корпорацій учасників, включаючи й уряди, Організацією економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) у травні 1999 р. були прийняті Принципи корпоративного управління, тобто основні елементи режиму ефективного управління акціонерною корпорацією.

Згідно з базовими принципами ОЕСР, чи міжнародними стандартами, система корпоративного управління повинна:

- 1) захищати права акціонерів;
- 2) забезпечувати однаково справедливе ставлення до всіх акціонерів, включаючи дрібних та іноземних. Усі акціонери мають мати можливість вдаватися до ефективних засобів захисту в разі порушення їхніх прав;
- 3) визнавати передбачені законодавством права зацікавлених осіб та заохочувати активне співробітництво між корпораціями та зацікавленими особами у створенні добробуту, робочих місць та стійкості фінансово успішних підприємств;

4) забезпечувати своєчасне й точне розкриття інформації з усіх найважливіших питань діяльності корпорації, включаючи її фінансовий стан, продуктивність, власність і управління компанією;

5) забезпечувати стратегічне управління компанією, ефективний контроль за адміністрацією з боку наглядової ради, а також відповідальність цієї ради перед компанією та акціонерами.

І хоча, звісно, ці принципи не мають обов'язкового характеру, проте приватні суб'єкти господарювання змушені усвідомлювати їх важливість, зважаючи на сучасні могутні інтеграційні процеси та високу мобільність руху капіталу. Прагнення як інвесторів, так і емітентів акцій працювати на світових ринках капіталів зумовлює необхідність прийняття загальних стандартів та цінностей, як наприклад, підвищення капіталізації компанії для акціонерів, забезпечення конкурентного рівня доходу на одну акцію, демократизації системи управління компанією тощо. Глобалізація товарних ринків та революція в області засобів зв'язку й телекомунікацій також справляють оновлюючий вплив на форми корпоративного управління. Особливо це помітно у зменшуваній залежності компаній від специфічних для них постачальників товарів і послуг, виробнича кооперація з якими раніше потребувала закріплення відносинами власності й контролю. Наразі з'являється можливість переглянути доцільність участі в акціонерному капіталі традиційних партнерів і зосередитися на отриманні прибутку для своїх безпосередніх акціонерів. Та навіть якщо окремі корпорації й не покладаються вирішальною мірою на іноземні джерела інвестування, прихильність до практики ефективного корпоративного управління сприяє зміцненню довіри з боку внутрішніх інвесторів, зменшенню вартості залучуваного капіталу й, зрештою, стабілізації потоків капіталу.

Розробка та популяризація міжнародних стандартів корпоративного управління, цілком очевидно, є проявом загальносвітової тенденції до уніфікації моделей корпоративного управління, розвитку німецької та японської корпоративних систем у напрямку їх зближення з американською моделлю. Це можна пояснити тим, що остання є більш відкритою, чутливою до викликів

зовнішнього середовища й дає більше можливостей для зростання конкурентооможності економіки.

По-перше, вона виявилася найбільш адекватною сучасним процесам глобалізації господарської діяльності та їх основному рушієві – транснаціональним корпораціям. Транснаціональні корпорації, число яких зростає, найменш залежні від національних особливостей країни основного базування й більше орієнтовані на специфіку ринків.

По-друге, корпорації різних країн усе частіше розміщують свої активи на найбільш ліквідних фондових ринках, передусім США, а значить стають більш прозорими, залежними від ринку корпоративного контролю*.

По-третє, корпоративні злиття й поглинання стали транснаціональним явищем. На цій основі радикально змінилася структура цілих галузей економіки, зокрема нафтовидобувної, автомобільної, авіаційної, аерокосмічної тощо. Звичайно, корпорації, створені в результаті злиття кількох різнонаціональних компаній, організаційно орієнтовані на американську систему управління.

По-четверте, регіональні інтеграційні процеси, як наприклад, створення ЄС, зумовили необхідність уніфікації корпоративного законодавства, тобто, з одного боку, зняття формально-правових перепон ринково-конкурентним силам, а з іншого, – створення економіко-правових передумов захисту інтересів приватних власників. Знову ж таки, по суті, йдеться про визнання діловим світом у цілому переваг відкритої системи управління корпораціями.

Отже, якщо узагальнити чинники стійкості та порівняльної ефективності англо-американської моделі корпоративного управління, уніфікації на її принциповій основі інших систем, то можна зробити висновок, що всі вони мають під собою економічне підґрунтя – визнання необхідності забезпечення реалізації

* Унаслідок активізації діяльності на фондовому ринку, особливо іноземного капіталу, капіталізація ринку протягом 90-х рр. зросла в Німеччині на 258%, у Франції – 364%, тоді як у Великій Британії – на 207%. Великі корпорації диверсифікують джерела фінансування, все частіше звертаючись до ринку акцій. Більша відкритість компаній сприяє посиленню ринкового контролю за ними. Свідченням тому стали корпоративні захвати, зокрема, у Німеччині компанією “Vodafone” компанії “Mannesmann” та “Krupp-Hoesch” компанії “Thyssen” [Ранверсе Ф. Рыночное посредничество и финансирование предприятий через рынок акций // Проблемы прогнозирования. – 2003. – №5. – С. 115-126].

прав власності, захисту інтересів акціонерів, які довіряють корпораціям розумно й ефективно використовувати їхні кошти.

Початок запровадження постсоціалістичними корпораціями *ефективних* систем корпоративного управління, як показує досвід, пов'язаний, головним чином, із залученням іноземного капіталу. Іноземці, звісно, все ще вичікують: отримання за акціями благополучних західних компаній вельми скромного доходу (в середньому 2-3% річних) важко навіть порівняти з ризиком інвестицій у пострадянську економіку, хоч активи у ній наразі найдешевші за вартістю і в перспективі їх капіталізація обіцяє значний ріст. Нерозмежованість прав власності й функцій управління корпоративним капіталом, рентоорієнтоване мислення контролюючих власників та відверта зневага до решти акціонерів даються взнаки на внутрішньому й зовнішньому ринках капіталу. Корпоративні цінні папери позбавлені попиту, перекритий доступ до дешевих і довгих позик. До того ж, маючи “заплямовану” репутацію, керівники й власники компаній позбавляють себе можливості стати рівноправними членами західної підприємницької спільноти, наприклад, бути запрошеними на щорічний Давоський економічний форум. Вагомість цих очевидних і невикористовуваних переваг стає, таким чином, чинником вимушеного усвідомлення власниками провідних корпорацій не вигідності квазікорпоративного управління та дріб'язкової боротьби з міноритарними акціонерами й аутсайдерами, оскільки забезпеченням легітимізації й прозорості власної діяльності, виплатою дивідендів у декілька разів збільшуються капіталізація компанії та її сукупні прибутки.

У Росії першою відважилася на поворот до цивілізованого ведення бізнесу корпорація “ЮКОС” – раніш одна з найменш “прозорих” компаній, котра перебувала у стані перманентної війни з дрібними акціонерами. Плануючи розмістити свої акції на Нью-Йоркській фондовій біржі, вона оголосила новий корпоративний кодекс, за яким у раду директорів увійшли авторитетні іноземці, навіть фінансовим директором призначено іноземного фахівця; регулярно оприлюднює звіти; розсекретила список своїх головних акціонерів та їх прибутки; двічі на рік виплачує дивіденди. У підсумку за півтора роки вартість акцій

“ЮКОСа” зросла утрічі й компанія стала ще могутнішою [423, с. 31]. Це викликало хвилю інтересу в російському бізнесі до загальноприйнятих стандартів корпоративного управління. Деякі з великих компаній для “очищення” свого бізнесу на керівні посади запросили знаних фахівців (фінансовим директором “Сибірського алюмінію”, наприклад, став відомий економіст О. Лівшиць), звернулися за послугами до міжнародних аудиторських фірм. І таких прикладів поважного ставлення до норм корпоративного управління, вважає акад. А. Аганбегян, у Росії вже чимало [424, с. 14].

То ж, як бачимо, попит на цивілізоване корпоративне управління з’являється тоді, коли під тиском конкуренції реальні власники корпорацій починають усвідомлювати стратегію розвитку, а відтак і нагальність потреби в інвестиціях, яку не можна задовольнити на внутрішньому ринку капіталів. Проте нині, відчуваючи нагальну потребу у залученні зовнішніх інвестицій, вітчизняні власники корпорацій з острахом сприймають ту істину, що рано чи пізно їм доведеться поділитись чи поступитись місцем в управлінні акціонерним капіталом. У цьому їм подають наочний приклад усі, без виключення, колишні засновники корпорацій у розвинених країнах. Їхнє відсторонення від безпосереднього управління спільним капіталом відбувається в разі дефіциту або управлінських навичок, або власних фінансових ресурсів, потрібних для збереження своєї частки у статутному капіталі компанії щораз при кожній емісії акцій. Іншими словами, цей процес є об’єктивним, діалектичним, таким, що символізує новий етап розвитку відносин власності в корпорації. Але, з іншого боку, попри скорочення частки прав власності колишніх засновників, у результаті своєчасного залучення інвестицій та поліпшення корпоративного менеджменту відкриваються можливості підвищення рівня капіталізації компанії, а отже й доходів усіх її власників, у тому числі й нащадків засновників.

В Україні розробка й запровадження кодексів корпоративного управління ще тільки розпочинається. Першою крок у цьому напрямку на початку 2004 р. зробила корпорація – ВАТ “Концерн Галнафтогаз” [425]. Інша корпорація – “Ukrproduct Group” спромоглась таким чином першою серед українських компаній на початку

2005 р. вийти на Лондонську фондову біржу й залучити 6 млн. фунтів стерлінгів інвестицій [426]. Отже, процеси корпоративного розвитку в перехідній економіці набувають все більше цивілізовані форми, хоча і повільно через зазначені вище переважно об'єктивні причини. Також інвестиційна компанія “XXI вік” вийшла.

Та навряд чи доводиться сподіватися на райдужне майбутнє корпоративного управління у постсоціалістичному світі. Проблеми залишаються навіть у країнах із розвиненою ринковою економікою і причому чималі. Публічний судовий процес над керівництвом “Enron” поклав початок глобальній кризі довіри інвесторів до корпоративного сектора. Впевненість у тому, що великі відкриті корпорації є такими собі бастіонами відкритості, прозорості й чесності, розвіялася й перейшла в розряд міфів. Стало зрозуміло, що система стримувань і противаг у корпоративному управлінні сама по собі не працює, а відтак потрібен контроль з боку суспільства. “У XXI столітті, – застерігає Дж. Гелбрейт, – суть корпорації не зміниться і люди повинні її краще уявляти, аби бути в змозі контролювати діяльність керівників підприємств” [427]. Конфлікти інтересів, зауважує зі свого боку Дж. Стігліц, існуватимуть завжди, і суспільство в змозі пом'якшити їхні наслідки шляхом розвитку чутливості до них, усвідомлення викликаних ними спотворених стимулів, насадження правових обмежень та викриття злочинів [428].

Однак корпоративні проблеми не можуть ставити під сумнів доцільність цієї економічної форми. Навпаки, вони скоріш дають нам зрозуміти, що суспільство, яке здатне адекватно реагувати (не бути байдужим) на проблеми свого розвитку, у тому числі в корпоративному секторі економіки, зможе їх і вирішити.

* * *

Зробимо висновки за результатами нашого дослідження, викладеними у четвертому розділі.

У сучасний період створення рівних умов для всіх суб'єктів господарювання набуває виключно важливого значення. Лише конкуренція спроможна подолати негативні наслідки політичних рішень і прорахунків, допущених при проведенні приватизаційної кампанії. Для забезпечення ефективності діяльності підприємств

корпоративного сектора, їх зацікавленості у використанні організованого фондового ринку та дотриманні загальноприйнятих норм корпоративних взаємовідносин в сучасних умовах конкуренція повинна стати пріоритетом державної економічної політики. Держава має визнати, що якщо й існує “секрет” ринкової економіки, то він полягає не в приватній власності, а в конкуренції. Тому у системоформуючих функціях держави в постприватизаційний період акцент необхідно змістити з приватизації на формування конкурентного середовища. Необхідною умовою формування в Україні конкурентоздатного корпоративного сектора є демократизація політичної влади і реалізація принципу верховенства права.

Входження корпорації в ринково-конкурентне середовище змушує її власників та керівників зайнятися реструктуризацією підприємства, головне завдання якої полягає у перетворенні їх у підприємницькі структури, для яких інноваційний тип відтворення став би ключовим принципом господарювання. Позитивне вирішення цього завдання потребує, насамперед, зміни стилю, форм та методів внутрігосподарського управління підприємствами. По суті, така реструктуризація для більшості підприємств носить революційний характер.

Вихід корпорації на ринок капіталу зобов’язує постійно дбати про підвищення й підтримування високого рівня своєї капіталізації як засобу здешевлення позики та успішної реалізації акцій. Основними шляхами підвищення капіталізації ринково орієнтованої корпорації, на наш погляд, є такі:

- раціоналізація структури корпоративного капіталу з огляду на джерела його формування;
- забезпечення ефективного використання капіталу;
- проведення ефективної дивідендної політики;
- запровадження ефективної системи корпоративного управління.

Досвід корпорацій, які активно виходять на зовнішній товарний ринок, показує, що посилення конкуренції, жорсткість вимог замовників змушує корпоративний менеджмент підходити до питання капіталізації компанії більш широко, комплексно, включати у її оцінку також критерій значущості,

затребуваності компанії (продукції) на світовому ринку. Велику капіталізацію може мати навіть тимчасово збиткове підприємство, якщо воно швидко зростає, модернізується, освоює новий ринок. Аби досягти цього необхідно цілеспрямовано управляти процесом підвищення капіталізації корпорації, а це означає необхідність перебудови системи корпоративного управління на інноваційній основі.

Процеси концентрації капіталу та стан ефективності його використання перебувають під безпосереднім впливом процесу формування ефективної системи корпоративного управління. Корпоративне управління як система взаємовідносин суб'єктів корпорації віддзеркалює наслідки триваючих трансформаційних процесів й тому залишається невизначеним, непрозорим і нестійким. У цьому зв'язку постановка питання вибору адекватної умовам України корпоративної моделі представляється передчасною і методологічно некоректною. Це остаточно визначить еволюційний розвиток економіки. Важливим є інше – чітке усвідомлення політиками й господарниками сутності та значення відносин корпоративної власності в сучасній економічній системі і, відповідно, відведення їм належного місця в стратегії поглиблення ринкових трансформацій.

РОЗДІЛ 5

РОЛЬ ДЕРЖАВИ В ЗАБЕЗПЕЧЕННІ ЕФЕКТИВНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА УКРАЇНСЬКОЇ ЕКОНОМІКИ

5.1. Формування державного сектора економіки та забезпечення ефективних механізмів управління корпоративною власністю держави

Важливою умовою ефективного функціонування й розвитку сучасної індустріально розвиненої економіки, як показує світовий досвід, є активна й широка за формами та засобами участь держави у вирішенні комплексу соціально-економічних, організаційно-економічних, інвестиційно-інноваційних та інших питань, так чи інакше пов'язаних з економічною сферою життєдіяльності

суспільства. Здійсненням своїх економічних функцій держава об'єктивно покликана, з одного боку, підтримувати й полегшувати функціонування ринкової системи, а з іншого, – підсилювати та модифікувати її дію відповідно до умов економічного й соціально-політичного розвитку суспільства. В узагальненому вигляді велика різноманітність цих функцій зводиться, за визначенням П. Самуельсона, до забезпечення трьох ключових функцій: ефективності, стабільності та справедливості [429, с. 110].

Функції держави по підтриманню й полегшенню дії ринкової системи саморегулювання економіки полягають:

а) у забезпеченні ефективного правового режиму діяльності суб'єктів господарювання (наданні законного статусу приватним підприємствам, специфікації прав приватної власності й гарантуванні виконання контрактів);

б) у встановленні законних “правил гри” як для економічних агентів, так і для державних та громадських регулюючих інститутів (системи оподаткування, кредитування, ведення обліку та звітності тощо);

в) у захисті конкуренції від негативних наслідків монополізації економічної сфери (антимонопольна діяльність, захист прав споживачів).

Функції держави по підсиленню та модифікації ринкового механізму реалізуються:

а) через політику перерозподілу доходів та ресурсів (через податки, трансферти, фіксовані ціни, штрафні санкції), здійснювану з метою соціального захисту населення, матеріальної підтримки певних категорій виробників (фермерів, працюючих інвалідів тощо), захисту довкілля;

б) шляхом макроекономічного регулювання економіки з метою її стабілізації (з допомогою бюджетних та кредитних важелів контроль за рівнем зайнятості, інфляції, стимулювання економічного росту);

в) проведенням ефективною зовнішньоекономічної політики.

Однією з форм економічної діяльності держави, підпорядкованих досягненню названих вище цільових функцій, слугує державна власність на підприємства по виробництву товарів та послуг. Ця власність виникає двома шляхами: по-перше,

шляхом створення нових підприємств виключно або частково за рахунок бюджетних коштів; по-друге, шляхом націоналізації або придбання частини акцій існуючих приватних компаній.

Роль держави як самостійного господарюючого суб'єкта різна в різних країнах: традиційно мінімальна для США та Японії (питома вага державної продукції у національному доході США в середині 80-х рр. складала – 1-2%)* і значна для країн Західної Європи (у ФРН – 7%, Італії – 12%, Швеції – 14%, Австрії – 26%) [430, с. 131]. Між тим, порівнюючи між собою державні сектори різних країн у галузевому розрізі (див. додаток Н), ми бачимо, що сфера державних (національних) інтересів у сучасній ринковій економіці, як правило, включає:

- підприємства виробничої інфраструктури, які хоч і малоприбуткові, а проте, необхідні для функціонування всієї економіки (комунальне господарство, поштовий і провідний телефонний зв'язок, залізниця тощо);
- деякі капіталомісткі галузі, пов'язані з науково-технічним прогресом (радіо- і телевізійна індустрія, електроніка, авіація, сфера фундаментальних наукових досліджень тощо);
- капіталомісткі традиційні галузі, розвиток яких має стратегічне значення для національної економіки та безпеки держави (вугільна промисловість, енергетика, металургія тощо).

Організаційно власність сучасної держави як виробника й підприємця функціонує у наступних формах:

- *казенних підприємств*, створюваних на підставі спеціальних законодавчих актів, без поділу капіталу на частки (акції), майново не відокремлених від державної казни, позаяк їхні доходи й витрати безпосередньо включаються до бюджету;

* Слід зазначити, що у зіставленнях часток державної власності у ВВП різних країн зазвичай оперують даними щодо підприємств, віднесених лише до загальнодержавного рівня. Однак у даному випадку коректно, на наш погляд, враховувати специфіку федерального устрою країн, додаючи до державного сектора й економічну діяльність держави на рівні місцевих органів самоврядування. За такого підходу державне виробництво загалом, наприклад, у США наразі сягає 12% національного продукту [212, с. 54].

– *державних публічних корпорацій*, тобто акціонованих підприємств із повністю державним чи змішаним капіталом, у яких, однак, державна частка є переважаючою й які діють за нормами приватного (комерційного) права;

– *державних корпоративних прав (часток і паїв) у приватних акціонерних корпораціях* зі змішаним капіталом, у якому участь держави є незначною й не дає права контролю над усією корпорацією.

У більшості країн із розвинутою ринковою економікою напрацьовані дійові механізми управління державною власністю у виробничій сфері. Казенні підприємства зазвичай підзвітні парламенту, їхня діяльність через певні форми (наприклад, призначення керівників, надання субсидій) контролюється урядом, зокрема міністерством фінансів. Їх зовсім небагато (виготовлення грошових знаків і державних нагород, утримування апарату державної влади, зберігання арсеналу, дослідно-конструкторські розробки високотехнологічної продукції оборонного призначення тощо). Державні публічні корпорації підпорядковуються галузевим міністерствам, які регламентують основні аспекти їхньої діяльності, що стосуються, наприклад, збереження, нарощування та ефективного використання державного капіталу, цінової політики, призначення та звільнення вищого керівництва (виконавчої дирекції, наглядової ради). Разом з тим, вони наділені статусом юридичних осіб, господарюють на умовах повної комерційної свободи, що звільняє державу від прямої майнової відповідальності за їхні зобов'язання перед іншими суб'єктами ринку. Державні публічні корпорації – найтипівіша форма державної власності. Управління корпоративними правами держави в змішаних корпораціях деяких країн зосереджено у спеціальних міністерствах, які управляють через інститут представництва, а в Італії та Іспанії, де держава володіє великими частками власності та ще й у багатьох корпораціях, управління державною корпоративною власністю покладено на державні холдингові компанії. У цьому випадку держава впливає на поведінку господарюючих суб'єктів через систему участі, тобто використовуючи акціонерні права та механізми їх реалізації.

Власність держави в розвиненій системі корпоративного підприємництва за сучасних умов є значною. Однак енергійними заходами різних країн її частка у

виробництві впродовж останніх двох десятиліть дещо знизилась. Натомість колишніх рішучих дій по націоналізації цілих галузей промисловості, акценти змінилися на користь приватизаційних процесів. Такі зміни чітко вказують на те, що об'єктивно існують *межі* безпосереднього втручання держави у виробництво, задані ринковими механізмами, і проблема полягає у їх визначенні щодо конкретних форм та методів державного впливу.

Суперечлива роль держави у виробництві залишається у центрі дискусій науковців та політиків. Питання поставлено так: чи може державне підприємство поводитися так само ефективно, як і приватне; чи обов'язково державі бути власником (акціонером) комерційної компанії?

Державні підприємства істотно відрізняються від приватних, передусім тим, що вони у більшості випадків залежні від державних структур. Негативним наслідком такої залежності, на думку багатьох економістів, стає послаблення системи стимулів їхньої поведінки, як організаційних, так і індивідуальних. Це проявляється у тому, що їм не загрожує банкрутство і тому, звичайно, не доводиться турбуватися про свою конкурентоздатність, оскільки вони працюють зазвичай на держзамовлення й користуються фінансовими пільгами (в оподаткуванні, кредитуванні тощо). Крім того, гарантована фінансова підтримка робить адміністрацію державних підприємств надто піддатливою до вимог профспілок. Водночас уряд не спроможний контролювати достатньою мірою усі аспекти діяльності своїх підприємств. Тому, внаслідок штучного відгороджування від конкуренції, підприємства, що перебувають у державній власності, як вважають теоретики, стають порівняно неефективними*, мають роздутий штат працівників, не проявляють належної зацікавленості у впровадженні новаторських методів у розробку товарів та послуг, які могли б краще задовольняти потреби споживачів.

Порівнюючи між собою підприємства, одні з яких контролюються безпосередньо державою як власником, а інші – в основному ринком, варто зважити і на специфіку стимулювання державних службовців. Хоча платня

* За деяким даними, в Англії витрати виробництва на державних підприємствах в середньому на 30%, а в США на 20% вищі, ніж на приватних підприємствах [158, с. 260].

менеджерів державних підприємств зазвичай слабо прив'язана до фінансових результатів діяльності підприємств, привабливість їх посад компенсується високим ступенем гарантії зайнятості, чи відсутністю суворих стягнень за низький професіоналізм і недбале виконання обов'язків. Звичайно, роль індивідуальних стимулів вельми важлива, але підкреслимо: вони все ж тільки частково визначають мотивацію державних службовців у ролі керівників підприємств, позаяк поведінка останніх також залежить від їхнього власного інтересу, особистісних цінностей. І практика подає непоодинокі приклади того, як керівники державних корпорацій поводяться практично так само, як і менеджери приватних компаній, тобто їхні дії можна оцінювати в одних випадках позитивно, в інших – скоріше негативно.

Наведені вище аргументи видаються переконливими щодо того, що у забезпеченні економічної ефективності виробництва конкуренція має більшу вагу, аніж форма власності. Проте принципова участь держави у корпоративному підприємстві продиктована іншими міркуваннями і критерій прибутковості для неї не є визначальним. Формуючи продуктивний капітал чи беручи участь у його відтворенні, вона переслідує у кожному конкретному випадку свій особливий інтерес, окрему мету.

Вивчення практики розвинених країн показує, що існує множина цілей чи потреб інвестування державного капіталу, серед яких типовими є передусім такі:

- гарантування національної безпеки шляхом фінансової підтримки компаній, що забезпечують стратегічні потреби ВПК, цілісний розвиток народногосподарського комплексу, провідні напрями НТП, збереження екологічної рівноваги тощо;

- безпосередній контроль за діяльністю природних монополій;

- соціальний захист працюючих шляхом спасіння великого приватного підприємства від банкрутства, надання йому можливості реструктуризації;

- підтримка традиційних капіталомістких галузей від занепаду;

- допомога депресивним регіонам країни шляхом підтримки містоутворюючих підприємств тощо.

Така множинність конкретних цілей державної участі в системі корпоративного підприємництва дає підстави розглядати державну власність як засіб досягнення певних структурних зрушень у національній економіці, вирішення соціальних та інших загальнонаціональних нагальних проблем, пов'язаних прямо чи побічно з економічною діяльністю.

У зв'язку з реально допустимою різноманітністю цілей державного підприємництва та їх переважно макроекономічною спрямованістю цілком логічно постає питання: чи не існують інші, альтернативні способи досягнення цих цілей. Ясна річ, такі альтернативи власності чи підприємству держави існують. Держава може досягти поставлених цілей і непрямим шляхом, використовуючи регулятивні заходи і/або оподаткування чи субсидування, аби спонукати приватні компанії діяти в інтересах суспільства. Тоді основна проблема полягає уже не стільки в тому, яку політику можна визнати правильною, скільки у тому, за яких обставин слід вживати тих чи інших заходів.

Починаючи з 80-х рр., спостерігається зміна парадигм у розуміння ролі держави – держава сприймається не лише як виробник суспільних послуг, а й як структура, котра створює рамкові умови для приватних виробників тих же послуг і гарантує надання цих послуг. У багатьох розвинених країнах світу останніми роками напрацьовані механізми партнерства держави і приватного капіталу у розвитку сфери суспільних послуг та інфраструктури (див. додаток П). У рамках Європейського Союзу до такої співпраці спонукає, зокрема, розрив між зростаючими вимогами до цих послуг і інфраструктури, з одного боку, та бюджетними обмеженнями держав, встановленими Маастрихтським договором.

Регулятивна та податкова політика як альтернатива прямій участі держави у виробництві також є проблемою для дискусій. Її поборники бачать такі переваги політики макроекономічного регулювання над державною власністю [212, с. 240-241]:

– регулювання відкриває можливості проведення більш послідовної та ефективної національної економічної політики;

- є можливість чітко оцінити затрати, пов'язані з досягненням визначеної мети;
- вища ефективність досягається завдяки узгодженню приватних та суспільних інтересів.

Основним контраргументом у цій дискусії є той, що, як вважають опоненти, приватні компанії та зацікавлені групи краще поінформовані, аніж регулятивні органи, і тому можуть у той чи інший спосіб впливати на прийняття вигідних для себе політичних рішень. Обидві сторони, звісно, посилаються у своїх доведеннях на конкретні факти: очевидно, практика регулювання виробництва багатша у США, тоді як прямий контроль за виробництвом популярніший у Західній Європі.

Тим часом відомо, що розвиток інституту власності держави в системі корпоративного підприємництва, як і вибір альтернативних йому заходів регулятивної й податкової політики, значною мірою залежить від політичного процесу. Мовиться про те, що рішення щодо способу впливу держави на виробництво задля досягнення визначених цілей у демократичному суспільстві приймаються не окремими особами, а державою як системою владних органів, тобто на основі певних процедур і норм. Внутрішня логіка політичного механізму прийняття рішень, що ґрунтується на взаємодії інтересів учасників політичного процесу, якраз найбільшою мірою проявляється на особливостях формування та функціонування корпоративної власності держави у різних країнах.

Поведінку політиків найкращим чином описує економічна теорія “суспільного вибору”, запропонована на початку 60-х рр. нобелівським лауреатом Дж. Б'юкененом і Г. Таллоком [431]. Вона розвінчує побутуючий ідеологізований погляд на політику як сферу діяльності, яка нібито максимально піклується про суспільство. Реальність така, стверджують учені, що рішення політиків і державних органів приймаються насамперед на основі їхніх власних інтересів: перших більше турбує достатність голосів виборців на чергових виборах, других – збільшення своїх розмірів та влади. Тому конкретні політичні рішення народжуються в результаті взаємодії між групами виборців і лобістськими організаціями, з одного боку, та політиками, з іншого. Через це також не доводиться сподіватися, що

політичні рішення, зокрема щодо обсягів, напрямків та форм державного підприємництва, завжди матимуть під собою якісь виключно об'єктивні чи наукові критерії, тобто будуть всебічно виваженими з погляду очікуваних позитивних ефектів та дійсних втрат.

На відміну від країн з розвиненими ринковими й демократичними традиціями, у яких сектор державного підприємництва формувався історично й час від часу в ході політичного процесу коригувався, проходячи тест на доцільність та ефективність свого існування, постсоціалістичні країни змушені вирішувати проблему підприємницької місії держави в ході переходу до ринкових відносин, коли підприємства починають тільки освоювати нові для них методи господарювання. Ясна річ, вони, з огляду на позитивний досвід передусім західноєвропейських країн, задекларували у своїх конституціях створення моделі соціально орієнтованої економіки, у якій чільне місце відведено державі як виробникові та регулятивному інституту. Однак далі виявилось, що ті країни, які мали кращі стартові передумови ринкових реформ, особливо у плані національної самоідентифікації, наявності політичної волі до ринкових і демократичних перетворень (“повернення в Європу”), зуміли швидко впоратись із поставленими завданнями, тоді як інші, а серед них насамперед Україна, за ці ж роки не змогли навіть визначитись щодо довгострокової поетапної стратегії, чи програми, реформ, яка б стала чинником мобілізації й координації суспільних дій, чітко окреслювала зону відповідальності органів державної влади. Відтак у держави як власника й акціонера підприємств, що після приватизації якоюсь мірою формально ще збереглися за нею, накопилось чимало гострих і нагальних проблем. Розглянемо їх на прикладі України.

Приватизаційний процес, що, як ми встановили, стартував фактично за часів СРСР у період перебудови, став основним каналом прискореного переділу суспільного капіталу на користь приватних власників з числа, головним чином, тодішніх керівників державних підприємств, державних чиновників, партійних і комсомольських функціонерів, криміналітету. При виборі моделі масової сертифікатної приватизації передбачалося виведення з приватизації підприємств

стратегічного значення, важливих з погляду забезпечення національної економічної безпеки, а також збереження за державою на певний термін контролюючих (50% і більше акцій) та блокуючих (не менше 25%) пакетів акцій корпоратизованих підприємств з тим, аби вона мала можливість впливати на менеджмент приватизованих підприємств, добиватися реалізації у такий спосіб суспільних інтересів, наприклад, підвищення прибутковості, а з нею й ціни акцій компанії на фондовому ринку, гарантування соціальної відповідальності бізнесу тощо. Проте ці наміри виявилися звичайною декларацією, тому що з переходом до грошової приватизації почалося агресивне відчуження у держави її власності, причому найбільш привабливих активів та ще й за низькими цінами, у яких враховані штучно створені борги.

Про втягнення найбільш ліквідних державних активів у різноманітні схеми тіньової приватизації промовисто свідчить той факт, що загальний обсяг заставленого майна держави перевищує 8 млрд. грн. При цьому, зауважимо, більша частина статутних фондів підприємств, акції яких виставлялися на продаж, *не* проіндексована, а тому продаж державних активів протягом останніх років здійснювався за ціною у 4-10% від номінальної вартості [432, с. 33].

Через відсутність чіткої стратегії приватизація на завершальному етапі перетворилася у суто фіскальний захід, який слугує своєрідним допінгом для діючої влади з її обіцянками. Така безпорадність держави щодо визначення її стратегічних цілей у корпоративному секторі й налагодження системного управління належним їй майном стала наслідком зрощення інтересів бізнесу та держави, засилля олігархічного капіталу в усі структури й шаблі державної влади.

Потрібно сказати, що як реакція на безсистемне відчуження активів держави приймалися спорадичні політичні рішення про заборону приватизації окремих об'єктів та включення пакетів акцій стратегічно важливих підприємств до державних холдингів. Однак такі фрагментарні підходи мають свої вади: по-перше, далеко не завжди заборони на приватизацію мають під собою раціональну основу, вони часто продиктовані політичними, а не економічними мотивами; по-друге,

приватизаційний процес заборонити реально вже неможливо, адже бізнес знаходить шпаринки в законодавстві й має пробивну політичну підтримку.

Затягнувся також процес визначення суб'єкта державної власності та створення механізму управління нею. Лише через три роки від початку великої приватизації – наприкінці 1998 року – в Україні, за взірцем деяких країн, було апробовано такий спеціальний управлінський інститут як Національне агентство України з управління державними корпоративними правами. Проте це відомство так і не змогло реалізувати свій статус і через протиріччя, що виникли на ґрунті розподілу повноважень із ФДМУ, воно невдовзі було ліквідоване. Після цього управління державними частками корпоративної власності перейшло до галузевих міністерств і відомств, ФДМУ та місцевих держадміністрацій, які, у свою чергу, передовірили його керівникам корпорацій та приватних фірм.

Фактично це означало, що держава в цілому втратила контроль над своєю власністю в корпораціях, її збереженням та використанням. Адже в результаті попередніх реформ у сфері управління та постприватизаційних маніпулювань з акціонерами повноваження власника сконцентрувалися фактично в руках керівників підприємств та пов'язаних з ними осіб. Стосовно правового урегулювання взаємовідносин менеджменту підприємств та держави як власника частки капіталу, то вони віднесені до сфери трудового законодавства, яке, захищаючи права керівників, не містить, однак, дійових важелів забезпечення їх відповідальності за результати діяльності. Єдина діюча законодавча норма відповідальності керівників – покарання за навмисне доведення підприємства до банкрутства, що практично важко довести.

Останнім часом корпоративні права держави формально знову централізовані, тепер уже в руках ФДМУ, хоча насправді багато з них, передусім акції ефективних і перспективних підприємств, як і раніше, контролюються всемогутнім бізнесом та впливовими політиками.

Таким чином, головна проблема формування й використання державної корпоративної власності в перехідний період полягає у тому, аби змусити державу нести реальну відповідальність перед суспільством за виконання конституційно

закріплених за нею функцій. Адже сумнівно, що великий бізнес, який наразі при владі, якось зрозуміє й сам обмежить свій апетит в інтересах майбутнього країни. Він прагне будь-що приватизувати за неринковими цінами державне майно з тим, аби затим вигідно продати його будь-кому, в тому числі й самій державі, яка зрештою повинна буде подбати про достатність своєї власності. Та такий варіант розвитку загрожує ще більшими соціальними потрясіннями. Тому кардинальне вирішення проблеми ми вбачаємо у демократизації політичного процесу, підвищенні рівня громадянської зрілості суспільства, рішучому розмежуванні інтересів бізнесу й держави.

Проаналізуємо далі наявну структуру корпоративної власності держави. На початок 2004 р. держава була безпосереднім учасником 1565 господарських товариств (акціонерних товариств, товариств з обмеженою відповідальністю, а також 29 державних холдингових компаній (ДХК), створених спеціальними рішеннями Президента України й уряду). При цьому частка держави в статутному капіталі корпоративованих за її участю суб'єктів господарювання становила [433, с. 3]:

- понад 50% у 338 корпораціях (близько 20% від загальної їх кількості);
- від 25 до 50% у 663 корпораціях (42%);
- менш як 25% у 564 корпораціях (36%).

Така структура корпоративної власності держави сформувалася в ході приватизації за залишковим принципом. Із загальної кількості корпорацій, у капіталі яких є державна частка, лише 54, або 3,5%, є такими, що цілеспрямовано, рішенням уряду закріплені у власності держави. Решта – 1511, або 96,5%, – це ті корпорації, пакети акцій яких залишилися раніше непроданими, а також вилученими повністю чи більшістю із продажу. Додамо: у 1999 р. портфель держави вміщував понад 5000 різних пакетів акцій.

Унаслідок залишкового характеру сформована структура активів держави, безперечно, є нераціональною. По-перше, держава як власник природно не може забезпечити ефективне управління такою великою кількістю підприємств. По-друге, володіння незначними пакетами акцій не дає їй права контролювати

діяльність корпорацій. Скажімо, маючи пакет акцій менш як 25%, максимум, що може такий акціонер, це добиватися включення пропонованих питань до порядку денного зборів акціонерів, виконання вимог щодо проведення ревізійною комісією перевірки фінансово-господарської діяльності правління, призначення своїх представників для контролю за реєстрацією учасників загальних зборів акціонерів. Таким чином, як визнає керівництво ФДМ, унаслідок безсистемної приватизації держава втратила контроль над низкою стратегічних ринків, і водночас продовжує володіти пакетами акцій, які їй абсолютно не потрібні [434]. Причому, це з'ясувалося лише тепер, після складення реєстру корпоративних прав держави, як і те, що всі права держави розпорошені між міністерствами та холдингами.

Щодо управління власністю держави у корпораціях змішаного типу, то маємо достатні підстави стверджувати про його неефективність, або про самоусунення держави від належного управління своїм майном, а значить, і від виконання своїх функцій. Корпоративний сегмент державної власності, за визнанням Президента України, випадає поки що з поля зору уряду [435, с. 501], й тому управління ним поставлено дуже погано, а точніше, такої системи немає узагалі [436, с. 14].

Проведені фахівцями кілька років тому розрахунки фінансових показників (платоспроможності, ліквідності, рентабельності, автономії) показали, що майже по всіх підприємствах з державною часткою капіталу їх значення нижчі проти нормативних [437, с. 46]. Нині майже кожне підприємство з державною часткою власності є хронічно збитковим, позаяк участь держави у капіталі за умов триваючого переділу власності створює атмосферу невизначеності щодо перспектив теперішнього керівництва підприємств та стає чинником виведення активів з-під контролю держави. На початку 2004 р. щодо 740 корпорацій, або 47% від загальної їх кількості у портфелі держави, було порушено справу про банкрутство, причому у 101 із них держава формально володіла контрольним пакетом акцій [433, с. 3]. Ясна річ, серед збиткових корпорацій з державною часткою власності є й такі, що об'єктивно вже не мають іншої перспективи, ніж бути ліквідованими, оскільки їхня продукція втратила споживача, а техніко-технологічна база безнадійно застаріла. Про ігнорування у корпораціях держави як

акціонера (часто навіть як контролюючого за пакетом акцій) свідчить і зростаюча заборгованість за дивідендами, нарахованими державі. У такому випадку віддача від державної власності дістається фактично зацікавленим особам.

Надмірність залишеного від приватизації державного сегмента корпоративного сектора та неефективність управління ним указують на головні напрямки його реформування:

- визначення чітких стратегічних пріоритетів держави у виробничій сфері, реалізація яких сприятиме забезпеченню економічної безпеки держави, сталому розвитку національної економіки, її модернізації та підвищенню конкурентоздатності, пом'якшенню для зайнятих наслідків переходу до ринкових умов господарювання, захисту суспільства від негативних проявів монополізму в структурно деформованій економіці;

- оптимізації обсягу корпоративних прав власності держави в цілому й по кожному об'єкту, зокрема доведення його до рівня, достатнього для здійснення державою своїх функцій;

- формування нової, ефективної системи управління державною корпоративною власністю, адаптованої до ринкових умов та заснованої на принципі відокремлення адміністративних функцій держави від власницьких.

Формування оптимальної й ефективної системи управління корпоративною власністю держави потребує, з нашого погляду, вирішення наступних завдань:

- істотного скорочення через приватизацію кількості об'єктів державної власності в підприємницькій сфері, діяльність яких не потребує безпосередньої участі держави;

- забезпечення ефективного менеджменту в корпораціях з державною часткою власності за слабкості ринково-конкурентних механізмів, підпорядкування його дій інтересам усіх акціонерів та суспільства;

- запровадження системи моніторингу фінансово-господарської діяльності корпорацій змішаного типу в процесі розробки й реалізації ефективної системи планування;

- удосконалення законодавчого забезпечення корпоративного управління;

- реорганізації системи управління корпоративною власністю держави;
- сприяння формуванню корпоративної культури шляхом дотримання передовсім суб'єктами управління державними корпоративними правами та їх представниками загальноприйнятих у діловому світі й адаптованих до національних умов стандартів корпоративного управління.

Оптимізація обсягу й структури корпоративних прав держави має відбуватися насамперед за рахунок скорочення, і притому термінового, тих об'єктів, у яких держава не має можливості контролювати корпоративний менеджмент. Практика показує, що володіння не лише дрібними, а й блокуючими (25-50% акцій) пакетами не забезпечує державу можливостями реального впливу на прийняття управлінських рішень. Як правило, це пов'язано з вадами інсайдерської корпоративної системи, яка домінує за наслідками масової приватизації. Керівник такої корпорації, прямо чи опосередковано, через афілійованих з ним осіб, а також через трудовий колектив, що має консолідовану частку прав власності, жорстко контролює структуру акціонерного капіталу й проводить рішення, вигідні, головним чином, інсайдерам. Тому-то, спроби представника від держави, уповноваженого керувати її часткою власності, навіть якщо припустити, що він, дійсно, переймається інтересами держави й суспільства, солідаризуватися з іншими акціонерами при наявності у його руках блокуючого пакету акцій видаються примарними.

Мізерні дивіденди, які у кращому випадку отримує держава від розпоршених корпоративних прав власності, частка яких становить менш як 50% статутного капіталу, не покривають навіть адміністративних витрат. Інакше кажучи, така корпоративна власність фактично приносить державі лише збитки. Між тим, збереження таких корпоративних прав за державою стримує процес ринкової реструктуризації деформованої економіки, зокрема відсів неефективних підприємств, які марнують обмежені виробничі ресурси. Більше того, сумнівним представляється і соціальний ефект присутності держави на таких підприємствах, адже добробут працюючих на них залежить уже не стільки від їхнього трудового внеску, скільки від розпродажу активів, оренди чи просто від нарощування

кредиторської заборгованості. Тож раціональної альтернативи якомога швидшій приватизації системно неефективної корпоративної власності держави, на наш погляд, немає. Тим паче, що майже суцільна збитковість саме напівприватизованих підприємств свідчить про навмисне доведення їх до банкрутства, причому навіть за участю державних чиновників, довірених управлінських структур та арбітражних керуючих.

Не може сприйматися у цій ситуації як серйозний контраргумент гадка, що відчуження дрібних пакетів акцій держави тепер недоцільне лише через невизначеність їх справжньої ціни, оскільки акції відповідних корпорацій не обертаються на вторинному ринку. Але ж держава *вже* несе реальні збитки, пов'язані з обслуговуванням цих прав власності, які, ясна річ, відшкодовуються за бюджетні кошти. І цілком імовірно, що затягування часу продажу низьколіквідних акцій обернеться радше втратою реальних активів, належних державі, аніж додатковою виручкою.

Як бачимо, формування обсягу та системи управління державною корпоративною власністю не може не враховувати специфіку сучасного етапу перехідної економіки, пов'язаного з процесами первісного нагромадження капіталу. У перспективі за умови створення конкурентної системи та відмежування держави від бізнесу відкриються, як нам представляється, можливості більш гнучкого підходу до визначення оптимального обсягу корпоративних прав держави. Добровільне скорочення нею своїх прав власності потребуватиме налагодження системи моніторингу відповідного сегменту ринку акцій і фінансових гарантій для оперативного придбання достатніх для контролю акцій.

Оптимізація обсягу й структури корпоративної власності держави передбачає також поширення приватизаційного процесу і на стратегічно важливі галузі економіки, які критично впливають на структурні та макроекономічні процеси в країні. Уряд, судячи із заяв Президента України, планує до кінця 2005 р. здійснити продаж *усіх* пакетів акцій, що не забезпечують контроль держави над прийняттям управлінських рішень у корпораціях, а до 2008 р. *завершити приватизацію* як широкомасштабний соціально-економічний процес перехідного етапу розвитку

вітчизняної економіки. У загальному підсумку всієї приватизації передбачається скорочення державного сектора до 8-10% [438, с. 37].

Однак інтенсивна приватизація великих підприємств не повинна перетворюватися в засіб латання дір у бюджеті. Головне завдання держави в політиці приватизації полягає у прискоренні формування конкурентного приватного сектора за участю ефективних інвесторів, здатних забезпечити реструктуризацію господарств та сприяти впровадженню ефективних систем корпоративного управління. Для цього сама процедура приватизації через аукціони має бути прозорою, але не як “обдаровування” відомого наперед покупця із зв'язками, а відбиваючи істинну конкуренцію інвесторів та її переможця. Таким чином можна досягти підвищення ефективності корпоративного сектора та стабільності зростання економіки. Але ефективно працюючі нині підприємства стратегічного значення доцільно, з нашого погляду, залишити у власності держави, бо тут якраз фактор заниженості продажної ціни може мати вирішальне значення. Щодо сумнівів у доцільності приватизації стратегічних об'єктів як таких (безвідносно до їх прибутковості), то, як зазначалося вище, потрібно, по-перше, чітко визначитися з дійсними стратегічними пріоритетами економічної політики держави й, по-друге, використати можливості їх реалізації не лише через фактори власності, а й через регулювання податками, ставками орендної плати тощо. У цьому зв'язку, як нам представляється, абсолютизація кількісної межі приватизації й, відповідно, держсектору не може вважатися економічно обгрунтованим рішенням, тим паче, що за заявленою часткою (8-10%) державної власності Україна значно поступатиметься навіть розвиненим країнам Європи.

Досвід реприватизації “Криворіжсталі” переконливо довів, що допуск іноземних інвесторів до приватизації великих і навіть стратегічно важливих об'єктів є економічно і політично доцільним. Він виявив “ціну” популізму на цій ниві і вагомість тіньових схем приватизації. Звичайно, приватизація за участю іноземних інвесторів є більш загайною й затратною, але водночас і найбільш ефективним способом залучення ресурсів, спрямованих на реформування і розвиток.

Вставка-1: Однак номінально новий, а фактично старий, уряд, формуючи бюджет країн на 2007 р., знову повторює стару приватизаційну практику. Єдиний об'єкт державної власності, що за всі роки приватизації було продано на аукціоні, себто за реальною (ринковою) ціною, – “Криворіжсталь” – так і залишається дотепер єдиним винятком в історії української приватизації. Адже схему приватизації через аукціон не прописано у змінах до законодавства. Ставка знову робиться на конкурси з кваліфікаційними умовами. Це означає, що, як і раніше, приватизація державної власності розглядається як засіб первісного нагромадження капіталу і частково як спосіб покриття бюджетного дефіциту.

Вставка -2. Функції з управління державним майном, включаючи і корпоративні права держави, не доцільно передавати центральним органам виконавчої, безпосередньо зайнятим розробкою і реалізацією тих чи інших видів економічної політики. Для здійснення повноважень власника щодо державного майна промислових підприємств, а також ефективного управління належними державі частками капіталу публічних акціонерних товариств, найбільш прийнятною виглядає така організаційна структура як державна агенція. У тих же галузях промисловості, у яких досягнуто значного рівня корпоратизації і акціонування підприємств, окремі функції державного управління можуть бути передані новоствореним великим об'єднанням, основною організаційною структурою управління яких мають стати холдингові компанії.

Одним із апробованих у зарубіжній практиці інструментів державного контролю над стратегічним підприємством, що перейшло у приватні руки, може слугувати так звана золота акція. Вона забезпечує державу тільки правом вето на ті корпоративні рішення, що суперечать обраній державній політиці, наприклад, щодо зменшення частки основних видів діяльності, укладення великих угод про відчуження майна підприємства, цінової політики тощо. Та, знову-таки, і в цьому питанні ми натикаємось на проблему стратегічної визначеності державної економічної політики, адже тіньовий капітал протидіє введенню інституту золотої акції.

Скорочення теперішнього обсягу корпоративних прав держави, втім, нам представляється тільки першим кроком на шляху до його оптимізації.

Позбавившись від непотрібної власності, надалі по мірі поглиблення реформ та підвищення власної фінансової спроможності держава активізує інвестиційну діяльність у корпоративному секторі, поповнюючи свою власність до параметрів, необхідних для повноцінного виконання об'єктивно відведених їй функцій. В одних випадках вона створює виключно державні компанії, в інших – через участь у капіталі підключає суб'єктів господарювання до здійснення заходів, пов'язаних із виконанням державних функцій. Одним із радикальних способів розширення державної власності слугує деприватизація, яка передбачає проведення постійного моніторингу діяльності приватизованих підприємств.

Важливо відновити і утримувати довіру суспільства до приватизаційних процесів. Для цього слід уряд, по-перше, зобов'язаний мати деполітизовану стратегію приватизацію (звісно, як складову загальної стратегії розвитку вітчизняної економіки); по-друге, дотримуватись прозорості і конкурентності процесів приватизації; по-третє, гарантувати дотримання прав власності і недопущення перегляду результатів проведених торгів.

Наразі особливої практичної значущості набуває проблема налагодження системи ефективного управління корпоративною власністю держави. На даному етапі економічної трансформації вона стає важливішою за формальну передачу підприємств у приватну власність, тому що, з одного боку, приватизація завершується, а з іншого, – усе відчутнішими стають “провали”, або суспільно значущі потреби, залишені без належної уваги держави.

Формування системи управління корпоративною власністю держави, на нашу думку, має здійснюватися за такими основними напрямками:

- визначення суб'єктів управління корпоративними правами держави, їхніх повноважень та відповідальності;
- створення механізму захисту інтересів держави в процесі управління корпоративними правами без обмеження законних інтересів інших власників;
- визначення критеріїв ефективності управління корпоративними правами держави та впровадження на їх основі моніторингу результатів управління.

Функції суб'єктів управління державною корпоративною власністю можуть виконувати уряд в цілому, ФДМУ, органи виконавчої влади відповідно до галузевої специфіки суб'єктів господарювання, а також уповноважені особи, визначені на конкурсних засадах, з якими доцільно укласти відповідний договір доручення. Особами, уповноваженими для виконання функцій управління корпоративними правами держави, можуть бути досвідчені посадовці та спеціалісти суб'єктів управління, а також юридичні особи. Не виключена раціональна можливість передачі такого управління в руки єдиної структури, приміром, Комітету з управління держмайном, утвореного натомість теперішнього ФДМ.

Як відомо, державні частки власності, обсяг яких дозволяє контролювати прийняття рішень у корпораціях, розміщені або в окремих корпораціях, що є монополістами на певному ринку, або в багатьох корпораціях певної галузі. У першому випадку, зрозуміло, безпосереднім суб'єктом управління виступає центральний орган виконавчої влади; у другому, – частки власності доцільно передавати до статутних фондів створюваних державою фінансових холдингів. При цьому потрібно, як нам представляється, законодавчо унормувати діяльність корпоративних структур холдингового типу, для яких управління правами власності є основним видом діяльності. Крім того, зауважимо, реорганізації в холдинги потребують теперішні національні акціонерні компанії, оскільки здійснювана ними господарська діяльність за рахунок централізації й перерозподілу фінансових ресурсів дочірніх компаній суперечить принципам корпоративного управління, підриває зацікавленість суб'єктів господарювання у підвищенні їх прибутковості.

Усвідомлюючи специфіку системи корпоративного управління й розуміючи реальні проблеми управління державними частками власності, нам представляється, що механізм захисту інтересів держави у корпоративному секторі має забезпечувати:

– делегування своїх представників до складу наглядової ради та ревізійної комісії корпорації, обрання (чи призначення) голови правління;

- недопущення обрання до складу керівних органів корпорації осіб, які належать до афілійованих осіб;
- надійне ведення обліку прав власності держави й інших акціонерів шляхом відбору реєстраторів із бездоганною професійною репутацією;
- якісний контроль за фінансово-господарською діяльністю корпорації, зокрема шляхом конкурсного відбору аудиторів;
- підвищення ринкової вартості корпоративних цінних паперів, що, у свою чергу, передбачає поліпшення основних показників роботи корпорації, дотримання національних стандартів корпоративного управління тощо;
- розробку й реалізацію стратегії розвитку корпорацій, у яких держава є основним акціонером;
- дотримання визначених критеріїв ефективності управління державною корпоративною власністю.

Потрібно зауважити, що володіння контрольним чи значним пакетом акцій не можна ототожнювати з повною власністю держави на капітал корпорації змішаного типу. По суті, здійснюване державою на правах контролюючого акціонера управління корпорацією полягає в узгодженні, балансуванні інтересів усіх акціонерів. Держава покликана подавати приклад поважного ставлення до інтересів усіх акціонерів, заохочуючи притік приватних інвестицій у корпорації з державним капіталом.

Більшість сучасних проблем управління державними корпоративними правами корениться в успадкованій від старої системи бюрократичній розмитості інституту персональної відповідальності. Якщо за стан справ у державній чи напівдержавній корпорації від імені держави формально відповідає якесь відомство і тільки, то наразі можна бути певним, що ця відповідальність є ілюзією. Отож, центральною ланкою дійового механізму управління корпоративними правами держави має слугувати особа, уповноважена від держави здійснювати відповідні повноваження.

Участь держави в корпоративній власності передбачає створення професіонального інституту керуючих корпоративними правами. Це мають бути фахівці, достатньо обізнані із специфікою господарського процесу конкретної

корпорації, здатні самостійно приймати кваліфіковані управлінські рішення й цінувати професійну етику. Інтереси справи вимагають, аби відбір таких керуючих здійснювався відкрито, на конкурсній основі, з дотриманням чітких процедур і критеріїв, та аби з ними укладався договір доручення на управління частками власності держави у корпораціях. Разом з тим необхідно матеріальне заохочення цих державних службовців привести у відповідність із мірою їх відповідальності за результати управління.

У теперішній системі державного управління чиновник, який керує багатомільйонним пакетом акцій, в оплаті праці практично зрівняний з іншими колегами по роботі, які не виконують такої важливої функції. Ба більше, своїми обов'язками по управлінню він змушений займатися у вільний від поточної апаратної роботи час. Очевидно, що такі умови аж ніяк не стимулюють добросовісне виконання функції управління державною корпоративною власністю.

Для конструктивного вирішення питання про персоніфіковану відповідальність за стан управління державними корпоративними правами, сформованими на довгостроковій основі, доцільно, з нашого погляду, також вивести державних керуючих в окремі підрозділи, де б управління цією власністю стало для них основною справою. Це дозволило б кожному уповноваженому від держави зосередитися на аналізі й оцінці роботи окремої корпорації, де є державна частка власності, а не поверхово оцінювати діяльність багатьох фірм з їх складними техніко-технологічними проблемами, як це має місце зараз. Водночас пряма залежність їхньої винагороди від кінцевих результатів управлінської діяльності формувала б механізм утримання цієї категорії державних службовців. Така модель державного управління корпоративним сектором відповідає розвиненій світовій практиці.

Формування механізму захисту інтересів держави в корпоративному секторі зачіпає і таку проблему, як збереження державної частки у статутному капіталі корпорації у разі проведення додаткових емісій акцій. Розмивання державної частки корпоративної власності, як метод агресивного відчуження активів держави, практикується не тільки через схильність державних чиновників та їх

представників у корпораціях до корупції, а й через брак коштів у держави для викупу акцій додаткових емісій. Стаття видатків на придбання та викуп акцій додаткових емісій з метою захисту державної частки у статутних фондах корпорацій у щорічних бюджетах держави не планується, а доходи, отримувані у вигляді дивідендів та виручки від приватизації, спрямовуються на інші цілі. Через це держава перетворилася фактично у статиста цілком легітимного позбавлення її прав власності у корпораціях.

Вставка. Потрібно кардинально переглянути політику використання коштів від приватизації, спрямувавши їх у першу чергу на фінансування сфер, здатних забезпечити науковий і технологічний прорив і створити базу для інноваційного розвитку країни.

Визначити правовий статус органів, відповідальних за управління корпоративними правами держави, зокрема впорядкувати і скоординувати діяльність Фонду держмайна з іншими зацікавленими сторонами (у т.ч. з Антимонопольним комітетом) з метою удосконалення управління державною власністю і формування дієвого конкурентного середовища, а також чіткої, прозорої та контрольованої системи управління об'єктами держвласності.

Джерелом інвестицій для викупу акцій повторних емісій з метою збереження державної частки у статутному капіталі корпорацій можуть слугувати дивіденди, нараховувані на державні частки власності, та доходи від приватизації. Такий порядок формування державного цільового інвестиційного фонду, як ми переконані, не тільки працював би на підвищення ефективності системи управління державною корпоративною власністю, а й зобов'язував би уряд краще дбати про необхідність і результати поточних реформ, індикатором яких є обсяг *податкових* надходжень до державної казни, тобто постійних доходів. До того ж, сам факт планування у бюджеті надходжень від державної корпоративної власності, особливо у формі дивідендів, суперечить демократичним принципам корпоративного управління, виключає можливість маневру при розподілі чистого прибутку, нехтує інтересами корпорації та її пайовиків. Тут, знову-таки, потрібне виважене політичне рішення, продиктоване, дійсно, турботою про інтереси держави та суспільства в цілому, а не намаганням будь-що прикрасити дії чинної влади.

Вставка: Заяви політиків найвищого рангу про значне зростання бюджетних надходжень, приміром, 2005 року, коли при цьому замовчується, що левову частку цих надходжень забезпечено за рахунок коштів від приватизації “Криворіжсталі”, безпрецедентної конфіскації прибутків держпідприємств тощо, є непрофесійними.

Щодо критеріїв оцінки ефективності управління корпоративною власністю держави, то вони, з нашого погляду, мають визначатися з урахуванням розміру корпоративних прав держави, галузевих та інших особливостей діяльності суб’єктів господарювання. Вони, звичайно, будуть різними для різних корпорацій, і сума дивідендів далеко не завжди буде визначником ефективного управління хоча б тому, що реінвестування усього чистого прибутку в сучасних умовах часто немає іншої раціональної альтернативи. Тому для кожного об’єкта державної власності доцільно розробити чіткі конкретні критерії ефективного управління. Важливо, аби контроль за їх дотриманням був систематичним і результативним.

Важливою умовою переходу до принципово нової моделі управління корпоративною власністю держави є запровадження якісно нової системи підбору кадрів керівників корпорацій, контрольованих державою, та укладення з ними контрактів. Цілком очевидною є необхідність організації з боку держави системи підготовки і перепідготовки фахівців для управління корпоративною власністю держави, допуску їх до роботи через процедуру сертифікації. Звісно, уповноважені керувати державними корпоративними правами мають володіти ґрунтовними знаннями й навичками сучасного управління, кваліфіковано орієнтуватися у правових, фінансових питаннях тощо.

Доволі проблематичним є забезпечення управління дрібними низьколіквідними пакетами корпоративних прав держави. Їхня низька ліквідність пояснюється кількома причинами:

- втратою інтересу основних власників приватизованих підприємств до викупу рештки прав власності;
- незацікавленістю зовнішніх інвесторів купувати дрібні пакети акцій, які практично не дають доступу до управління корпорацією;

– підступним розрахунком реальних власників корпорацій на розмивання частки держави у статутному капіталі.

Аналіз сучасної практики передачі державою дрібних пакетів акцій у довірче (трастове) управління показує, що, по-перше, у ролі довірених осіб, як правило, виступає вузьке коло наближених до влади юридичних осіб, за якими стоять певні фінансово-політичні групи; по-друге, таке управління, як правило, завершується успішним і безкарним розмиванням державної частки прав власності. Тому прискорений продаж цих пакетів акцій був би, на наш погляд, раціональним рішенням. Однак, через відсутність реального покупця для цих пакетів акцій на даний час, мабуть, усе ж таки доцільно здійснювати управління ними на комерційних засадах.

Світовою практикою використання інституту трастового управління державними пакетами акцій напрацьовано два основних способи передачі акцій в довірче управління:

- надання керуючому акціями права від свого імені укладати угоди щодо купівлі-продажу переданих йому акцій;
- передача акцій в довірче управління без права відчуження довірених корпоративних прав.

Перший спосіб трасту передбачає використання заставної схеми, тобто внесення керуючим відповідної застави (еквівалентної вартості переданого в управління пакету чи в певному співвідношенні до неї). Можливим варіантом застави слугуватиме також банківська гарантія без права її відкликання. За другого способу передачі корпоративних прав можливі різні варіанти обмежень “свободи” довірчого керуючого в розпорядженні переданим йому пакетом акцій (наприклад, заборона відчужувати й закладати державні акції, а також накладати на них інші види обтяжень). Основним завданням і обов’язком довірчого керуючого державними пакетами акцій та іншими корпоративними правами у цій ситуації є підвищення ринкової вартості та ліквідності акцій.

Роль держави як акціонера й як владного органу уможлиблює участь уряду у фінансовій та інших формах підтримки корпорацій за участю державного капіталу.

Важливою формою підтримки таких корпоративних структур (підкреслимо: важливих для реалізації економічної політики держави) може бути прийняття урядом на себе зобов'язань гаранта для отримання підприємствами кредитів у вітчизняних та іноземних банках. Уряд та місцеві владні органи спроможні організувати довгострокові інвестиційні позики під заставу державних акцій. Формами підтримки компаній з державною часткою капіталу можуть бути також держзамовлення, санація неплатоспроможних підприємств, надання податкових пільг тощо.

Дійовий захист інтересів держави у корпоративному секторі економіки неможливий без формування належної правової бази корпоративного управління в країні. Законодавча неурегульованість корпоративного управління сприяє активізації тіньового переділу прав власності, причому за рахунок, головним чином, дрібних власників та держави, власність якої виявилася найменш захищена. Тому вирішення багатьох проблем у сфері управління корпоративною власністю держави потребує невідкладного прийняття таких базових для цієї сфери законів, як “Про акціонерні товариства”, “Про управління об’єктами права державної власності”, “Про холдингові компанії”, а також внесення змін до ряду чинних законів.

Налагодження системи управління державною корпоративною власністю потребує також істотної корекції методології статистичного обліку суб’єктів господарювання за формами власності. Вітчизняна статистика тут керується концептуально застарілим Законом України “Про власність”, чинним ще з 1991 р. На той час суспільство й переважна більшість його науковців продовжували жити у полоні ілюзій щодо колективізму як альтернативи приватній формі власності, сподіваючись трансформувати державні підприємства у власність трудових колективів і перейти до такого собі соціалістичного ринку. Наївність подібних сподівань ґрунтувалася на марксистській доктрині усупільнення виробництва, яка, як відомо, видає його за жорстко детермінований технічними умовами процес. Наслідком таких настроїв тоді стало правове закріплення поряд із державною, комунальною і приватною формами власності колективної власності [439].

Наразі економіка країни, що переходить до ринку, статистично представляється в екзотичному вигляді. Якщо вірити офіційній статистиці, то в результаті приватизації основними суб'єктами ринку стали не приватні господарства, а колективні. Так, у 2003 р. частка колективних підприємств у загальній кількості підприємств промисловості становила 66,8%, у загальному обсязі виробництва галузі – 80,9%, тоді як на приватний сектор доводилось відповідно 25,3 і 1,8% [242, с. 317]. Постприватизаційна практика реструктуризації власності, проте, образно кажучи, сміється на такою заідеологізованою статистикою. Грані між колективним і приватним секторами, як і між державним і недержавним секторами, уже стали настільки розмитими, що фіксація цих секторів, згідно з традиційною соціалістичною методологією, в укрупненому вигляді майже перестала відслідковувати реальні зрушення в системі власності. Тому Росія, примітно, уже перевела свою статистику на ринковий лад, відмовившись від термінологічної плутанини щодо форм власності. Навіть у Китаї з 1992 р. запроваджена дев'ятисекторна офіційна класифікація економічних укладів із включенням у неї 21 виду підприємств.

Не меншим парадоксом нашої статистики виглядає облік корпоративної власності держави. Дивно, але факт: усі корпорації, навіть за збереження за державою контрольного (понад 50%) пакета акцій, офіційно значаться як підприємства колективної форми власності, тобто відносяться до недержавного сектора економіки. Серед таких у 2003 р. налічувалося 237 акціонерних товариств [242, с. 341]. Виходить, державною корпорація є тільки за умови, якщо титули власності на неї належать виключно державі. Звичайно, це спрощений і полегшений для обліку підхід. Утім, у цьому викривленні є й частка істини, якщо зважити на те, що теперішні корпорації із *будь-якою* державною часткою власності в дійсності контролюються приватним капіталом.

Між тим, з принципового погляду участь держави у капіталі корпорацій змішаного типу не є тимчасовою, позаяк вона відкриває можливості тісної співпраці держави з приватними інвесторами у вирішенні стратегічно важливих для держави завдань, прямого впливу на прийняття корпоративних рішень. Виходячи з

цього, статистика державного сектора має таки враховувати і корпоративний сегмент, який знаходиться під контролем держави. Отож, враховуючи об'єктивність процесу урізноманітнення форм власності й господарювання та розмиття меж між ними, унаслідок насамперед відокремлення капіталу-власності від капіталу-функції, вважаємо за доцільне: 1) класифікувати суб'єктів господарювання за двома основоположними типами власності – державною і приватною, включаючи змішану форму власності; 2) виокремлювати у складі приватного сектору серед інших сегмент корпорацій; 3) відносити до державного сектору корпорації з державною часткою власності понад 50%.

Задля цього слід оновити редакцію Закону України “Про власність” та ухвалити Закон України “Про управління об'єктами права державної власності”.

5.2. Удосконалення нормативно-правової бази функціонування ділових корпоративних відносин

Корпорація – це не просто одна із форм організації підприємництва, а складний соціально-економічний інститут, необхідною передумовою функціонування якого є забезпечення чіткого й прозорого розподілу прав власності між його суб'єктами. Вона об'єктивно, за своєю природою є носієм системи потенційних конфліктів, зіткнення інтересів окремих типів і груп акціонерів: великих і дрібних, стратегічних і портфельних, зовнішніх і внутрішніх, власників і менеджерів, акціонерів і працівників та ін. Відомі корпоративні проблеми є ні чим іншим, як формою прояву конфліктів корпоративних інтересів. При цьому помилковим було б вважати самі по собі конфлікти виключно негативним явищем, адже в дійсності вони можуть мати як деструктивні, так і конструктивні наслідки. З одного боку, скажімо, виникаючи на ґрунті перерозподільчих процесів, корпоративний конфлікт може знизити ефективність чи навіть паралізувати роботу підприємства. Наприклад, він може спровокувати викачування значних фінансових ресурсів підприємства із господарського обороту й спрямування їх на скупку акцій

на вторинному ринку, на приватизаційні угоди, виведення активів в інші структури тощо. З іншого боку, такий конфлікт можна розглядати і як позитивний фактор розвитку корпоративних відносин, адже наявність сильної опозиції у стані акціонерів є відносно ефективним способом моніторингу дій керівництва, яким виборюється певна прозорість корпоративного управління.

У цьому відношенні корпорація має чимало спільного із суспільством, яке заради свого існування мусить зрештою підкорятися єдиним правилам та нормам закону, стати організованим цілим. Так само інститут корпорації був би практично неможливим без встановлення певних нормативних обмежень регулятивного характеру стосовно поведінки її учасників та функцій органів управління. Суть цих обмежень зводиться до гарантування захисту інтересів як інвесторів, чи власників прав власності, так і корпорації в якості самостійного господарюючого суб'єкта. Усі акціонери без виключення воліють захисту від свавілля менеджерів компанії, але, разом із тим, загроза інтересам дрібних акціонерів нерідко виходить і від домінуючих власників, так само як і прийняттю життєво важливих для корпорації рішень може зашкодити поведінка акціонерної опозиції (наприклад, зрив зборів акціонерів через відсутність кворуму). Потребують чіткої юридичної регламентації повноваження й відповідальність органів корпоративного управління. Отже, ключова проблема нормативно-правового урегулювання корпоративних відносин полягає у забезпеченні і підтримуванні балансу (компромісу) економічних інтересів усіх учасників корпорації, прозорості й підзвітності в корпоративному управлінні.

Підкреслимо, що, хоча держава й відіграє центральну роль у формуванні правового, інституційного та регулятивного клімату, у якому створюються конкретні різні з-поміж собою системи корпоративного управління, основна відповідальність все ж залишається за приватним сектором. Адже за умови ефективного управління корпорацією зростає привабливість її цінних паперів на ринку, підвищується, разом з тим, кредитний рейтинг компанії та ділова репутація її менеджерів.

Основними правовими регуляторами корпоративних відносин слугують

закони держави та нормативно-правові акти її регулятивних органів, установчі та інші внутрішні документи корпорацій. Закони описують питання створення й діяльності різних видів корпорацій, базові права їх учасників, повноваження органів управління. Статутна регламентація деталізує окремі аспекти діяльності корпорації, виходячи із норм і рамок законів.

Домінуючою тенденцією становлення й розвитку корпоративного законодавства країн з перехідною економікою є орієнтація на все більш розгалужене й детальне законодавство в міру розвитку реальних процесів і практики корпоративного управління. У цьому прослідковується історичний вплив у континентальній Європі досвіду Франції та Німеччини, що спирається на пануючу у цьому регіоні цивільну правову традицію. Загальноприйнятим тут є поділ права на публічне (організація держави й її відносини з приватними особами) та приватне (регулювання і захист інтересів приватних осіб). Приватне право, у свою чергу, поділяється на дві основні частини: цивільне (загальні норми, що регулюють відносини приватних осіб) і торгове (відносини приватних осіб, пов'язані з отриманням прибутку). Окрім цивільного й торгового (комерційного) кодексів, у більшості цих країн норми корпоративного права деталізовані у спеціальних законах.

Зауважимо також, що процес удосконалення корпоративного законодавства у світі триває. Наразі європейсько-континентальна правова система в її модифікаціях по країнах, за оцінками експертів, у питанні захисту прав інвесторів поступається перед англо-американською системою загального (прецедентного) права. (Порівняльна характеристика прав власності у різних країнах представлена нами у додатку Р). Тому, розроблені в рамках ОЕСР під впливом світових глобалізаційних процесів, Міжнародні принципи корпоративного управління, на нашу думку, зорієнтовують законотворчий процес у країнах із слабшим захистом прав акціонерів на забезпечення більшої відкритості корпоративних систем та посилення захисту прав інвесторів.

На основі міжнародних стандартів корпоративних відносин в Україні розроблені й ухвалені рішенням ДКЦПФР від 11.12.2003 р. Національні принципи

корпоративного управління, які визначають основні напрями удосконалення механізму корпоративного управління. Цей, по суті, Кодекс корпоративного управління носить лише рекомендаційний характер через те, що корпорації надто різняться за рівнем корпоративної культури й не готові відразу прийняти нові правила поведінки, як це, до речі, має місце і в розвиненому світі*. Абсолютна більшість українських (як і російських) корпорацій насправді є лише квазікорпораціями, оскільки застосування ними акцій як інструмента залучення інвестицій є доволі проблематичним через брак довіри з боку інвесторів. Тому означені принципи є радше орієнтиром на майбутнє – цивілізований діловий світ визнає тільки тих, хто “грає” за єдиними для усіх правилами. Відповідно ці ж принципи стають дороговказом і для творців правової бази корпоративного розвитку.

Згідно історичної практики, стисла (неповна) регламентація корпоративних прав властива початковому етапу розвитку корпоративного підприємництва. Затим наступає етап, який вимагає ширшої регламентації, особливо з урахуванням того, що у цій сфері вкрай небажана регламентація через підзаконні акти й відомчі інструкції [440, с. 12]. У цій правовій еволюції, а саме у визнанні й фіксації, окрім тріади універсальних прав акціонера, ще цілого ряду його так званих ситуативних прав, які відіграють серйозну регулятивну роль, ми бачимо визначальний вплив на розвиток правовідносин економічних чинників, глибинну суперечливість інтересів у спільній власності та її єдино можливий позитивний розв’язок через *компромісні форми*.

Корпоративні відносини в Україні сьогодні регулюються Законами “Про господарські товариства”, “Про цінні папери і фондову біржу”, Цивільним і Господарським кодексами (у новій редакції, починаючи з 2004 р.), законодавством про приватизацію, указами Президента України, нормативно-правовими актами органів виконавчої влади. Та все ж, як свідчить практика, чинне нормативно-правове поле явно недостатньо регулює цю сферу економічних відносин. Зокрема,

* Слід мати увазі, що Міжнародні стандарти корпоративного управління виписані з огляду на ділову практику тих корпорацій, акції яких котуються на провідних біржах світу.

Закон “Про господарські товариства” присвячує акціонерним товариствам лише 25 статей, які описують основи цієї системи відносин і не вказують жодних механізмів захисту прав власників. Характерно, що, хоча чинне українське господарське законодавство у багатьох випадках в основному калькувалось із російського [208, с. 319], попри те, що у Росії спеціальний корпоративний закон (“Про акціонерні товариства”) ухвалено ще наприкінці 1995 р., в Україні його й досі немає, а ухвалення однойменного законопроекту блокується законодавцями. Для порівняння: закон присвячує акціонерним корпораціям у Росії 94 статті, в Узбекистані – 118 статей; у ФРН основний корпоративний закон складається із 5 книг і 410 статей, у Франції – із 509, в Угорщині – із 300 статей.

Вітчизняна практика корпоративного управління виявляє численні порушення прав та законних інтересів акціонерів. Шляхом узагальнення ми класифікували їх у такий спосіб:

1. Стосовно надання акціонерам (і потенційним інвесторам) інформації, передбаченої чинним законодавством:

- надання несвоєчасно і/чи недостовірної інформації;
- ненадання інформації про персональний склад основних акціонерів, розподіл між ними часток капіталу, прийняті рішення зборів акціонерів, результати діяльності компанії тощо;

2. Стосовно процедури підготовки й проведення загальних зборів акціонерів:

- невмотивоване недопущення акціонерів до участі в загальних зборах товариства;
- свідоме дезінформування щодо терміну й порядку денного загальних зборів;
- голосування руками або картками тощо.

3. Стосовно розподілу повноважень між органами управління корпорацією:

- внесення змін до статуту або в обхід загальних зборів акціонерів, або шляхом фальшування прийнятих ними рішень;
- самочинне (без відому й згоди акціонерів) перетворення звичайних акцій у привілейовані (“безголосі”), випуск особливих акцій з особливим дивідендом та конвертованих облігацій;

- проведення повторної емісії акцій без згоди акціонерів, інколи й власника контрольного пакета акцій;
- прийняття кулуарного рішення про реорганізацію й консолідацію акцій;
- призначення замість обрання членів наглядової ради;
- призначення аудитора правлінням;
- встановлення надмірних окладів і винагород членам наглядової ради й правління тощо.

4. Стосовно ведення реєстрів власників іменних цінних паперів і підтвердження права власності на цінні папери:

- внесення незаконних змін та відмова внести законні зміни у реєстр;
- ведення подвійних реєстрів та перекидання реєстру від одного реєстратора до іншого;
- самостійне ведення товариством реєстру акціонерів без одержання відповідного дозволу;
- відсутність відповідної реєстрації випуску акцій (в основному закритими акціонерними товариствами).
- ненадання акціонерам, які стали такими в процесі сертифікатної приватизації, документів, що підтверджують їхні права власності на цінні папери товариства тощо.

5. Стосовно нарахування і виплати дивідендів:

- нарахування дивідендів тільки вибраному колу акціонерів;
- порушення термінів і форм виплати дивідендів тощо.

Таке системне збиткування над правами й законними інтересами акціонерів дає підстави для двох загальних висновків:

1) головною проблемою цивілізованого корпоративного розвитку в Україні є відсутність належного рівня регулювання діяльності цих складних підприємницьких структур з боку держави, громадськості й самих акціонерів;

2) вирішення названої проблеми потребує системного (комплексного) підходу до реформування корпоративного управління, його глибокої реструктуризації.

Основні чинники проблем у сфері корпоративного управління можна звести до

наступних:

- триває боротьба за контроль над підприємствами;
- незавершеність процесу приватизації;
- незадовільний стан управління державними корпоративними правами;
- можливість перегляду підсумків приватизації окремих підприємств;
- відсутність чіткої специфікації прав власності (прогалини в законодавстві);
- неефективна система судочинства;
- роз'єднаність та пасивність міноритарних акціонерів;
- корупційність органів влади та відсутність реальної адміністративної реформи;
- низький рівень правової й корпоративної культури, брак і слабкість інститутів громадянського суспільства.

Як ми дослідили раніше, концентрація прав власності у приватизованому секторі української економіки, характерна для процесу боротьби за контроль, може трактуватися лише як спосіб адаптації нового реального власника підприємства, але вона не дає жодних гарантій для акціонерів і нових потенційних інвесторів в умовах слабого правового регулювання. А якщо врахувати ту обставину, що сучасне економічне зростання в Україні має переважно екстенсивну основу, тобто здійснюється за рахунок експлуатації старих ресурсів, то напрашується висновок: без суттєвого удосконалення механізмів захисту інтересів інвесторів та системи правозастосування перехід до інвестиційної моделі розширеного відтворення та сталого розвитку стає практично неможливим.

Характерною ознакою слабкості правового поля є те, що у багатьох випадках зацікавлені особи знаходять можливості вирішувати корисливі справи за рахунок акціонерів та інших інвесторів навіть без формального порушення норм чинного законодавства. Навіть поширена практика відверто шахрайського розмивання часток акціонерів, вилучення активів корпорації через продаж їх пов'язаним особам, перерозподілу грошових потоків на користь зацікавленим особам, укладання збиткових для корпорації угод тощо не має реальних правових перепон. Недостатній рівень забезпечення прав акціонерів ми розглядаємо як один із

головних бар'єрів для розвитку ринку корпоративного контролю, що, з одного боку, фактично сприяє узурпації прав власності дрібних акціонерів, а з іншого, – серйозно гальмує інвестиційний процес й реструктуризацію підприємств. Зрештою, неурегульованість корпоративних взаємовідносин, передусім незахищеність прав дрібних акціонерів, дискредитує українську державу, значущість її Конституції, яка у ст.13 декларує, що власність зобов'язує діяти добросовісно, рахуватись з інтересами усіх інших суб'єктів.

Для розв'язання гордієвого вузла проблем у сфері корпоративної власності, накопичення й загострення яких часто призводить до відкритих корпоративних конфліктів, потрібно насамперед невідкладно прийняти спеціальний закон “Про акціонерні товариства” як базовий для акціонерних корпорацій. Цю мету, власне, й переслідує Указ Президента України “Про заходи щодо розвитку корпоративного управління в акціонерних товариствах” від 21.03.2002 р.

Головним у концепції спеціального корпоративного закону має бути захист прав акціонерів, і передусім міноритарних. Цей принцип має бути наскрізним у його змісті. Правовим захистом законних інтересів міноритарних акціонерів можна значною мірою збалансувати інтереси великих і дрібних акціонерів, змусити контролюючих власників рахуватися з інтересами решти власників корпорації. Разом з тим, названий принцип має враховувати необхідність забезпечення й певної гнучкості у прийнятті важливих для господарської діяльності корпорації рішень, мінімізації так званих патових ситуацій, пов'язаних із пасивністю акціонерів на зборах чи ігноруванням ними загальних зборів товариства взагалі. Але і права власника контрольного пакету акцій також повинні мати безумовну силу, передусім, коли йдеться про скликання загальних зборів акціонерів та ухвалу рішення щодо менеджменту підприємства. (Теперішні 60% голосів по Закону цьому суперечать і на руку рейдерам).

Розвиток правової системи регулювання корпоративного управління має також спиратися на об'єктивні тенденції зміни постприватизаційної структури корпоративної власності. Внаслідок процесів концентрації й консолідації прав власності безпосередній і вирішальний вплив на прийняття управлінських рішень в

корпораціях мають інсайдерські групи. Ці процеси ще тривають. Виходячи з цього, а також враховуючи існування великої, і притому пасивної, кількості дрібних акціонерів-фізичних осіб (псевдоакціонерів), можна стверджувати, що в оглядовій перспективі ініціативи у сфері реструктуризації й удосконалення корпоративного управління надходять, передовсім, від цієї групи реальних власників. Тому вкрай важливо, аби держава регулятивними важелями створила стимули, які б заохочували реальних власників приватних корпорацій діяти в інтересах розвитку корпорацій та підвищення їхньої інвестиційної привабливості. Стимули, або самокорекція мотивації власників, як учить досвід, дієвіші за примус через прямі заборони чи декларативні норми закону. Такі стимули може задавати жорстка конкуренція на ринках капіталів і товарів, створювати й захищати яку покликана держава.

Балансу сил учасників ділової корпорації, що рівнозначно подоланню домінуючої наразі неринкової інсайдерської моделі, можна досягти не окремими змінами, а лише системою заходів, яка має включати:

- активізацію механізмів прямої участі акціонерів у корпоративному управлінні через регламентацію процедур підготовки й проведення загальних зборів акціонерів, забезпечення представництва різних груп акціонерів в органах управління, захист законних інтересів міноритарних власників у разі повторної емісії акцій і їхньої незгоди з рішеннями загальних зборів тощо;

- підвищення ролі й відповідальності наглядової ради через формалізацію процедур її взаємовідносин з менеджментом компанії, встановлення підзвітності менеджменту на основі жорсткої системи контролю й оцінки його роботи, ретельний підбір членів ради за принципами незалежності, компетентності, добросовісності тощо;

- встановлення ефективних механізмів зовнішнього контролю корпоративної діяльності шляхом прийняття цілісної законодавчо-правової системи, утвердження незалежного судочинства, налагодження інфраструктури ринку прав власності, створення конкурентного режиму господарювання тощо.

Обґрунтуємо свої міркування. Акціонери, які володіють простими

(голосуючими) акціями, повинні, з нашого погляду, мати переважне право на придбання акцій додаткових емісій та викуплених корпорацією власних акцій. Це пояснюється тим, що цінність їхніх акцій залежить і від частки внесеного ними паю до статутного капіталу корпорації. Тому надання їм по закону переважного права покупця нових акцій буде цілком справедливим по відношенню до них актом – за ними зберігається можливість самовизначитися зі своєю часткою прав власності щоразу при залученні корпорацією капіталу через фондовий ринок.

Так само принцип справедливості вимагає, аби в корпораціях власники простих акцій мали право вимагати викупу товариством належних їм акцій за справедливою (ринковою) ціною у випадку, якщо на загальних зборах вони голосували проти рішень, що обмежують їхні права. Таке право акціонерів визнається майже в усіх країнах з ринковою і перехідною економіками. Адже кожен інвестор має природне право на незгоду при вирішенні складних питань, що стосуються реорганізації, укладення значних угод чи внесення змін до статуту корпорації. Це особливо актуально для дрібних акціонерів, вплив яких на прийняття рішень загальними зборами у кожному окремому випадку зазвичай незначний. Саме безправність міноритарних акціонерів в управлінні товариством сприяє проведенню операцій через конвертацію цінних паперів, передусім, консолідацію акцій.

Проте, на практиці, як показує досвід країн з перехідною економікою, скористатися правом викупу своїх акцій за справедливою ціною акціонеру дуже складно через відсутність розвиненого фондового ринку. За цієї обставини ціну прав власності можна визначити лише умовно, з багатьма припущеннями, з допомогою незалежного оцінювача.

Разом з тим, вихід із закритої корпорації великого числа акціонерів з компенсованою часткою капіталу може призвести до паралічу господарства та ще й зробити його вимушеним боржником для партнерів. Тому є сенс узаконити допустимий термін дії права акціонера вимагати викупу його акцій у цьому зв'язку та ввести ліміт суми коштів для цієї мети в 10-15% вартості чистих активів корпорації. Адже корпорація зобов'язана не допускати зменшення вартості свого

капіталу нижче зафіксованого у статуті розміру статутного фонду, аби не зашкодити інтересам кредиторів.

Переважне право акціонерів уже закріплено у новому Господарському кодексі (ГК). Однак, через надмірну лаконічність, ГК не визначає механізм реалізації акціонерами свого права. Тому він потребує детальної регламентації у статутах корпорацій, а саме: порядок інформування акціонерів про продаж акцій, порядок розподілу акцій серед акціонерів, термін здійснення переважного права. При виборі варіантів розподілу акцій дуже важливо врахувати кількість акціонерів, величину раніше придбаного кожним із них пакета акцій, а також особливості розподілу сил у корпорації. Рішення щодо перепродажу корпорацією власних акцій її вищим керівникам має прийматися окремо загальними зборами акціонерів чи, за їх дорученням, наглядовою радою.

Щодо реагування нового Цивільного кодексу України на корпоративні реалії, то потрібно зазначити, що він продовжив наслідування традицій класичного приватного права, згідно з яким власник володіє, користується, розпоряджається своїм майном на власний розсуд. Він закріплює лише загальні принципи здійснення права власності, його непорушності. Інакше кажучи, всупереч реальним відносинам корпоративної власності, акціонер прирівняний до звичайної приватної особи. Тому прийняття Закону “Про акціонерні товариства” стає вкрай необхідним.

Та навіть детальне корпоративне законодавство має все-таки робити окремі виключення, зваживши на потребу практики у гнучких, ситуативних підприємницьких рішеннях. Проте, у будь-якому випадку, рішення керівників корпорацій із тих, що зачіпають законні інтереси інвесторів, а також процедури їх прийняття, повинні бути неодмінно передбачені у статуті корпорації. До цього їх, звичайно, повинен зобов'язувати закон. Одним із таких законних виключень, можна, з нашого погляду, вважати надання акціонерним зборам права схвалення рішення про незастосування акціонерами свого переважного права у випадку, коли доцільною видається додаткова емісія акцій під конкретного стратегічного інвестора. Поступившись частково своїми частками прав на користь такого власника, акціонери матимуть надію на поліпшення справ у корпорації, а отже, й

підвищення цінності належних їм прав. Але важливо і тут застерегти права дрібних акціонерів: рішення про додаткову емісію по закритій підписці мають приймати тільки загальні збори і тільки кваліфікованою більшістю у три чверті від кворуму, адже наслідком такого рішення буде зменшення часток власності акціонерів.

Концентрація значних пакетів акцій (понад 60% загальної кількості голосуючих акцій), зрозуміло, суттєво обмежує реальні права дрібних акціонерів, і з цим об'єктивним процесом потрібно рахуватися. У цьому зв'язку закон має зобов'язувати акціонера (акціонерів, що діють спільно), який придбав значний пакет акцій, письмово запропонувати всім акціонерам продати йому свої акції, крім, звичайно, випадків купівлі такого пакету акцій у процесі приватизації.

Міноритарні акціонери мають мати право на скликання позачергових зборів акціонерів. Так, пропонується встановити 10-відсотковий поріг (частку у статутному капіталі), за якого відповідна група акціонерів має право вимагати скликання таких зборів. Така норма діє, зокрема, у Великій Британії, Франції, Швеції, Нідерландах, Швейцарії. Водночас ця норма має прийматися і за рівень кворуму, необхідний для визнання цих зборів акціонерів повноважними. Але, якщо двічі такі збори зривалися через відсутність кворуму, питання їхнього порядку денного мають автоматично передаватися на вирішення наглядовій раді за її згодою. Пасивність акціонерів не повинна паралізувати роботу корпорації. Це, зокрема, передбачено законами західних країн. Так, у Франції збори акціонерів вважатимуться повноважними, якщо на них представлена чверть випущених акцій з правом голосу, а в разі повторного скликання – за будь-якої кількості голосів. У законі також доцільно закріпити 10-відсотковий поріг для доступу акціонерів до таких документів, як заповнені бюлетені для голосування, довіреності на участь у зборах акціонерів, накази і розпорядження керівництва тощо.

Важливим механізмом захисту прав міноритарних акціонерів у великих корпораціях слугує система кумулятивного голосування при виборах наглядової ради. При цій системі кількість належних акціонеру голосів кратно збільшується на кількість місць у наглядовій раді, а акціонеру надається право віддати усі підраховані таким чином голоси за одного кандидата чи розподілити їх між

кількома кандидатами. В результаті навіть той акціонер, який виявився у меншості, при наявності достатньої кількості акцій може забезпечити своє представництво у наглядовій раді. На відміну від цього мажоритарна система голосування не давала такої можливості, навіть якщо й акціонер, який виявився у меншості, мав 49,9% голосів. Пороговим значенням для застосування системи кумулятивного голосування, як показує досвід інших країн, доцільно взяти умову, якщо чисельність акціонерів-власників простих акцій становить понад 1000 осіб.

У загальному вигляді мінімальний пакет акцій, необхідний для обрання свого представника у наглядову раду, визначається за формулою:

$$n = \left(\frac{ds}{D+1} \right) + 1,$$

де n – мінімально необхідний пакет акцій;
 d – кількість кандидатів, обрання яких прагне добитися акціонер;
 s – загальна кількість випущених акцій;
 D – загальна кількість місць у наглядовій раді.

Однаково справедливе ставлення до усіх груп акціонерів, включаючи іноземних, виголошує концепція “одна акція – один голос”. І хоча цей принцип не став загальноприйнятим у діловому світі, зокрема у США, з нашого погляду, для умов перехідної економіки він має бути збережений. Головним аргументом на його користь є та обставина, що корпоративний сектор тут сформувався не еволюційним шляхом, не шляхом переростання бізнесом вузьких рамок індивідуальних приватних володінь, а в основному шляхом приватизації державної власності. Тому вагомість прав власності (кількість голосів) кожного акціонера певної корпорації повинна визначатися тільки за кількістю акцій, а не якимись привілеями когось із її засновників.

Означений принцип задекларований у чинному Законі України “Про господарські товариства”. Однак на практиці у статуті деяких компаній закладені інші критерії більшості в різних ситуаціях, спрямовані зазвичай на дискримінацію прав аутсайдерів. Цей принцип доцільно закріпити і в новому корпоративному законі, а також потрібно добитися обов’язкового приведення у відповідність з ним корпоративних статутів.

Жорсткий контроль з боку держави за дотриманням норми щодо однаково справедливого ставлення в корпорації до всіх її акціонерів у доповненні з використанням кумулятивного голосування матиме своїм результатом також представництво в наглядовій раді та її комітетах інституціональних інвесторів. Це особливо важливо стосовно тих фінансових інститутів, які самі представляють інтереси широкого кола дрібних інвесторів, у тому числі й акціонерів. При цьому, однак, можливий негативний вплив таких інститутів на стратегічний розвиток корпорації, оскільки їхній інтерес зазвичай не йде далі отримання поточних дивідендів для наступного розподілу серед своїх інвесторів. Та все ж їх присутність у наглядовій раді можна розглядати як важливий чинник демократизації діяльності цього органу управління в інтересах усіх інвесторів.

Важливе значення в плані урегулювання відносин між акціонерами й менеджментом корпорації має законодавче закріплення поняття значної угоди та встановлення чіткого порядку укладання таких угод. Це, з нашого погляду, посилює контроль акціонерів за укладанням угод, які можуть істотно впливати на фінансове становище корпорації. Рішення про укладання значних угод та угод, щодо укладання яких існує зацікавленість посадовців, основних власників та їх афілійованих осіб повинні ухвалюватися наглядовою радою, а у певних випадках – загальними зборами акціонерів. В перелік обов'язкової корпоративної документації також слід включити офіційний реєстр договорів, угод та інших документів, по яким виникають зобов'язання компанії.

Зважаючи на поширену практику маніпулювання з трансфертними цінами та виведення прибутку з-під оподаткування й виплати дивідендів усередині вертикально інтегрованих холдингових структур, доцільно було б виключити вплив дочірніх фірм, які зазвичай перебувають у повній залежності від керівництва материнських компаній, на формування й діяльність органів корпоративного управління у материнських компаніях.

Закон “Про акціонерні товариства” має чітко визначати основні повноваження корпоративних органів управління, формалізувати процедури взаємовідносин наглядової ради і правління компанії. Вирішення найбільш важливих питань

діяльності корпорації потрібно залишити за загальними зборами. З нашого погляду, питання виняткової компетенції загальних зборів акціонерів належним чином уже прописані у новому Цивільному кодексі України (ст. 159). Однак повноваження наглядової ради залишаються невизначеними.

Вивчення практики показує, що збалансованість та ефективність системи корпоративного управління досягається у разі, коли наділення наглядової ради повноваженнями відбувається не за рахунок скорочення обсягу прав менеджменту. Контролюючи реалізацію своїх інтересів, власники не повинні шкодити управлінню виробничо-господарським процесом. Але разом із чіткою фіксацією у законі основних повноважень членів наглядової ради має бути передбачена й їх відповідальність, у тому числі солідарна, адже саме рада, як ніхто, покликана контролювати діяльність корпорації та захищати права акціонерів.

До компетенції наглядової ради як контрольно-розпорядчого органу корпорації доцільно, з нашого погляду, віднести наступні питання:

- визначення пріоритетних напрямків діяльності корпорації;
- формування виконавчого органу корпорації й дострокове припинення його повноважень, визначення розмірів виплачуваних йому винагород;
- визначення ринкової вартості майна;
- викуп товариством власних раніше розміщених цінних паперів;
- прийняття рекомендацій щодо розміру дивідендів та порядку їх виплати;
- використання резервного та інших фондів товариства;
- затвердження внутрішніх документів, що визначають порядок діяльності органів управління корпорації;
- контроль за належним інформуванням акціонерів;
- укладення значних угод, пов'язаних із придбанням та відчуженням товариством майна, вартість якого не перевищує 50% балансової вартості активів товариства, а також угод, у яких посадові особи й контролюючі власники мають особистий інтерес.

Напрацьованими світовою корпоративною практикою заходами, що виконують роль противаг перетворенню ради в маріонетковий у руках

адміністрації й контролюючих власників орган, слугують:

- по-перше, вивільнення наглядової ради від осіб, пов'язаних із компанією діловими стосунками (адміністраторів і афілійованих осіб);
- по-друге, обов'язкове представництво у раді міноритарних акціонерів;
- по-третє, організація усередині ради комітетів – з аудиту, призначень і винагород менеджменту, по зв'язках з акціонерами тощо.

Із зазначених вище заходів поліпшення корпоративного управління перші два, з нашого погляду, потребують закріплення силою закону. Суміщення адміністративної посади та членства в раді, зауважимо, уже заборонено чинним законом. Щодо створення у раді комітетів чи виділення у розпорядження ради бюджетів для оплати послуг аудиторів і консультантів, то вирішення цих питань доцільно залишити за корпораціями, на розсуд самих акціонерів. Його урегулювання в статуті товариства дозволить повніше відобразити специфіку його господарської діяльності, рівень корпоративної культури власників. Разом з тим, конче важливо усунути вимогу чинного законодавства формувати раду виключно із числа акціонерів. Акціонери зацікавлені залучати до ради в якості незалежних директорів і знаних експертів, не тільки покладаючись на їхню фаховість і незалежну думку, а й демонструючи у такий спосіб ринку та суспільству прозорість управління компанією.

Зважаючи на перехідний стан економіки й суспільства, брак високої корпоративної культури, доцільним представляється статутне унормування мінімального кількісного складу наглядової ради корпорацій у залежності від загальної кількості акціонерів. Враховуючи загальносвітові тенденції щодо цього аспекту корпоративного розвитку, ми пропонуємо закріпити такі мінімальні кількісні склади наглядової ради: при чисельності акціонерів понад 5 тис. – 7 осіб; понад 10 тис. – 9 осіб; понад 20 тис. – 11 осіб.

Законодавчого урегулювання потребує порядок оприлюднення структури статутного капіталу корпорації, включаючи відомостей про афілійованих власників. Консолідація корпоративної власності у постприватизаційний період суттєво позначилася на персоніфікованій структурі капіталу. Долучення до процесу

перерозподілу прав власності афілійованих осіб забезпечило високий реальний рівень концентрації корпоративного контролю. Наявність тісних родинно-кланових та інших зв'язків у системі корпоративної власності є важливою інформацією для акціонерів та потенційних інвесторів, яка, як відомо, зазвичай сприймається негативно, як сигнал наявності підвищеного ризику для інвестиційних рішень. Враховуючи цю обставину, вважаємо, що, по-перше, має існувати заборона на публічний обіг акцій емітентів, які уникають належного розкриття передбаченої законодавством інформації, й, по-друге, Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку, яка від імені держави здійснює контроль за випуском та обігом цінних паперів, має бути наділена повноваженнями на накладення штрафних санкцій за правопорушення в області розкриття інформації, причому в окремих випадках без надання порушникам права судового оскарження прийнятих рішень.

Узагалі закон має встановлювати суворий режим розкриття інформації емітентами цінних паперів для відкритого ринку, позаяк вона слугує головною опорою ринкового моніторингу корпорацій і має ключове значення для здійснення акціонерами свого права голосу. Це тим більш важливо для перехідної економіки, де за відсутності розвинених інститутів корпоративного управління належний рівень прозорості структур власності й розкриття інформації стає найважливішим чинником для запобігання зловживанням та сприяння позитивним зрушенням у цій сфері. Така інформація має бути достатньо повною для прийняття виваженого інвестиційного рішення, але, разом із тим, не ставити під загрозу конкурентні позиції корпорації. Ясна річ, вона повинна також бути достовірною, співставною, регулярною, а в разі суттєвих змін у корпорації – і своєчасною. Відповідальність корпоративних посадовців за зловживання своїми законними повноваженнями щодо належного інформування інвесторів, як і за укладення інсайдерських угод та фальшування рішень загальних зборів акціонерів, має бути невідворотною й адекватною заподіяній шкоді (у вигляді адміністративних і матеріальних стягнень, кримінальних покарань).

Різними є підходи науковців і практиків до правового вирішення питання стосовно обов'язковості виплати дивідендів. На нашу думку, пропозиція щодо

закріплення у законодавстві норми, яка б зобов'язувала корпорації відраховувати у дивідендний фонд фіксований відсоток чистого прибутку, не є раціональною. Вона суперечить принципам ринкового господарювання та корпоративного самоуправління. Інша справа, що задля забезпечення однакового ставлення до всіх акціонерів та гарантування їх інтересів потрібно законодавчо зобов'язати суб'єктів корпоративної форми закріпити у своїх статутах граничний термін та форму виплати дивідендів (грошима чи акціями компанії). Щодо відбиття у статуті та/чи внутрішніх положеннях корпорації конкретних чинників формування дивідендної політики, то відповідні рекомендації дають міжнародні й національні принципи корпоративного управління, які слід широко популяризувати.

Крім акціонерів, законодавчого захисту в системі корпоративного управління потребують також права та інтереси *кредиторів*. Адже створення боргів в сучасних умовах перетворилося у найбільш зручний спосіб фінансування ділових операцій і водночас стало одним із факторів гальмування позитивних зрушень у системі власності й управління корпораціями. Між тим, залучення позик залишається, як ми бачимо зараз і в короткостроковій перспективі, головним джерелом зовнішнього фінансування для корпоративного сектора. Тому, крім процедури банкрутства як найбільш радикального механізму зміни менеджменту й неефективного власника корпоративного капіталу, представляється необхідним задіяти й інші механізми захисту прав кредиторів у системі корпоративного управління. Зокрема, важливо досягти обов'язкового інформування кредиторів у разі реорганізації товариства, укладання значних угод, здійснення дивідендних виплат і викупу акцій, якщо наслідком цих рішень стане зменшення активів корпорації й підвищення ризику її неплатоспроможності перед кредиторами.

Разом з тим, враховуючи, з одного боку, фінансову слабкість банківської системи в умовах перехідного стану економіки, а з іншого, – і реальну слабкість управління самими банками, їхньою кредитною діяльністю, вважаємо за доцільне істотно посилити відповідальність комерційних банків за дотримання фінансової дисципліни та ефективний розподіл грошового капіталу. Банківські кредити повинні надаватися компаніям, які дотримуються високих стандартів

корпоративного управління. У цьому плані важливого значення набуває якість і ефективність корпоративного управління у самих банках, прозорість їхньої структури власності та ступінь реального контролю акціонерами використання банківського капіталу.

Теперішні банківські корпорації сформувалися як найбільш закриті бізнесові структури, що засвідчує вагома участь у їхньому статутному капіталі офшорних компаній та “дружніх” для керівників і власників банків вітчизняних фірм (див. додаток С). Вони, вочевидь, ще більше, ніж нефінансові корпорації, побоюються неконтрольованого ними залучення акціонерного капіталу через організований фондовий ринок. Поліпшення стану корпоративного управління банками, а отже й підвищення їх ролі в системі управління нефінансовими корпораціями, з нашого погляду, можна досягти таким основними напрямками:

- забезпеченням жорсткого контролю за дотриманням економічних нормативів у банківській діяльності, зокрема щодо мінімального розміру статутного капіталу;

- вимогами до засновників і керівників банків щодо їхнього рівня професійної підготовки, практичного досвіду, морально-етичних стандартів;

- створенням правових передумов посилення конкуренції у банківському секторі шляхом зняття заборони на відкриття в країні філій і представництв закордонних банків (Відповідну поправку до Закону України “про банки і банківську діяльність” (№2402) уже прийнято);

- узаконенням одномоментної легалізації тіньових капіталів незлочинного походження тощо.

Важлива роль у розвитку інвестиційних процесів та підвищенні ефективності корпоративного управління відведена інститутам спільного інвестування. Ті інвестиційні фонди та взаємні фонди інвестиційних компаній, що створені в період масової приватизації державних активів з метою акумуляції коштів і приватизаційних майнових сертифікатів громадян та їх наступного інвестування в акції приватизованих підприємств, фактично вичерпали свої можливості. Тепер вони стоять перед вибором – або ліквідуватися, або трансформуватися у новий

інститут спільного інвестування. Нову модель цього інституту визначає Закон України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)”, який набрав чинності в 2001 р. [177]. Ним встановлені більш жорсткі обмеження й вимоги до цих суб’єктів фондового ринку, а також механізм багаторівневого контролю за їх діяльністю. Управління активами інститутів спільного інвестування, зокрема придбання акцій корпорацій реального сектора економіки та використання відповідних прав, на договірних засадах доручається виключно тим компаніям, які отримують ліцензію на цю діяльність. Інакше кажучи, управління активами інвесторів, включаючи корпоративні права, стає більш професійним. Разом з тим, рамковий характер названого вище закону залишає ряд питань, що потребують додаткового нормативного врегулювання, зокрема з боку ДКЦПФР стосовно реорганізації колишніх інститутів.

Як показує практика, пристосування до реального середовища інститутів спільного інвестування, а їх наразі доповнюють і недержавні пенсійні фонди, відбувається інколи у досить своєрідний спосіб. Вони, замість того, аби залучати до управління активами досвідчених гравців фондового ринку, намагаються створити свої (під себе) компанії, що заборонено законом. ДКЦПФР як регулятивний орган держави у цій сфері має поставити жорсткий заслін цим правопорушенням шляхом моніторингу та ліцензування діяльності учасників фондового ринку. Світовий досвід управління активами асоційованих інвесторів учить, що найбільш раціональним напрямком інвестування є диверсифікація, тобто укладання договорів з кількома управляючими компаніями. Адже у цьому випадку не лише страхується ризик, а й досягається конкуренція між компаніями, що управляють активами одного й того ж фонду, підвищується їхня відповідальність, а сам фонд отримує можливість вибору кращого партнера.

Як засіб державного впливу на забезпечення прозорих структур власності й контролю у корпораціях потрібно розглядати також поступовий перехід до міжнародних стандартів і принципів обліку, використання аудиторських послуг. Згідно з міжнародними стандартами фінансового обліку компанії зобов’язані розкривати у річних звітах, зокрема, усі угоди з афілійованими особами, сальдо

усіх внутрішніх угод для відображення реального обороту і оприлюднювати завірені аудиторами звіти. Зрозуміло, що стимулюючий ефект цього заходу полягає у можливості для корпорації таким чином підвищити рівень ліквідності акцій та знизити вартість залучуваного капіталу. Партнером держави у досягненні цієї мети виступають саморегульвні організації ринку цінних паперів (компанії, що спеціалізуються на аудиті, торгівлі цінними паперами, реєстраторській і депозитарній діяльності, управлінні активами й цінними паперами тощо, а також професійні організації, що об'єднують їхніх учасників, – асоціації, спілки та ін.). Жорсткою дисципліною у сфері ліцензування й контролю за діяльністю професійних учасників фондового ринку, а також контролю за якістю надаваної корпораціями звітності¹⁾, можна істотно посилити стимули для власників і керівників корпорацій діяти за правилами цивілізованого ринку.

Серед інституціональних факторів розвитку корпоративних відносин особливо слід вказати на важливість забезпечення дійсно незалежного обліку прав на акції. Теперішні маніпуляції з обліком акціонерів пов'язані не лише з людською непорядністю, а й з комерційним статусом реєстраторів, їх зацікавленістю у збереженні клієнтури, а також незахищеністю від тиску з боку корумпованих чиновників і криміналітету. Очевидно, крім жорсткого регулятивного контролю, необхідними є державні гарантії недоторканості обліку акціонерних прав. Мабуть, конструктивним вирішенням цього питання буде ідея створення національного реєстратора як суто державної установи на кшталт національного депозитарію.

Вивчення практики показує безуспішність спроб суто адміністративними заходами заставити емітентів та професійних учасників ринку цінних паперів перемістити торгівлю акціями інвестиційно привабливих компаній на біржовий ринок. Так, прийняті на основі цього підходу відповідні нормативно-правові акти ДКЦПФР були зрештою оскаржені в суді й визнані нелегітимними. Спроба цього ж регулятивного органу провести відповідний законопроект через Верховну Раду

¹⁾ Примітно, що недавні махінації в корпораціях змусили уряд США ввести з 2002 р. нові стандарти фінансової звітності, які мають зробити корпорації більш “прозорими” для суспільства та унеможливити штучне накручування показників. Так, за підсумками 2002 р. підрахований за новими правилами діловий оборот енергетичної галузі знизився на 75% (Див.: Экономика и управление в зарубежных странах. – 2004. – №5. – С. 30).

також провалилася. Отож, урок, що випливає з цих реалій, полягає у необхідності пошуку *економічних* важелів впливу на поведінку суб'єктів ринку корпоративних цінних паперів.

Засобами заохочення трансакцій з корпоративними цінними паперами на організованому ринку, на нашу думку, могла б бути система пільг, зокрема:

- звільнення корпорацій від сплати державного мита за реєстрацію випуску цінних паперів, розміщення якого здійснюється на організованому ринку;
- здешевлення послуг клірингового депозитарію;
- зниження податкового тиску на операції з корпоративними цінними паперами та доходи по них.

Низький рівень культури управління корпоративним капіталом на постсоціалістичному терені свідчить також про потребу в проведенні освітніх програм, спрямованих на забезпечення кращої обізнаності акціонерів і громадян з проблемами та механізмами корпоративного управління. Навчальні дисципліни з основ корпоративного управління повинні стати обов'язковим елементом навчальних планів вузів і факультетів економічного профілю, для інших – факультативним предметом. Дієвим засобом підвищення рівня корпоративної і правової культури громадян повинні стати засоби масової інформації, а ініціаторами цієї акції – уряд і громадські інститути.

Звичайно, запровадження навіть здавалось би найкращих законодавчих норм щодо урегулювання корпоративних відносин не дасть відразу бажаного результату. Його можна досягти тільки шляхом введення і поступового удосконалення законодавства з огляду на виявлені по ходу проблеми. Разом з тим, не менш важливо, аби власники мали надійний судовий захист своїх прав. В аспекті розбудови правової держави кожен акціонер, незалежно від кількості наявних у нього акцій, повинен мати право подати позов до корпорації та її посадовців з метою відшкодування нанесених йому збитків. Проте наразі вплив держави на емітентів обмежений і зводиться лише до штрафів, розмір яких символічний у порівнянні із завданими акціонерам збитками. Тому вкрай важливо посилити адміністративну відповідальність за злісні порушення прав акціонерів: збитки від

покарання мають утримувати від спокуси нехтування законом. Слід також спростити процедуру порушення судових справ, передусім, у частині зменшення розміру мита з цих справ. Зі свого боку, радикальної реформи потребує й судова система, зокрема підвищення рівня кваліфікації суддів у питаннях корпоративних відносин, забезпечення їхньої незалежності тощо.

Насамкінець, нагальна проблема захисту прав акціонерів пов'язана із законодавчим урегулюванням механізму банкрутства, який став наразі основним засобом кримінального переділу корпоративної власності. Звичайно, інститут банкрутства має діяти безвідмовно у разі заподіяння шкоди законним інтересам кредиторів, проте полегшена можливість його застосування в сучасних умовах перетворилася у вагомий чинник дестабілізації прав акціонерів.

Інститут банкрутства в Україні регулюється Законом “Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом” (1999 р.), який, у супереччя його оновленій назві, концептуально й практично все-таки є радикально прокредиторським. Залишаючи можливості для інсайдерів вивести ліквідні активи, звільняючись від боргових зобов'язань, чинний Закон дозволяє недобросовісним кредиторам, вдаючись до фіктивних банкрутств, перехоплювати підприємства й відбирати чужу власність.

Як суто корпоративний закон (“Про акціонерні товариства”) має неодмінно забезпечити водночас інтереси *і* кредиторів в управлінні корпораціями, так і закон, що регулює боргові правовідносини, зі свого боку, теж повинен захищати інтереси *усіх* інвесторів – і кредиторів, і акціонерів, гарантувати максимально виважений підхід до розгляду безспірних вимог кредиторів. Адже захист прав власності ефективний тоді, коли він максимально сприяє залученню інвестицій в економіку. У цьому плані необхідно, з нашого погляду, передусім, законодавчо виокремити ознаки неплатоспроможності суб'єкта господарювання і його неспроможності взагалі, оскільки перші з них ще залишають власникам шанс для фінансового оздоровлення й погашення боргу, тоді як другі слугують підставою для банкрутства. За чинним же Законом, для порушення процедури банкрутства достатньо, аби підприємство мало борг у розмірі не менше 300 мінімальних зарплат

і не спромоглося його погасити протягом трьох місяців. Це на руку, в першу чергу, шахраям, які, навмисно “посадивши” підприємство на борги чи скупивши цю саму достатню суму його боргів, хвацьки банкрутують підприємство й перерозподіляють власність. Пошук компромісу, або варіант досудового стягнення боргів, при цьому необов’язковий, а боржник з відкриттям процедури банкрутства фактично позбавляється права на свій захист.

Та критерій неспроможності, на наше переконання, не може зводитися до якоїсь фіксованої суми боргу, оскільки компанія може переживати тимчасові фінансові труднощі, приміром, унаслідок різкого росту дебіторської заборгованості, зміни ринкової кон’юнктури, невдало вибраної стратегії розвитку, зрештою, форс-мажорних чинників. Неспроможність боржника повинна з’ясуватися, насамперед, в індивідуальному порядку, шляхом знаходження компромісу між сторонами, й лише за його неможливості має порушуватися провадження у справі про банкрутство. Позитив ось такого порядку ми бачимо в тому, що криза природно змусить власників поборотися за свій капітал, активізувати усі центри прийняття корпоративних рішень, персонально посилити наглядову раду й топ-менеджмент тощо. Кредитори при цьому, звісно, можуть ухвалювати запропонований боржником план фінансового оздоровлення (відновлення платоспроможності) підприємства й графік погашення боргу.

Акціонери повинні брати участь у вирішенні усіх питань, що зачіпають їхні законні права та інтереси. Проте наразі долю їх компанії, що заборгувала, вирішує виключно комітет кредиторів. Останній за участю арбітражного керуючого фактично перебирає на себе всі права органів управління корпорацією, нехтуючи, таким чином, корпоративними правами. Хоч як це парадоксально, але саме кредитори без формальної участі акціонерів часто практикують такий спосіб відновлення платоспроможності боржника як обмін боргів на акції, приймаючи рішення про створення ВАТ на базі очищених від боргів активів боржника, що передбачає в підсумку перехід права власності до кредиторів. Навіть законодавчо не обов’язковим вважається ознайомлення власників із результатами оцінки майна. Права боржника мають усе-таки бути застережені законом для того, щоб захистити

ефективних власників від шахрайства з боку недобросовісних кредиторів та інсайдерів, гарантуючи їм можливість оскарження рішення комітету кредиторів і арбітражних керуючих. Власники повинні мати узаконений шанс зберегти компанію, сповна погасивши її заборгованість.

Урегулювання конфлікту інтересів кредиторів і власників боржника потребує також забезпечення, справді, нейтрального статусу арбітражного керуючого, аби він діяв сумлінно та розумно з урахуванням інтересів боржника і його кредиторів. Адже сьогодні ці специфічні учасники процедури банкрутства часто вступають у змову з кредиторами, або фактично під їх маскою інсайдерами боржника, і організовують виведення активів на їх користь. Процедура призначення антикризового керуючого наразі є не інакше як корупційною: самі ж кредитори зазвичай пропонують суду свої кандидатури цих суб'єктів. Призначені “свої” арбітражні керуючі визначають суми боргу по кожному кредитору, керуючись при цьому, звісно, інтересом свого протектора; останній, у свою чергу, надалі санкціонує всі рішення щодо того, як і в чий інтересах проводити процедуру банкрутства. Таким чином, перекошене законодавство про банкрутство заохочує до “дикого” переділу власності: не варто тратитись на скупівлю акцій і ще й боротись за голоси акціонерів – достатньо скупити частину боргів і призначити “свого” арбітражного керуючого.

Для усунення такої практики необхідно, на нашу думку, по-перше, обмежити законом повноваження арбітражного керуючого виключно функціями щодо відшкодування визнаної суми боргу, зберігши тим самим на час його діяльності корпоративні права власників; по-друге, передати контроль за діяльністю керуючих саморегульвним організаціям, членство у яких для цих осіб має бути обов'язковим. Державне ліцензування арбітражних керуючих, як видно із практики, не вирішує проблеми, ба більше, воно суперечить принципу нейтральності “арбітрів”, позаяк держава сама часто виступає позивачем у боргових справах, а її Агентство з питань банкрутства наділене монопольним правом на продаж майна підприємств-банкрутів. Стосовно ролі саморегульвних організацій за участю суддів господарських судів, то вони, разом із державними інституціями, розроблятимуть

стандарти діяльності арбітражних керуючих і прискіпливо оцінюватимуть їх практичну діяльність. Українською важливо також технологічно доопрацювати уже законодавчо встановлену норму про обов'язкове страхування відповідальності арбітражних керуючих на випадок заподіяння шкоди сторонам, що беруть участь у справі про банкрутство. У підсумку зазначених вище законодавчих змін, гадаємо, процедура банкрутства стане прозорішою і сприятиме більш цивілізованому вирішенню конфлікту інтересів кредиторів та власників корпоративних суб'єктів господарювання.

Задасмо питанням: чому Україна так припізнюється з уведенням спеціального корпоративного законодавства, попри достатній досвід своїх сусідів?

Головний чинник умисного гальмування правової реформи у галузі корпоративного управління, на нашу думку, – це незавершеність процесу первісного нагромадження капіталу, наявність виняткових можливостей збагачення ділками “тіньового” бізнесу шляхом переділу корпоративної власності, передусім, держави й інших власників. Переконливим доказом цього є той факт, що законопроекти “Про акціонерні товариства” уже кілька років поспіль рішуче відкидаються законодавцями як передчасні. Найбільший спротив з їх боку великих власників та їхніх лобістів, зокрема, викликають пропоновані норми:

- щодо обов'язкового розкриття відомостей про контролюючих власників та афілійованих осіб;
- щодо оприлюднення у звітах та проспектах емісії цінних паперів інформації про винагороди посадових осіб корпорації;
- щодо контролю акціонерів за укладанням керівниками підприємств значних угод;
- щодо викупу контролюючими власниками акцій у дрібних власників за ринковою ціною у випадку їх незгоди з рішеннями зборів акціонерів;
- щодо примусового (через обмеження чисельності акціонерів) “розкриття” закритих акціонерних товариств;
- щодо заборони держслужбовцям займати за сумісництвом посади в органах управління корпорацією тощо.

Боязнь радикальних правових реформ у галузі корпоративного управління зазвичай маскується популістськими гаслами про захист колективної форми власності, про те, що інтереси колективу мають стояти вище особистих інтересів акціонерів і т.п. Водночас, як свідчать результати опитувань, багато керівників корпорацій вважають появу базового закону про акціонерні товариства необхідною [441, с. 23]. І це зрозуміло, адже за відсутності належної специфікації й захисту прав власності не захищений ніхто – ні звичайні акціонери, ні великі власники, на менеджмент, ні держава. На захист сподівається тільки той, хто має політичну і/чи кримінальну підтримку. Але подібний захист завжди буває лише тимчасовим і непередбачуваним у перспективі.

Ми не поділяємо песимізм тих дослідників, які схильні думати, що ключові питання корпоративного управління мають бути юридично вирішені лише по закінченні періоду первісного нагромадження капіталу, оскільки їх негайне упровадження призведе до нового витка перерозподілу власності [442, с. 177]. По-перше, перерозподіл власності – закономірність розвитку корпоративних відносин, процес відбору ефективного власника, а відтак не доцільно стримувати його штучно; по-друге, консолідація корпоративної власності в Україні уже завершується, й тому є критична маса акціонерів, зацікавлених у належній специфікації своїх прав. Перспективу суттєвого поліпшення правового поля в корпоративному секторі ми пов'язуємо передусім з демократизацією інституту влади. Потрібна політична воля й для того, аби легалізувати реальних бенефіціарних власників корпоративного капіталу, які наразі маскуються за ланцюжками афілійованих осіб. Йдеться не лише про юридичне закріплення прав власності, включаючи механізми їх здійснення, а й про незалежне судочинство, широкий громадський контроль за діями посадових осіб. Росія сьогодні, маючи деталізоване корпоративне законодавство, подає приклад того, як головним чинником проблем у корпоративному управлінні, тобто жорстоких війн усередині й довкола корпорацій, стало погане виконання законів [443, с. 84].

Корпоративний досвід країн з ринковою та перехідною економікою переконує у тому, що тільки *активні дії* на захист прав і законних інтересів дають найбільший

результат. Уся світова історія учить: реальні права громадян є результатом їхньої ж успішної боротьби. Така логіка суспільного розвитку. Пасивність номінальних власників і громадськості, навпаки, лише активізує дикий переділ власності. Виразом активності дій власників має стати, зокрема, об'єднання їх сил, у тому числі шляхом створення асоціацій (спілок), використання засобів масової інформації, тиск на владні органи. Важливим елементом дійової системи постійного суспільного моніторингу й засобом дисциплінуючого впливу на корпорації можуть слугувати, зокрема, рейтинги корпоративного управління, які складатимуться за участю компетентних і соціально відповідальних науково-аналітичних центрів.

Щодо розбудови цивілізованого правового поля для корпоративного підприємництва в Україні, то є чинники, які можуть її значно прискорити. Такими, з нашого погляду, є наступні чинники:

- нагальна потреба національної економіки в інвестиціях, попри її високу динаміку, досягнуту, головним чином, завдяки сприятливій зовнішній кон'юктурі;
- фінансова обмеженість вітчизняної банківської системи та ринку боргових цінних паперів щодо дійсних інвестиційних потреб економіки;
- наближення завершення приватизаційного процесу в країні;
- проведення амністії тіньових капіталів незлочинного походження, необхідність якої визнається уже більшістю суспільства;
- великий політичний ризик у зв'язку з реальною можливістю втягнути в коло жертв дикого переділу власності створювані нині інститути спільного інвестування й недержавні пенсійні фонди, які, згідно із законодавчим регламентом, можуть претендувати лише на роль дрібних (а значить, практично беззахисних за теперішніх умов) акціонерів;
- вступ країни до Світової організації торгівлі та загострення у зв'язку з цим конкурентної боротьби на внутрішньому ринку тощо.

В підсумку дії названих основних чинників посилюється, переконані ми, мотивація реальних власників корпоративізованих підприємств до законодавчого врегулювання відносин корпоративної власності, вигоди від якого полягають у

сприянні захисту прав та законних інтересів усіх учасників корпорації цивілізованими методами, зростанню на цій основі капіталізації підприємств, а відтак і вирішенню проблеми залучення дешевих і довгострокових фінансових ресурсів, захисту від недружніх поглинань.

5.3. Розвиток конструктивної взаємодії держави з великим капіталом у підвищенні ефективності корпоративної інтеграції та реалізації стратегічних національних інтересів

Адекватність корпоративної форми організації підприємництва сучасним потребам розвитку продуктивних сил проявляється не тільки в необхідності акціонування первинної господарської ланки, але й у наступному ініціюванні нею інтеграційних процесів та створенні на їх основі великих розгалужених бізнесових структур. Такі інтегровані корпоративні структури представляють собою об'єднання юридичних осіб – господарюючих суб'єктів виробничого, фінансово-кредитного, торговельного, науково-технічного та інших профілів – шляхом консолідації активів, передусім в акціонерній формі чи на договірній основі, для досягнення спільних економічних цілей [444, с. 54]. Інтеграційний характер цих свого роду “метаструктур” передається у їх назві як фінансово-промислових груп (ФПГ). Основними механізмами їх формування є перехресне володіння акціями (система участі); участь вищого керівництва у наглядових радах компаній, які входять у групу; наявність спільних джерел довгострокового фінансування; тісні міжфірмові торговельні відносини.

Попри незаперечну роль дрібного й середнього бізнесу у вирішенні багатьох суспільно важливих проблем, загально визнаною є та істина, що каркас сучасної розвиненої ринкової економіки формує потужний корпоративний сектор, який об'єднує довкола себе й координує діяльність множини інших суб'єктів господарювання. Це дає підстави розглядати великі корпорації не лише як об'єкти,

але й як суб'єктів масштабних структурних змін в економіці, а відтак і стратегічних партнерів держави у формуванні конкурентоздатної національної економіки.

Формування фінансово-промислових груп (ФПГ) на основі інтеграції фінансового та промислового капіталів відображає об'єктивні та стійкі тенденції розвитку сучасної економіки індустріального типу. Різноманітні капітали стають настільки взаємозалежними, що їх автономне існування втрачає сенс і логікою свого руху вони спрямовуються на створення єдиних організаційних центрів із регулюючими функціями.

Характерними рисами ФПГ є, по-перше, їх багатогалузевий, або універсальний, характер діяльності, який забезпечує гарантований доступ до фінансових, матеріально-технічних ресурсів та сприяє оперативному реагуванню на зміни ринкової кон'юнктури, й, по-друге, об'єднання юридично самостійних компаній на фінансовій основі, як правило, на основі участі в акціонерному капіталі. Хоча в розвитку сучасних ФПГ спостерігається стійка тенденція до диверсифікації їхньої діяльності, разом з тим, таким структурам притаманна виражена спеціалізація, що дозволяє виділяти певні сфери їх поширення.

Гнучкість у прийнятті рішень та координація спільних зусиль у поєднанні зі стійким та довготривалим характером зв'язків між учасниками забезпечують цій підприємницькій структурі значні переваги перед іншими суб'єктами ринку. Ці переваги ФПГ проявляються насамперед у їхніх можливостях:

- організувати спільну виробничо-господарську діяльність, реалізувати спільні науково-виробничі й інноваційні проекти (отримувати ефект синергії);
- поглиблювати спеціалізацію та розвивати міжгалузеву й регіональну кооперацію виробництва;
- добиватися підвищення стабільності постачань і платежів;
- оптимізувати обсяги виробництва й реалізації, що узгоджуються з ринковою кон'юнктурою;
- фінансувати науково-дослідні роботи, включаючи створення венчурних фірм, та оперативно впроваджувати їхні результати у виробництво;

- консолідувати та перерозподіляти інвестиційні ресурси, концентруючи їх на найбільш перспективних та вигідних напрямках;
- оптимізувати матеріальні й фінансові потоки, зокрема з погляду податкових зобов'язань;
- отримувати економію на витратах завдяки трансфертним (внутріорганізаційним) цінам, великим масштабам виробництва;
- зменшувати потребу в обігових коштах завдяки широкому використанню товарних кредитів, векселів тощо;
- створювати умови для розширення експортних можливостей підприємств та використання ними переваг міжнародного поділу праці;
- розробляти й здійснювати довгострокову стратегію розвитку на основі передбачення та формування майбутнього стану ринку.

Об'єктивна основа дії ринкових факторів формування великих інтегрованих корпорацій закладена в економії трансакційних витрат за рахунок скорочення різного роду угод, контрактів тощо, а також податкових нарахувань. У постсоціалістичних країнах, вважають Е. Перотті та С. Гелфер, створення ФПГ обумовлене високим рівнем трансакційних витрат, який гальмує розвиток фінансового сектора як автономного [445]. Таким чином, відбувається свого роду часткове витіснення ринкових відносин за межі корпоративного утворення.

Зазначені переваги фінансово-промислової інтеграції заохочують всяку ефективно діючу підприємницьку структуру з часом трансформуватися у диверсифіковану групу. Це – закономірність становлення й розвитку великого підприємництва. Така його філософія, інакше компанії загрожує або витіснення з ринку, або поглинання більш сильним конкурентом.

До середини 90-х років в Україні, судячи з поширених тоді процесів розукрупнення виробничих комплексів, руйнації традиційних міжгалузевих зв'язків, а також враховуючи факт відсутності чіткої й виваженої промислової політики та стратегії ринкових перетворень в цілому, по суті ігнорували об'єктивну закономірність розвитку сучасних продуктивних сил, виражену у необхідності створення й державної підтримки крупних інтегрованих корпоративних структур.

Лише наприкінці 1995 року вступив у дію Закон України “Про промислово-фінансові групи в Україні”.

Нині в економіці України все очевиднішими стають тенденції до концентрації й централізації капіталу, міжгалузевої інтеграції та диверсифікації виробництва, що цілком закономірно, якщо врахувати наявний значний та мало використовуваний промисловий, науковий та трудовий потенціали країни. Разом з тим, унаслідок інвестиційного колапсу впродовж попередніх років практично не змінилася колишня, значною мірою застаріла, технологічна база виробництва. Особливо небезпечне становище склалося у базових галузях – гірничо-металургійному комплексі й енергетиці. За таких обставин здійснення реструктуризації національної економіки потребує виваженої структурної та промислової політики держави, яка б передбачала відповідні пріоритети розвитку та інструментарій різнобічної державної підтримки окремих галузей. Однак здійснювана політика структурних зрушень в Україні має доволі-таки суперечливий і непослідовний характер, а відтак її ефективність є вкрай низькою.

Вирішення багатьох структурних та інших проблем перехідної економіки повинні взяти на себе корпоративні структури, перспективність яких полягає у можливостях не лише на суто кредитній основі, а й на базі акціонерної співучасті у формування статутного капіталу компанії, перехресного й пірамідального володіння правами власності вирішувати стратегічні питання розвитку виробництва та підвищення його ефективності.

У специфічних умовах української дійсності налагодження системи партнерства держави та крупних корпоративних структур може й повинно забезпечити вирішення таких завдань:

- реструктуризації економіки відповідно до критеріїв соціально-орієнтованої ринкової економіки, посилення урегульованості національного господарства та забезпечення реалізації державних програм;

- протидії спаду й депресії виробництва на основі зміцнення господарських зв'язків та формування стійкого попиту з боку виробників та споживачів;

- підвищення конкурентоздатності вітчизняного виробництва на внутрішньому та зовнішньому ринках;
- фінансової стабілізації та істотного поліпшення платіжної ситуації завдяки налагодженню взаєморозрахунків технологічно пов'язаних підприємств;
- реанімації інвестиційних процесів та переходу до інноваційної стратегії розвитку;
- підтримки малого й середнього бізнесу, який отримує в особі ФПГ не лише грізних конкурентів, але й стабільних партнерів;
- забезпечення обороноздатності держави з одночасним здійсненням конверсії ВПК і без значних втрат можливостей останнього;
- створення ефективних механізмів використання корпоративних прав держави у змішаних акціонерних товариствах;
- подолання дезінтеграції економіки як в Україні, так і в пострадянському просторі;
- скорочення тіньового сектора економіки;
- підвищення економічної безпеки країни через забезпечення державного контролю над стратегічно важливими ланками економіки, а також через досягнення координованості економічних зв'язків та відносин.

Реальні проблеми та перспективні напрями фінансово-промислової інтеграції у перехідній економіці України, як нам представляється, доцільно розглядати крізь призму основних типів фінансово-промислових інтеграції, які історично склалися в умовах розвинених ринкових економік та тенденції формування яких зберігаються в умовах перехідних економік. Такий підхід дозволяє також наочніше уявити невідповідність інституційного поля, або формальних “правил гри”, в Україні дійсній економічній природі великих корпорацій.

Багатий світовий досвід створення й розвитку ФПГ дає можливість класифікувати їх за різними критеріями, як-от:

- за способом утворення;
- за центром консолідації, або ініціатором утворення;
- за організаційною будовою;

- за формою виробничої інтеграції;
- за масштабом діяльності.

ФПГ формуються кількома способами:

- за ініціативою самих учасників, тобто на добровільно-договірній основі з використанням ринкових методів консолідації акціонерного капіталу;
- за рішенням державних органів влади;
- на основі міжурядових угод.

Найбільш поширеним у світовій практиці способом утворення ФПГ є добровільне об'єднання капіталів окремих учасників та заснування акціонерного товариства, яке представляє собою новостворену організаційну структуру з відповідним економіко-правовим статусом. Домінування приватної ініціативи у створенні ФПГ обумовлюється наявністю ринково-конкурентного середовища, яке спонукає до пошуку нових підприємницьких форм як засобів максимізації прибутку та досягнення таких стратегічних цілей, як забезпечення довгострокової життєздатності партнерів по групі і динамічного зростання спільної структури.

На противагу світовому досвіду Закон України “Про промислово-фінансові групи в Україні” [446] регламентує створення цих структур *виключно* за рішенням уряду на певний строк з метою реалізації державних програм розвитку пріоритетних галузей виробництва і структурної перебудови економіки країни, включаючи програми згідно з міждержавними договорами, а також виробництва кінцевої продукції. Зрозуміло, що визначення кінцевої продукції, необхідної на перспективу, залишено за державою. Покладення в основу цього Закону дозвільного, а не заявочно-реєстраційного, принципу звичайно ж не сприяє розвитку ПФГ, а, навпаки, ускладнює його, закладаючи підґрунтя для чиновницького свавілля та корупції влади. ПФГ такого типу можуть розглядатися потенційними учасниками як тимчасові і водночас надто жорсткі структури, що, ясна річ, не заохочуватиме до інтеграції при посередництві держави.

То ж і не випадково, що за всі роки – з моменту прийняття Закону – в Україні не було зареєстровано жодної ПФГ. 16.05.2001 р. постановою Кабінету Міністрів України №547, нарешті, після тривалих бюрократичних узгоджень, було офіційно

створено першу вітчизняну ПФГ “Титан” з метою реалізації “Комплексної програми розвитку кольорової металургії України”, але й вона виявилася нежиттєздатною. Для порівняння: в Росії у 1995 р. уже було зареєстровано 16 ФПГ, а на початок 1999 р. їх офіційна кількість зросла до 84 [447, с. 21]. Зростання ФПГ у наших близьких сусідів пояснюється відсутністю жорстких дискримінаційних норм у законодавстві та наявністю певних заходів державної підтримки цих структур. Разом з тим, слід зазначити, що в міжнародній економічній практиці процедура державної реєстрації ФПГ вважається вельми штучною й зайвою, оскільки сам хід ринкової еволюції готує різні способи інтеграції фінансового й промислового капіталів, забезпечення економічної взаємодії суб’єктів господарювання.

В залежності від центра консолідації капіталу, який ініціює створення спільної структури, ФПГ умовно поділяють на банківські, промислові та торговельні.

Центром “банківської” ФПГ виступає кредитно-фінансова організація. Прагнення банків до співробітництва з промисловими підприємствами диктується бажанням диверсифікувати свою діяльність, розширити коло клієнтури, знизити інвестиційний ризик. Акціонерний контроль над промисловими компаніями відкриває для банків також можливість розширення свого впливу на ринках лізингових, факторингових, страхових та інших фінансових послуг. ФПГ цього виду вирізняються широкою багатоманітністю партнерів, які можуть бути зовсім не пов’язані між собою виробничою кооперацією чи іншими господарськими інтересами.

В Україні інвестиційна роль банківської сфери залишається незначною через низький рівень капіталізації переважної більшості банків. Слабка капіталізація банків віддзеркалює критично важкий стан промислового капіталу, його неспроможність забезпечувати власне відтворення. Більшість банків у складі українських і російських ФПГ є слабкими й, по суті, “кишеньковими” банками. Серед окремих, дійсно, банківських ФПГ виділяються групи “Приват”, “Укрсиббанк”, “Фінанси і кредит”.

Промислово кооперовані ФПГ – це ініціативні групи, що об’єднують промислові підприємства, які здебільшого володіють високим виробничим

потенціалом для реалізації спільних інвестиційних проектів, зміцнення коопераційних зв'язків та реалізації програми їх взаємодії з фінансовими структурами.

У випадку, коли співробітництво учасників ФПГ зводиться до кооперації у постачальницько-збутовій сфері, центром консолідації капіталів виступають торговельні компанії. Багатьма товаровиробниками усвідомлена необхідність тісної кооперації з потужними й спеціалізованими у сфері постачання та збуту фірмами, що дає їм змогу ефективно впливати на ринок через контроль не лише над виробничим, а й розподільчим циклом.

У цьому зв'язку, вельми упередженою виглядає зміна назви фінансово-промислової групи на промислово-фінансову групу (ПФГ) у зазначеному вище Законі. Така зміна продиктована політичними міркуваннями, адже вона віддає пріоритет промислового потенціалу країни, відсуваючи фінансові інститути на другий план. У цьому прослідковується ігнорування світової практики, де банки чи інші фінансові інститути часто виступають ініціаторами створення ФПГ, є однією з основних структуроутворюючих ланок останньої. Суперечить таке обмеження і вітчизняним реаліям, адже, придбавши в ході приватизації значні пакети акцій промислових підприємств, банки заінтересовані у закладенні довгострокової основи своєї діяльності у виробничій сфері.

Еволюцією ринкових відносин напрацьовано чимало інструментів інтеграції підприємств-учасників ФПГ, які визначають тип її організаційної структури. За організаційною будовою виділяються “м'які” (консорціум, асоціація, союз) та “жорсткі” (холдинг, концерн) моделі ФПГ. Вибір типу організаційної будови ФПГ визначається відносинами власності у групі, фінансовими зв'язками між її учасниками, сукупністю договірних та неформальних взаємних зобов'язань, метою створення та напрямками розвитку.

Основними механізмами консолідації капіталу й створення ФПГ є:

- холдингова форма управління акціонерним капіталом групи;
- довірче управління головним підприємством акціями учасників ФПГ;
- взаємне володіння акціями учасників групи (система участі);

- довгострокові фінансові зв'язки підприємств;
- спільне відкриття акціонерної компанії (головного підприємства, торгового дому тощо).

Холдинговий механізм групової організації є домінуючим у створенні й функціонуванні багатьох зарубіжних ФПГ як на національному, так і міжнародному рівнях. Холдинг, як організаційна форма ФПГ, передбачає наявність материнської та дочірніх компаній. Перша володіє другими, маючи у їхньому статутному капіталі контрольні пакети акцій. Така система участі в капіталі гарантує головній компанії здійснення контролю над іншими підприємствами, причому цей контроль має в основному стратегічний характер. Холдингова група створюється шляхом поглинання (скупки) чи відкриття нових, залежних по власності підприємств. Концерн як інтегрована корпоративна структура, що також базується на системі участі, відрізняється від чистого холдингу наявністю спільних взаємовигідних контрактів, угод, що передбачають делегування окремих управлінських функцій головній компанії.

Аналіз структурних зрушень в українській економіці показує, що саме холдинговий тип ФПГ набув тут поширення. Відомі наразі найбільші ФПГ, такі, зокрема, як “Індустріальний союз Донбасу”, “Систем Кепітал Менеджмент”, “Інтерпайп”, “Приват” мають саме холдингову структуру. Усі вони, звичайно, починали з процесів первісного нагромадження капіталу й вирости до теперішніх масштабів. Показовою, мабуть, є історія корпорації “Індустріальний союз Донбасу” (ІСД).

Компанія “ІСД”, створена наприкінці 1995 р., починала з газових поставок промисловим підприємствам, потім зароблений на посередництві капітал дозволив їй узятись і за реалізацію продукції чорної металургії та забезпечення розрахунків цих підприємств за спожитий газ, підпорядкувавши своєму контролю всі виробничі ланцюжки. Наразі, за деякими даними, в активі “ІСД” понад 600 підприємств регіону [448]. Придбавши контрольні пакети акцій підприємств, які становлять повний виробничий ланцюжок “вугілля – кокс – руда – метал – машинобудування”, “ІСД” фактично забезпечив ту виробничу кооперацію, що існувала в часи СРСР.

Разом з тим, поширеною формою інтеграції підприємств в Україні є формування “м’яких” асоціативних структур, що базуються на договірних засадах. Це пояснюється, перш за все, відносною оперативністю та дешевизною цього способу згуртування учасників спільної діяльності, а також мотивацією до об’єднання з виробниками спорідненої продукції. Тому для таких корпоративних формувань договір про створення групи – це свого роду засновницький договір простого товариства, загальними справами якого займається головна компанія

Орієнтація на ту чи іншу з названих форм організації ФПГ істотно залежить і від вибраної цільової стратегії об’єднання капіталів. Досвід інших країн показує, що як тільки можливості забезпечення керованості групою більш “м’якими” механізмами вичерпуються, ФПГ трансформуються у більш жорсткі, холдингові форми.

Різні за формами організації ФПГ забезпечують різний ступінь інтеграції виробництва. За характером інтеграції виділяються вертикально інтегровані, горизонтально інтегровані ФПГ та групи конгломератного типу. Вертикальні ФПГ об’єднують підприємства, зайняті виробництвом одного виду продукції на різних стадіях технологічного процесу. Горизонтальні ФПГ – це групи, які об’єднують виробників однорідної і взаємозамінюваної продукції. Завдяки такій інтеграції забезпечується поєднання комбінування виробництв та їх диверсифікації, тобто формування повних технологічних циклів водночас у кількох галузях. Банки у таких структурах відіграють, головним чином, роль фінансових посередників. Диверсифікований характер ФПГ сприяє вільному переливу капіталу у найбільш перспективні галузі, забезпечуючи цим стійкість та підвищену конкурентоздатність групи. Принагідно зазначимо, що утворення саме горизонтальних ФПГ підпадає, в першу чергу, під жорсткий антимонопольний контроль. Конгломератні ФПГ об’єднанням різнопрофільних підприємств намагаються знизити ризики та підвищити прибутковість. Тому роль фінансових установ у них більш значна: від вибору об’єктів інвестування до управління поточною діяльністю підприємств.

Як свідчить досвід індустриальних країн, єдино можливим способом збереження ефективного виробництва в умовах нерозвиненого ринкового

середовища слугує створення вертикально інтегрованої корпоративної структури. За наших умов, особливо беручи до уваги поширеність несумлінної конкуренції та участь у її дії законотворців і чиновництва, вертикальна інтеграція підприємств часто стає єдиним сценарієм виживання успішного бізнесу.

Законодавство про ПФГ в Україні, на жаль, й очевидно через монопольну пересторогу, вводить значні галузеві обмеження щодо створення та діяльності її головного підприємства. Забороняється формування ПФГ у сфері торгівлі, громадського харчування, побутового обслуговування, матеріально-технічного постачання, транспортних послуг. До того ж накладено табу на участь банку як консолідуючого ядра ПФГ, хоча якраз такий тип бізнесової структури у світі є найперспективнішим. Більше того, у складі ПФГ первісно дозволялось вищеназваним Законом бути тільки одному банку, але пізніше це обмеження було зняте. Така корекція Закону цілком раціональна, адже законодавством розвинених країн та Росії передбачена можливість створення в рамках ФПГ навіть банківських об'єднань, що сприяє реальній взаємодії банківського та промислового капіталів, залученню до цієї справи іноземних фінансових інститутів. Регламентация зазначеним Законом мінімального обсягу реалізації продукції на другий після організації рік існування групи на рівні 100 млн. дол. узагалі не має раціональної основи.

За масштабами діяльності ФПГ можуть обмежуватися окремими регіонами, виходити на загальнонаціональний та міжнародний рівень. Вагома вигода від створення ФПГ є переконливим доказом реального існування таких структур в Україні навіть за відсутності їх офіційного статистичного обліку. По-перше, ФПГ не є юридичною особою, а тому й не реєструється. По-друге, створення такої групи зазвичай не афішується, аби уникнути фіскальних домагань з боку держави; більше того – з метою мінімізації оподаткування ефективно використовуються різного роду офшорні компанії. Інтеграційні процеси в Україні ще у стадії активного розгортання, а тому існують ще значні потенційні можливості для діяльності національних ФПГ, зокрема, у виробництві морських суден, літаків, ракет,

тепловозів тощо. Примітно, що на момент прийняття Закону про ПФГ урядом передбачалося створення в Україні близько 40 груп [449, с. 18].

Основними механізмами фінансово-промислової інтеграції в Україні є: купівля акцій підприємств, що приватизуються; розміщення нової емісії корпоративних цінних паперів; отримання від держави у трастове управління належних їй пакетів акцій; довгострокове банківське кредитування; скупка боргових зобов'язань тощо.

Маємо зазначити, що становлення ринкової економіки інверсійного типу, з одного боку, та забезпечення відкритості української економіки при вступі до міжнародних регуляторних інститутів, як, наприклад, СОТ, з іншого, – надає структурно-інвестиційній політиці держави ключового значення. Ті галузі, які є перспективними для нашої країни (літакобудування, машинобудування, сільське господарство, виробництво окремих видів продовольчих товарів та споживчих благ довготривалого користування, надання телекомунікаційних послуг тощо), потенційно становлять найбільшу небезпеку для іноземних конкурентів, а тому можуть невдовзі зазнати найбільшого негативного впливу. За бездумну політику обвальної лібералізації Україна уже поплатилась фактичною загибеллю своєї легкої промисловості й не лише нею. Отож, держава має визначити чіткі пріоритети та ефективні засоби у промисловій та структурній політиці з тим, щоб зберегти та розвинути перспективні технологічні й господарські зв'язки, максимально використати наявний потенціал розвитку та гарантувати власну економічну безпеку. Об'єктом і суб'єктом у реалізації такої політики неодмінно стануть інтегровані корпоративні структури.

Враховуючи значення фінансово-промислових груп в економічному розвитку суспільства та проблеми їх становлення й функціонування в умовах перехідної економіки, вкажемо основні, з нашого погляду, напрямки удосконалення державного регулювання процесів фінансово-промислової інтеграції:

– першочерговим і невідкладним заходом вважаємо розробку Концепції державної політики щодо інституціональної трансформації економіки України, яка б передбачала, окрім іншого, курс на формування та підтримку інтегрованих корпоративних структур;

– удосконалення та розвиток нормативно-правової бази. Насамперед, потребує істотних змін чинний Закон України “Про промислово-фінансові групи в Україні”, передусім, у плані зняття необгрунтованих обмежень щодо порядку створення та складу цих структур, введення в дію відповідних економічних стимулів. Також потребують невідкладного унормування корпоративні відносини з погляду захисту прав та інтересів інвесторів (акціонерів), кредиторів та інших зацікавлених суб’єктів;

– розробка та впровадження ефективного механізму регулювання корпоративно-інтеграційних процесів в економіці. Дійовими засобами реалізації визначених пріоритетів структурно-інноваційної політики в умовах ринкової трансформації економіки повинні слугувати державні цільові програми розвитку, форми й методи індикативного планування, управління державними корпоративними правами, фінансово-кредитні важелі. Складовою стратегії інноваційно-інвестиційного розвитку України має стати державна програма по формуванню й підтримці розвитку ФПГ як ринкової форми концентрації фінансового капіталу, яка передбачатиме прискорений розвиток економічно обгрунтованої мінімальної кількості таких груп, достатньої для ефективної реструктуризації національної економіки. При цьому, враховуючи інституційну специфіку перехідного суспільства, зокрема прагнення державної бюрократії зберегти за собою якомога більше залишкових прав власності, вважаємо недоцільним створення й функціонування багатогалузевих холдингових груп зверху, які, як показує практика, є неефективними як з погляду ринковості, так і державних фінансових інтересів;

– стратегічна лінія держави щодо інтегрованих корпоративних структур має органічно поєднуватись з антимонопольною політикою. Крупні корпорації в суспільній свідомості традиційно, з радянських часів асоціюються з монополізмом, однак неупереджений економічний аналіз говорить про те, що монополізм є зворотною стороною неефективної антимонопольної політики. Відтак держава має достатні підстави не тільки підтримувати розвиток великого підприємництва, а й

добиватися створення й захисту конкурентного середовища, в тому числі й у самому корпоративному секторі;

- формування інформаційної системи щодо діючих де-факто інтегрованих корпоративних структур, яка б сприяла проведенню систематичного моніторингу їхньої діяльності;

- для стимулювання створення ФПГ і реалізації державних програм доцільним представляється запровадження державного страхування проектів створення таких груп від некомерційних ризиків та надання пільг в оподаткуванні прибутку, що реінвестується за цими проектами.

Таким чином, ФПГ як інтегровані корпоративні структури в перехідній економіці покликані слугувати своєрідним каркасом структурних та інституціональних змін, оскільки саме вони уможливають ефективний розвиток крупного виробництва та завоювання конкурентних переваг на світовому ринку. Для цього потрібно, передусім, корпоративне законодавство привести у відповідність із реальними потребами перехідної економіки та світовим досвідом, а також розробити та приступити до реалізації адекватної вітчизняним умовам стратегії й тактики структурних змін в економіці.

* * *

Зробимо висновки із дослідження, викладеного у п'ятому розділі.

Основними цілями підприємницької діяльності сучасної держави є:

- гарантування національної безпеки шляхом фінансової підтримки компаній, що забезпечують стратегічні потреби ВПК, цілісний розвиток народногосподарського комплексу, провідні напрями НТП, збереження екологічної рівноваги тощо;

- безпосередній контроль за діяльністю природних монополій;

- соціальний захист працюючих шляхом спасіння великого приватного підприємства від банкрутства, надання йому можливості реструктуризації;

- підтримка традиційних капіталомістких галузей від занепаду;

– допомога депресивним регіонам країни шляхом підтримки містоутворюючих підприємств.

Організаційно власність сучасної держави як виробника й підприємця функціонує у формах:

– казенних підприємств, створених на підставі спеціальних законодавчих актів, без поділу капіталу на частки (акції), майново не відокремлених від державної казни, позаяк їхні доходи й витрати безпосередньо включаються до бюджету;

– державних публічних корпорацій, тобто акціонованих підприємств із повністю державним чи змішаним капіталом, у яких, однак, державна частка є переважаючою й які діють за нормами приватного (комерційного) права;

– державних корпоративних прав (часток і паїв) у приватних акціонерних корпораціях зі змішаним капіталом, у якому участь держави є незначною й не дає права контролю над усією корпорацією.

Аналіз показав, що українська держава фактично втратила контроль над своєю власністю в корпораціях, її збереженням та використанням. Корпоративна власність держави є завеликою і нерациональною за своєю структурою, що не дозволяє ефективно управляти нею й виконувати належні функції. Головними напрямками її реформування мають бути:

– визначення чітких стратегічних пріоритетів держави у виробничій сфері;

– оптимізації обсягу корпоративних прав власності держави в цілому й по кожному об'єкту, зокрема, доведення його до рівня, достатнього для здійснення державою своїх функцій;

– формування нової системи управління корпоративною власністю держави з урахуванням передового світового досвіду та особливостей перехідного суспільства.

Формування оптимальної й ефективної системи управління корпоративною власністю держави потребує, з нашого погляду, вирішення наступних завдань:

– істотного скорочення через приватизацію кількості об'єктів державної власності в підприємницькій сфері;

- забезпечення ефективного менеджменту в корпораціях з державною часткою власності;
- запровадження системи моніторингу фінансово-господарської діяльності корпорацій змішаного типу в процесі розробки й реалізації ефективної системи планування;
- удосконалення законодавчого забезпечення корпоративного управління;
- реорганізації системи управління корпоративною власністю держави;
- сприяння формуванню корпоративної культури.

Формування системи управління корпоративною власністю держави має здійснюватися за такими основними напрямками:

- визначення суб'єктів управління корпоративними правами держави, їхніх повноважень та відповідальності;
- створення механізму захисту інтересів держави в процесі управління корпоративними правами без обмеження законних інтересів інших власників;
- визначення критеріїв ефективності управління корпоративними правами держави та впровадження на їх основі моніторингу результатів управління.

Пропонується для управління державними корпоративними правами створити інститут державних керуючих на професійній основі. Важливою умовою переходу до принципово нової моделі управління корпоративною власністю держави є запровадження якісно нової системи підбору кадрів керівників корпорацій, контрольованих державою, та укладення з ними контрактів. При цьому пропонується необхідність організації з боку держави системи підготовки і перепідготовки фахівців для управління корпоративною власністю держави, допуску їх до роботи через процедуру сертифікації. З метою збереження державної частки у статутному капіталі корпорацій у разі повторних емісій акцій пропонується створити спеціальний інвестиційний фонд, який би формувався за рахунок дивідендів, нараховуваних на державні частки власності, й частково доходів від приватизації. Іншим цільовим спрямуванням коштів цього фонду може бути фінансування інфраструктури фондового ринку.

Потрібне невідкладне прийняття таких законів, як “Про акціонерні товариства”, “Про управління об’єктами права державної власності”, “Про холдингові компанії”.

Пропонується внести корекцію в статистичний облік державної корпоративної власності: корпорації, у яких контрольний пакет акцій належить державі, відносити до державного сектору.

Домінуючою тенденцією становлення й розвитку корпоративного законодавства в країнах з перехідною економікою є орієнтація на все більш розгалужене й детальне законодавство в міру розвитку реальних процесів і практики корпоративного управління. Корпоративне законодавство має закріплювати не лише відому тріаду універсальних прав власності, а й цілий ряд так званих ситуативних прав акціонера, тобто унормувати механізми функціонування системи корпоративного управління. Система корпоративного управління має бути збалансованою, такою, що здатна забезпечувати компроміси економічних інтересів усіх суб’єктів корпоративних відносин.

Нами узагальнена практика дискримінації законних інтересів акціонерів. Характерною ознакою слабкості правового поля в Україні є те, що у багатьох випадках зацікавлені особи знаходять можливості вирішувати корисливі справи за рахунок акціонерів та інших інвесторів навіть без формального порушення норм чинного законодавства. М’яко кажучи, слабкий захист прав власності ми розглядаємо як один із головних бар’єрів для розвитку ринку корпоративного контролю, що, з одного боку, фактично сприяє узурпації прав дрібних акціонерів, а з іншого, – серйозно гальмує інвестиційний процес й реструктуризацію підприємств.

Балансу сил учасників ділової корпорації можна досягти лише системою заходів, а саме:

- активізацією механізмів прямої участі реальних інвесторів у корпоративному управлінні;
- підвищенням ролі й відповідальності наглядової ради;
- посиленням підзвітності менеджменту на основі жорсткої системи

контролю й оцінки його роботи, формалізацією процедур взаємовідносин наглядової ради та менеджменту компанії;

– створенням ефективних механізмів зовнішнього контролю за діяльністю менеджменту і фактичних власників компанії (прийняттям правових норм, забезпеченням правозастосування, розвитком інфраструктури ринку корпоративних цінних паперів).

Пропонується комплекс заходів по правовому та організаційному захисту прав та законних інтересів акціонерів і кредиторів. Разом з тим пропонуються заходи економічного заохочення переміщення трансакцій з корпоративними цінними паперами на організований ринок. Для забезпечення дієвості норм законодавства необхідна реформа системи судочинства, розвиток інститутів громадського контролю.

Чинниками прискорення розбудови цивілізованого правового поля для корпоративного підприємництва в Україні, на нашу думку, є:

- нагальна потреба національної економіки в інвестиціях;
- фінансова обмеженість банківської системи та ринку боргових цінних паперів щодо дійсних інвестиційних потреб економіки;
- вихід на інвестиційний ринок інститутів спільного інвестування, а також недержавних пенсійних фондів;
- вступ країни до Світової організації торгівлі та загострення у зв'язку з цим конкурентної боротьби на внутрішньому ринку.

ВИСНОВКИ

У результаті проведеного в дисертації дослідження сутності корпоративної форми економічних відносин та особливостей її становлення й розвитку в перехідній економіці можна зробити такі висновки й пропозиції:

1. Сучасних дослідників корпорації еднає розуміння її як складного й особливого економічного інституту, але при цьому бракує єдності їхніх поглядів щодо глибинних, сутнісних характеристик корпоративної власності, дійсних

чинників її еволюції й перспектив розвитку, пояснення мотивації її суб'єктів та інституціонального забезпечення ефективних систем управління корпораціями. Це дає нам підстави вважати, що цілісна теорія корпоративної форми підприємництва перебуває ще у стані свого формування.

2. Корпоратизація економічних суб'єктів генетично пов'язана з процесом нагромадження капіталу, здійснюваного шляхами концентрації та централізації. Лише завдяки нагромадженню капіталу, або збільшенню функціонуючого капіталу, в умовах ринкової конкуренції уможлиблюється максимізація підприємницького доходу. Закономірності нагромадження капіталу пов'язані з формуванням та розвитком ринкової економічної системи. Базисна, системоформуюча роль капіталу історично проявилась через утвердження його продуктивної форми як провідної форми економічної діяльності. Опанування капіталом виробничої сфери ознаменувалось революцією технологічного способу виробництва, змінами в організації виробництва. Разом з тим розвиток індустріального виробництва та відповідної йому інфраструктури став можливим завдяки створенню ліквідних фінансових ринків, мобілізації та капіталізації заощаджень із допомогою боргових та пайових фінансових інструментів. Перетворення продуктивного капіталу у форму руху фінансового капіталу означає перехід до останнього базисної, системоформуючої функції.

Фінансовий капітал трансформує інститут приватної власності, відокремлюючи підприємницькі функції від функцій володіння та контролю за використанням капіталу. Відтак системоформуюча роль фінансового капіталу в сучасних умовах в узагальненому вигляді реалізується через такі форми: фінансовий капітал як структура капіталу-власності, продуктивний капітал як структура капіталу-функції та дохід як структура капіталу-соціального базису життєдіяльності суспільства. Фінансовий капітал через посередництво фінансових інструментів безпосередньо спричиняє інтеграційні процеси в сучасній економіці, загострення та модифікацію конкурентних відносин.

3. Корпоративна власність особлива за своєю сутністю та економічним змістом, що, однак, не виводить її за рамки відносин і прав приватної власності.

Відбувається ускладнення її внутрішньої суб'єктної структури шляхом розподілу прав власності, тобто окремих функцій або прийняття економічних рішень, серед учасників сумісної господарської діяльності, але зі збереженням за власниками інвестованого у спільну справу капіталу залишкових прав, у тому числі, й права на розпорядження своєю часткою капіталу у вартісній формі через відчуження акцій. Тому, спираючись на методологію інституціонального аналізу, а саме сприйняття власності як можливих комбінацій економічних правомочностей, теоретично ми визначаємо сутність корпоративної власності як асоційованої (спільної) форми приватної власності.

Корпоративна організація (форма) забезпечує найбільшу міру компромісу економічних інтересів приватних власників та потреб розвитку господарства. В результаті корпоратизації підприємства позитивно розв'язується суперечність між потребою у нагромадженні капіталу (тенденцією до розширення підприємства) та обмеженістю розмірів індивідуальних капіталів. В обмін на додатково залучений капітал власник поступається часткою своїх прав власності на підприємство. Корпоративна організація відносин власності знімає також суперечність між величиною паю та мірою ризику, чи відповідальності, учасника корпорації.

4. Становлення корпоративного сектора в постсоціалістичних країнах здійснюється не класичним для капіталістичного світу шляхом, а, головним чином, через процеси роздержавлення й приватизації державної власності. Специфіка приватизаційного процесу у цих країнах полягає у необхідності створення повноцінного інституту приватної власності. Тому, на нашу думку, приватизація як економічний процес виконує в перехідній економіці роль ключового, системоформуючого елементу. Приватизаційний процес – довготривалий, поетапний, а тому його прискорення передбачає розробку й реалізацію державою відповідної стратегії ринкових реформ.

Здійснена в пострадянських країнах модель масової приватизації характеризується переважанням негативних соціально-економічних наслідків. На нашу думку, наявній критиці вад приватизації бракує системного підходу, передусім ґрунтовного інституціонального аналізу, належного врахування ролі

позаекономічних чинників. Разом з тим, приватизація уже породила критичну масу приватних суб'єктів господарювання, серед яких чільне місце займають підприємства корпоративної форми власності.

5. Сутність ринкової трансформації постсоціалістичної економіки об'єктивно визначають процеси первісного нагромадження капіталу, у яких знаходить прояв загальна закономірність етапу становлення ринкових відносин – формування класу приватних власників. Особливість реалізації цієї закономірності, передусім, у пострадянських країнах визначається тим, що на тлі одержавленої економіки індустріального типу за слабкості держави та несформованості механізмів громадянського суспільства об'єктивно склалися передумови олігархізації, тобто зрощування верхівки державної бюрократії, фінансистів, промисловців та криміналітету з суто корпоративною метою. Олігархізація економіки і держави протидіє поглибленню ринкових і демократичних реформ, утвердженню прозорої конкуренції та верховенства права, посилює до крайнощів майнову нерівність, веде до занепаду науки, освіти, культури. Всеваддя олігархії стає джерелом постійного соціального напруження і дестабілізації, що суперечить суспільним інтересам, у тому числі інтересам новонародженого бізнесу. Тому необхідність відокремлення політики від бізнесу, з одного боку, і позбавлення олігархічного капіталу джерел ренти, з іншого, стає могутнім чинником прискорення демократичних змін, визрівання громадянського суспільства, спроможного виборювати й захищати свої права та законні інтереси.

6. В країнах, що переходять до ринку через масову приватизацію, усталилась інсайдерська модель корпоративної власності, яка характеризується суміщенням одними й тими ж особами повноважень власників та функцій вищого керівництва, а також у багатьох випадках безпосереднім контролем поточної діяльності корпорації основним власником без зайняття ним ключової формальної посади, неспівпаданням реальної й формальної структур власності. Корпорації за структурою власності стають все більш закритими.

7. Сама по собі концентрація корпоративної власності не забезпечує ефективного господарювання. Потрібен дієвий захист прав власності та створення

конкурентного середовища. В теоретичному плані забезпечення повного й чіткого закріплення прав приватної власності, їх надійних захист є необхідною умовою прискорення формування ефективного власника. Таким чином, теорема Коуза залишається вірною і для перехідної економікою.

8. Корпоративний сектор економіки гостро потребує притоку інвестицій для модернізації виробничої бази та забезпечення конкурентних позицій на ринку. Між тим закономірності розподілу прав власності й контролю, що склалися в перехідний період, не тільки не справляють потужного позитивного впливу на прийняття інвестиційних рішень у цьому секторі економіки, а й значною мірою протидіють цьому. Пріоритетний інтерес основних власників корпорації полягає в отриманні інсайдерської ренти завдяки підпорядкуванню особистому контролю фінансових і товарних потоків компанії. Основним каналом вилучення інсайдерської ренти слугують трансфертні ціни, з допомогою яких завищуються витрати й занижуються доходи корпорацій, а прибутки виводяться в офшорні зони – центри прибутку. Дрібні акціонери за неурегульованості прав власності втрачають інтерес до своїх прав. Тому абсолютна більшість корпоративних суб'єктів господарювання не є публічними. Емісія акцій обслуговує переважно процеси перерозподілу власності, а не задоволення інвестиційних потреб підприємств. У свою чергу, закритість корпорацій через нерозмежованість прав власності й функцій управління блокує розвиток організованого фондового ринку, протидіє притоку іноземного капіталу.

9. Охарактеризована нами корпоративна система, з одного боку, як замкнута щодо ринку акціонерного капіталу, а з іншого, – як дискримінаційна й ризикована для активної та широкої участі у ній, дає нам підстави кваліфікувати типову корпорацію, що склалася на основі приватизації, як *квазікорпоративну* систему, тобто як структуру, що лише імітує ознаки підприємницької корпорації. Вона має свою внутрішню логіку, а відтак і певну відтворювальну стійкість. Разом з тим, така своєрідна корпорація підвладна об'єктивному процесу розвитку і самоудосконалення.

10. Для забезпечення ефективності діяльності підприємств корпоративного сектора в сучасних умовах конкуренція повинна стати пріоритетом державної економічної політики. Держава має визнати, що якщо й існує “секрет” ринкової економіки, то він полягає не в приватній власності, а в конкуренції. Тому у системоформуючих функціях держави в постприватизаційний період акцент необхідно змістити з приватизації на формування конкурентного середовища. Для цього слід переглянути й скасувати економічно необґрунтовані фінансові пільги, створити рівні умови конкуренції для всіх суб’єктів господарювання.

11. Важливий сегмент корпоративного сектора має належати державі, що обумовлено цілями її економічної політики. Стан управління державною корпоративною власністю в Україні є незадовільним. Основними чинниками цього є: стратегічна невизначеність держави щодо своїх соціально-економічних функцій й відповідно щодо реформування державного сектора економіки; надмірний обсяг та нераціональна структура корпоративних прав держави, яка залишилася від приватизації, розмитість суб’єкта управління ними. Для реформування державної корпоративної власності потрібно чітко визначитися із стратегічними пріоритетами держави у виробничій сфері; оптимізувати обсяг корпоративної власності; створити ефективну систему управління корпоративною власністю держави. Пропонується створити інститут державних керуючих на професійній основі, запровадити систему підготовки й перепідготовки керівників державних корпорацій. Для збереження державних часток власності у разі повторних емісій акцій запропоновано створити спеціальний державний інвестиційний фонд, який би формувався з нарахуваних державі дивідендів та частково доходів від приватизації. Пропонуються зміни у методології статистичного обліку державної корпоративної власності, а саме обліковувати корпорації, у яких держава володіє контрольним пакетом акцій, у складі державного сектора економіки.

12. Окрім створення рівних умов конкуренції для усіх суб’єктів господарювання, ключовою функцією держави в економічній сфері повинен стати захист прав власності. Необхідною умовою і засобом захисту власника має стати глибока специфікація прав власності, тобто чітке розмежування прав і

відповідальності усіх дійсних суб'єктів корпорації. Законодавче унормування цих відносин має концептуально базуватися на принципі компромісного поєднання інтересів усіх його суб'єктів. За умови надійного захисту прав власників контролюючі власники змушені рахуватись з інтересами усіх акціонерів, в дрібні акціонери стають наполегливими у відстоюванні своїх прав і законних інтересів.

Масові приклади дискримінації законних інтересів акціонерів спричиняє не лише відсутність деталізованого корпоративного законодавства, але й його ігнорування. Вивчення світового досвіду корпоративного управління та узагальнення вітчизняної практики у цій сфері дають підстави для пропонування комплексу заходів передусім по законодавчому урегулюванню корпоративних відносин. Пропонується: узаконити переважне право акціонерів закритої корпорації на придбання викуплених корпорацією та додатково емітованих нею акцій; право вимоги викупу корпорацією акцій в акціонера, який не згоден з рішеннями зборів акціонерів; зобов'язати контролюючого власника запропонувати акціонерам продати йому свої акції за справедливою ціною; запровадити інститут кумулятивного голосування при виборах наглядової ради тощо. Держава має посилити вимоги щодо оприлюднення інформації про структуру акціонерної власності, основних акціонерів та афілійованих осіб; забезпечення незалежного ведення реєстрів акціонерів. Необхідна незалежна система судочинства та розвиток інститутів громадянського суспільства. Ефективними засобами заохочення переміщення торгівлі цінними паперами на організований ринок можуть бути відповідні пільги в системі оподаткування.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Маркс К. Економічні рукописи 1857-1861 років (Первісний варіант "Капіталу"). Частина друга // Маркс К., Енгельс Ф. Твори. Т.46. Ч.ІІ. – К. : Держполітвидав України, 1982. – С. 5-360.
2. Маркс К. Капітал. Критика політичної економії. Том третій / Маркс К., Енгельс Ф. Твори. Т.25. Ч.1.– К.: Держполітвидав України, 1963. – С. 29-504.

3. Енгельс Ф. Суспільні класи – необхідні та зайві / Маркс К., Енгельс Ф. Твори. Т.19. – К.: Держполітвидав України, 1964. – С. 285-288.
4. Зомбарт В. Современный капитализм.– Л., 1924-1929.
5. Clark J.B. Essentials of Economic Theory. – New York, 1907.
6. Маршалл А. Принципы экономической науки (Реферат підручника). – К.: АДС “УМК Центр”, 2001. – 211 с.
7. Veblen Th. Absentee Ownership and Business Enterprise in Recent Times. – New York: Viking, 1924.
8. Veblen T. The Place of Science in Modern Civilization and Other Essays. – N.Y.: Huebsch, 1919.
9. Веблен Т. Теория праздного класса: экономическое исследование об институтах / Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1984.- 367 с.
10. Селигмен Б. Основные течения современной экономической мысли. Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1968.- 600 с.
11. Commons J.R. The Legal Foundations of Capitalism.– N.Y.: MacMillan, 1924.
12. Berle A.A., Means G.C. The Modern Corporation and Private Property. - New York: MacMillan & Co, 1932.
13. Means G. Collective Capitalism and Economic Theory // Science.- 1957.- August 16.
14. Karver T. The present economic revolution in the United States. – Boston, 1926.
15. Johnston E. America Unlimited. – N.Y., 1944.
16. Burnham J. The managerial revolution. – N.Y., 1941.
17. Berle A. The twentieth-century capitalist revolution. – L., 1955.
18. Salvadori M. The economics of freedom: American capitalism today. – L., 1959.
19. Економічна енциклопедія: У 3 т. / Б.Д. Гаврилишин (гол. ред.). – К.: Видавничий центр “Академія”, 2001; Т. 2. С.В. Мочерний (відп. ред.). – 848 с.
20. Шумпетер Й. Теория экономического развития (исследование предпринимательской прибыли, капитала, кредита, процента и цикла конъюнктуры) / Пер. с нем.– М.: Прогресс, 1982.- 455 с.
21. Шумпетер Й.А. Капіталізм, соціалізм і демократія / Пер. з англ. – К.: Основи, 1995. – 527 с.
22. Гэлбрейт Дж. К. Новое индустриальное общество / Пер. с англ.– М.: Прогресс, 1969. – 480 с.
23. Гэлбрейт Дж. К. Экономические теории и цели общества / Пер. с англ.- М.: Прогресс, 1979.– 406 с.
24. Олейник А.Н. Институциональная экономика: Учебное пособие.– М.: ИНФРА-М, 2000.- 416с.
25. История экономических учений (Современный этап): Учебник / Под общ. ред. А. Г. Худокормова. – М.: ИНФРА-М, 1998.- 733 с.
26. Коуз Р. Проблема социальных издержек / Коуз Р. Фирма, рынок и право / Пер. с англ.– М.: «Дело ЛТД» при участии изд-ва «Catallaxy», 1993.- С. 87-141.
27. Alchian A., Demsetz H. Production, information costs and economic organization // American Economic Review. - 1972.- Vol. 62.- №4.- P. 777-795.
28. Demsetz H. Towards a theory of property rights // American Economic Review. - 1967.- Vol. 57.- №2. – P. 347-359.
29. O. Firms. Contracts and financial structure.– Oxford, 1995.
30. Grossman S., Hart O. The cost and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration // Journal of Political Economy.- 1986. - Vol.94. - P. 691-719.
31. Hart O., Moore J. Property rights and the nature of the firm // Journal of Political Economy. - 1990. - Vol.98. - P. 1119-1158.
32. Коуз Р. Г. Природа фирмы / Теория фирмы: Под ред. В. М. Гальперина. – СПб.: Экономическая газета, 1995.- С. 12-32.
33. Уильямсон О.И. Экономические институты капитализма: фирмы, рынки, "отношенческая" контракция. - СПб.: Лениздат; CEV Press, 1996.- 702 с.
34. Stiglitz J. Principal and Agent / The New Palgrave: Dictionary of Economics. Ed. by J. Eatwell, M. Milgate and P. Newman. – London: MacMillan, 1987.

35. Williamson O. Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications. A Study in the Economics of Internal Organization. – N.Y.: Free Press, 1975.
36. Fama E.F. Agency problems and the theory of the firm // Journal of Political Economy.- 1980.- Vol. 88.- April.- P.288-307.
37. Fama E.F., Jensen M.C. Separation of ownership and control // Journal of Law and Economics. - 1983. - Vol. 26. - June. - P.301-326.
38. Eisenhardt K.M. Agency Theory: An Assesment and Review // Academy of Management Review. – 1989. – Vol. 14. - №1. – P. 57-74.
39. Kreps D. M. Corporate culture and economic theory. Graduate School of Business. – Stanford: Stanford University, Calif. Unpublished manuscript, 1984.
40. Chandler A.D. The Visible Hand. The Managarial Revolution in American Business. - Cambridge, Mass.: Cambridge University Press, 1977.
41. Нельсон Р., Уинтер С. Эволюционная теория экономических изменений: Пер. с англ.– М.: Финстатинформ, 2000.- 474 с.
42. Экономическая энциклопедия. Политическая экономия. Гл. ред. А. М. Румянцев. – М.: «Советская энциклопедия», 1975. Т.1.- С.45-47; Т.2.- С.269.
43. Кудряшов В.П. Современная акционерная капиталистическая собственность: сущность, эволюция, противоречия.– К.-Одесса: Лыбидь, 1991.- 200 с.
44. Мочерний С. До концепції соціально-економічного розвитку України // Економіка України. - 1996.- №5. – С. 44-54.
45. Рибалкін В., Мамичева Л. Акціонерна власність – внутрішня основа формування і функціонування соціального ринкового господарства // Економіка України. - 1998.- №2.- С.45-52.
46. Філіпенко А. Цивілізаційні детермінанти української економічної моделі // Економіка України. – 1994. - №4. – С. 11-19.
47. Єщенко П., Палкін Ю. Акціонування як форма роздержавлення // Економіка України. – 1993. - №3. – С.67-74.
48. Бальцерович Л. Соціалізм. Капіталізм. Перетворення / Пер. з англ. – Х.: Каравела, 2000. – 416 с.
49. Макконнелл К. Р., Брю С. Л. Экономикс: Принципы, проблемы и политика. В 2 т.: Пер. с англ. Т.1.– М.: Республика, 1992.- 399 с.
50. Узунов В.М. Становлення підприємництва в процесі ринкової трансформації економіки / Автореферат дис. ...д.е.н.; К., 2002.
51. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. – М.: Соцэкгиз, 1962. – 684 с.
52. Рикардо Д. Начала политической экономии и налогового обложения / Антология экономической классики: В 2-х т. – М.: Эконом-Ключ, 1993. – Т.1. – 475 с.
53. Маркс К. Капітал. Критика політичної економії. Том перший // Маркс К., Енгельс Ф. Твори. Т. 23. – К.: Держполітвидав України, 1963. – 847 с.
54. Семюелсон П. А., Нордгауз В. Д. Мікроекономіка / Пер. з англ. – К.: Основи, 1998. – 676 с.
55. Economic Report of the President Transmitted to the Congress. February 1991. Wash., 1991.
56. Осипов Ю. М. Теория хозяйства. Начала высшей экономики: Учебник: В 3 т. – М.: Изд-во Моск. ун-та, ТЕИС, 1995; Т.1. – 467 с.
57. Экономическая теория / Под ред. А. И. Добрынина, Л. С. Тарасевича. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, Изд-во «Питер Ком», 1999. – 544 с.
58. Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал: Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1993. – 488 с.
59. Вебер М. Протестантська етика і дух капіталізму: Пер. з нім. – К.: Основи, 1994. – 261 с.
60. Барр Р. Политическая экономия: В 2 т. –Т.1.: Пер. с фр. – М.: Международные отношения, 1994. – 608 с.
61. Леонтьев В. Экономические эссе. Теории, исследования, факты и политика: Пер. с англ. – М.: Политиздат, 1990. – 415 с.
62. Шерер Ф., Росс Д. Структура отраслевых рынков: Пер. с англ. – М.: ИНФРА, 1997. – 698 с.

63. Рид Э., Коттер Р., Гилл Э. и др. Коммерческие банки. Пер. с англ. – М.: СП «Космополис», 1991. – 480 с.
64. THE BANKER // Financial TIMES. – 1995. – September.
65. Marois V. L'avenir du secteur bancaire European // Banque mag. – P., 1999. - №608. – P. 60-64.
66. Janin N., Angeles B. La dimension culturelle au coeur des fusions // Banque mag. – P., 1999. - №601. – P. 51-53.
67. Гильфердинг Р. Финансовый капитал: исследование новейшей фазы в развитии капитализма / Пер. с нем. – М.: Соцэкгиз, 1959. – 491 с.
68. Чухно А. Переростання товарно-грошового господарства у товарно-кредитне // Економіка України. - 1998. - №2. – С. 4-13.
69. Долги и кредиты в современной капиталистической экономике / Под ред. И.К. Ключникова и др. – Л.: Изд-во ЛГУ, 1989. – 216 с.
70. Энтов Р., Радыгин А., Мау В. и др. Развитие российского финансового рынка и новые инструменты привлечения инвестиций. – М.: Ин-т экон. проблем переходного периода, 1998.
71. Мизес Л. фон. Бюрократия. Запланированный хаос. Антикапиталистическая ментальность. – М.: Дело, 1993.
72. Хикс Дж. Теория экономической истории. Пер. с англ. / Общ. ред. и вступ. ст. Р.М. Нуреева. – М.: ИП «Журнал «Вопросы экономики», 2003.
73. Кудров В.М. Мировая экономика: Учебник – М.: Изд-во “БЕК”, 1999. – 452 с.
74. Брагинский С.В., Певзнер Я.А. Политическая экономия: дискуссионные проблемы, пути обновления. – М.: Мысль, 1991. – 299 с.
75. Макконнелл К. Р., Брю С. Л. Экономикс: Принципы, проблемы и политика. В 2 т.: Пер. с англ. Т.2.– М.: Республика, 1992.- 400 с.
76. Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р. Экономика: Учебник (Пер. с англ.). – М.: Дело, 1999. – 829 с.
77. Бернар И., Колли Ж.-К. Толковый экономический и финансовый словарь: французская, русская, английская, немецкая, испанская терминология: В 2-х тт.- Т.1.: Пер. с фр. – М.: Международные отношения, 1997. - 784 с.
78. Gambridge Journal of Economics.– 2001.- September.
79. Осипов Ю.М. Теория хозяйства. Начала высшей экономики: Учебник: В 3 т. – М.: Изд-во Моск. ун-та, 1997; Т. II – 781 с.
80. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Пер. с англ. – М.: Прогресс , 1978. – 494 с.
- 81 Кучуков Р., Савка А. экономическая транснационализация: особенности, противоречия // Экономист. – 2005. – №12.
82. Entrepreneurial Ego // Fortune. – 1956.
83. Маркс К. Злиденність філософії. Відповідь на “Філософію злиднів” пана Прудона // Маркс К., Енгельс Ф. Твори. Т.4. – К.: Держполітвидав України, 1959. – С. 65-178.
84. Робинсон Дж. В. Экономическая теория несовершенной конкуренции: Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1986. – 471 с.
85. Чемберлин Э. Теория монополистической конкуренции. Реориентация теории стоимости / Пер. с англ. – М.: Экономика , 1996. – 351 с.
86. Encyclopedia Britannica. – 1972. – Vol. 19.
87. Veayne P. The Roman Empire / A History of Private Life from Pagan Rome to Byzantium. – Cambridge, Mass.: Belknap Press, 1987.
88. Dupont F. Daily Life in Ancient Rome. – Oxford, U. K.: Blackwell, 1989.
89. Розвиток корпоратизму і корпоративних відносин в економіці України / За ред. чл.-кор. НАН України В.І. Голікова. – К.: Ін-т экон. прогнозув., 2002. – 304 с.
90. Бродель Ф. Матеріальна цивілізація, економіка і капіталізм, XV-XVIII ст. / Пер. з фр. – Т.2.: Ігри обміну. – К.: Основи, 1997. – 585 с.

-
91. Богард Э.Л. Экономическая история Соединенных Штатов. – М., 1927.
 92. Эклунд К. Эффективная экономика – шведская модель: Пер. со швед. – М.: Экономика, 1991. – 349 с.
 93. Грідчина М.В. Корпоративні фінанси (зарубіжний досвід і вітчизняна практика): Навч. посібн. – К.: МАУП, 2002. – 232 с.
 94. Лаппо-Данилевский А.С. Русские промышленные и торговые компании в первой половине XVIII столетия. – СПб, 1899.
 95. Долинская В.В. Акционерное право. – М., 1997.
 96. Акционерное общество: история и теория (Диалектика свободы) / Функ Я.И., Михальченко В.А., Хвалей В.В. – Минск: Амалфея, 1999. – 608 с.
 97. Каминка А.И. Акционерные компании: Юридическое исследование. – Т.1. – СПб., 1902.
 98. Пушкин Н. Статистика акционерного дела в России. Вып.1. Состав председателей и директоров правлений. – СПб., 1897.
 99. Государственное имущество дореволюционной России // Журнал для акционеров. – 2000. - №3. – С. 44-46.
 100. Ценные бумаги: Учебник / Под ред. В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 416 с.
 101. Исаев И.А. Становление хозяйственно-правовой мысли в СССР (20-е годы). – М.: Юридическая литература, 1986. – 173 с.
 102. Лаптев В.В. Акционерное право. – М.: Юридическая фирма «Контракт», ИНФРА-М, 1999. – 254 с.
 103. Политическая экономия. Учебное пособие / Под ред. А.В. Сидоровича, Ф.М. Волкова. – М., 1993.
 104. Гриценко А. Сумісно-розділені відносини: праця, власність і влада // Економіка України. – 2003. – №3. – С. 50-58.
 105. Honore A. Ownership // Oxford essays in jurisprudence Ed. By Gwest A.W. – Oxford, 1961. – P. 101-147.
 106. Шаститко А.Е. Неинституциональная экономическая теория. – М.: ТЕИС, 1998.
 107. Alchian A., Demsetz H. The property rights paradigm // Journal of Economic History. – 1973. – Vol. 33. – P. 16-27.
 108. Pejovich S. Towards and economic theory of the creation and specification of property rights / Readings in the economics of law and regulations. Ed. by Ogus A.I., Veljanovsky C.C. – Oxford, 1984.
 109. Коуз Р. Фирма, рынок и право / Пер. с англ.– М.: «Дело ЛТД» при участии изд-ва «Catallaxy», 1993. – 325 с.
 110. Левита Р.Я. Эволюция категории “собственность” в экономической теории // Экономика и математические методы. – 2002. – Том 38. - №3. – С. 30-39.
 111. Капелюшников Р.И. Экономическая теория прав собственности (Методология, основные понятия, круг проблем). – М.: Ин-т мировой и междунар. отношений РАН, 1990.
 112. De Alessi L. The Economics of Property Rights: a Review of Evidence // Research in Law and Economics. – 1980. – Vol.2.
 113. Рибалкін В., Лазня І. Теорія власності. – К.: Логос, 2000. – 279 с.
 114. Менгер К. Основания политической экономии. – М.: Прогресс, 1992.
 115. Демин А.А. Фирма как экономический институт рыночной экономики / Экономическая теория на пороге XXI века / Под ред. Ю.М. Осипова, В.Т. Пуляева, В.Т. Рязанова, Е.С. Зотовой. – М.: Юристъ, 1998. – С. 537-542.
 116. Институциональная экономика: Учебник / Под ред. Д.С. Львова. – М.: Изд-во Гос. ун-та управления, 2000.

-
117. Львов Ю. Основы экономики и организации бизнеса. – СПб.: ГМП «ФОРМИКА», 1992. – 383 с.
118. Мильнер Б.З. Теория организации: Учебник. – М.: ИНФРА-М, 2001. – 480 с.
119. Курс экономической теории. Общие основы экономической теории, микроэкономика, макроэкономика, переходная экономика: Учебное пособие / Рук. авт. колл. и науч. ред. А.В. Сидорович. – М.: МГУ им. М.В. Ломоносова. Изд-во “ДИС”, 1997. – 736 с.
120. Орехов С.А. Диверсифицированные корпоративные объединения: проблемы статистического анализа. – М.: БУКВИЦА, 2000. – 120 с.
121. Эллерман Д. Ваучерная приватизация как инструмент холодной войны // Вопросы экономики. – 1999. – №8. – С. 99-111.
122. Эклунд К. Эффективная экономика – шведская модель: Пер. со швед. – М.: Экономика, 1991. – 349 с.
123. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 1028 с.
124. Fromson B.D. The Big Owners Roor // Fortune. – 1990. – 30 July.
125. Кочеврин Ю.Б. Эволюция менеджеризма: опыт полит. и экон. анализа – М.: Наука, 1985. – 232 с.
126. Корпоративное управление: владельцы, директора и наемные работники акционерного общества / Пер. с англ. М.Хессель (ред.). – М.: “Джон Уайли & Санз”, 1996. – 240 с.
127. Блази Дж.Р., Круз Д.Л. Новые собственники (наемные работники – массовые собственники акционерных компаний): Пер. с англ. – М.: Дело Лтд, 1995. – 320 с.
128. Гальчинський А.С., Єщенко П.С., Палкін Ю.І. Основи економічних знань: Навч. пос. – К.: Вища школа, 1998. – 544 с.
129. Edlin A., Stiglitz J. Discouraging Rivals: Managerial Rent-Seeking and Economic Inefficiencies // American Economic Review. – 1995. – №12. – P. 1301-1312.
130. Marshall A. The Old Generation of Economists and the New // Quarterly Journal of Economics. – 1897. – №1. – P. 115-135.
131. Veblen Th. Engineers and the Price System. – N.Y.: Viking, 1924.
132. Keynes J. Essays in Persuasion. – N.Y.: Norton, 1963.
133. Гаврилишин Б. Дороговкази в майбутнє. До ефективніших суспільств: Доповідь Римському клубові: Пер. з англ. – К.: Наукова думка, 1990. – 207 с.
134. Лан В.И. США: от первой до второй Мировой войны. – М.: Наука, 1976. – 493 с.
135. Якокка Л. Карьера менеджера: Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1991. – 384 с.
136. Цветков А.Г. США: реалии социальной жизни. – К.: Лыбидь, 1990. – 176 с.
137. Ребелло К., Шварц Э. «Майкрософт» // Бизнес Уик. – 1990. - №9. – С. 26-28.
138. Петров И. Здравствуй, двадцатый миллиард // Коммерсант-Дейли. – 1996. – 14 ноября. - №194.
139. August O., Jones A. Gates Fortune Set to Exceed \$100bn // The Times. – 1999. – January 23. – Section 2W.
140. Окумура Х. Корпоративный капитализм в Японии: Пер. с япон. – М.: Мысль, 1986. – 252 с.
141. Попов А.В. Теория и организация американского менеджмента. – М.: Изд-во МГУ, 1991. – 152 с.
142. Hansman H. The Ownership of Enterprise.– Cambridge, 1996.
143. U.S. News and World Report. – 1986. – Vol.101. – №8.
144. Business Week. – 1986. – July 21.
145. Ландберг Ф. Богачи и свехбогачи / Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1975. – 679 с.
146. Котц Д. Банковский контроль над крупными корпорациями в США / Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1982. – 280 с.
147. Herman E.S. Corporate control, corporate power. – Cambridge, 1981.
148. Коно Т. Стратегия и структура японских предприятий / Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1987. – 384 с.

149. Пфайфер Г. Империя “Дойче банк”. – М.: Прогресс, 1993.
150. The Economist (European Business Survey). – 2000. – April 19.
151. Davies H. Managerial economics. – London, 1991.
152. Афанасьев С.Л. Будущее общество. – М.: Изд-во МГТУ им. Н.Э. Баумана, 2000. – 568 с.
153. Heath S. Citadel, Market and Altar. – Baltimore: Science of Society Foundation, 1957.
154. Симмонс Д., Мерс В. Как стать собственником: американский опыт / Пер. с англ. – М.: Сирин, 1997. – 296 с.
155. Коллективная собственность в США ...и у нас // Экономика и жизнь. – 1990. – Май. - №20. – С. 6-7.
156. Балка Дж. Коллективная собственность работников (обзор американского опыта) // США: экономика, политика, идеология. – 1991. - №10. – С. 25-31.
157. Adams F.T., Hansen G.B. Putting Democracy to Work: A Practical Guide for Starting and Managing Worker-Owned Businesses. – San Francisco, 1992.
158. Сажина М.А., Чибриков Г.Г. Основы экономической теории. – М.: Экономика, – Техлит, 1996. – 367 с.
159. Иванов Н. Развитие форм собственности на современном производстве // Мировая экономика и международные отношения. – 1992. - №3. – С. 5-21.
160. Попов В. Утопия или реальность XXI века? // Мировая экономика и международные отношения. – 1992. - №2.
161. Лог Дж. Коллективная собственность работников (обзор американского опыта) // США: экономика, политика, идеология. – 1991. - №10. – С. 34-48.
162. Супян В.Б. Собственность работников на американских предприятиях // США: экономика, политика, идеология. – 1991. - №5. – С. 78-82.
163. Курланд Н., Грини М. Наемный труд и собственность – между капитализмом и социализмом // Свободная мысль. – 1992. - №13. – С. 106-116.
164. Мочерний С.В., Кудряшов В.П., Медведев С.Б. Акціонерне підприємство. – Львів: “Світ”, 1993. – 128 с.
165. Келсо Л.О., Келсо П.Х. Демократия и экономическая власть. – Ростов н/Д: Изд-во “Феникс”, 2000. – 320 с.
166. Маллори М. Собственники, на выход! // Бизнес Уик. – 1992. - №10. – С. 59-60.
167. Даль Р. Введение в экономическую демократию. – М., 1991.
168. Глусь Н.С. Корпорації та корпоративне право: поняття, основні ознаки та особливості захисту: Автореф. дис... канд. юрид. наук / Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка. – К., 2000. – 23 с.
169. Поважный А.С. Трансформационные процессы корпоративного управления / НАН Украины. Ин-т экономики пром-ти. – Донецк, 2001. – 290 с.
170. Кашанина Т.В. Корпоративное право: Учебник для вузов. – М.: НОРМА-ИНФРА-М, 1999. – 815 с.
171. Самуэльсон П., Нордхауз В. Экономика: Пер. с англ. – М.: Бином, 1997. – 800 с.
172. Маршалл Д.Ф., Бансал В.К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 784 с.
173. Ансофф И. Новая корпоративная стратегия / Пер. с англ. – СПб.: «Питер Ком», 1999. – 416 с.
174. Про підприємства в Україні: Закон України // Відомості Верховної Ради. – 1991. - №24. – Ст. 272.
175. Про господарські товариства: Закон України // Відомості Верховної Ради. – 1991. - №49. – Ст. 682.
176. Про банки і банківську діяльність: Закон України // Урядовий кур’єр. – 2001. – 17 січня. – С. 6-13.
177. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України // Урядовий кур’єр. – 2001. – 25 квітня. – С. 1-13.

-
178. Хоскинг А. Курс предпринимательства: Пер. с англ. – М.: Международные отношения, 1993. – 436 с.
 179. Федоров Б.Г. Ценные бумаги (практические аспекты) // Деньги и кредит. – 1989. - №6. – С. 33-41.
 180. Statistical Abstract of the United States. – Wash., 2000.
 181. Економічна енциклопедія: У 3 т. / Б.Д. Гаврилишин (гол. ред.). – К.: Видавничий центр “Академія”, 2000; Т. 1. С.В. Мочерний (відп. ред.). – 864 с.
 182. Fortune. – 2001. – April 16.
 183. Economic Report of the President. – Wash., 2001.
 184. Пороховский А.А. Ведущее звено развитой экономики // Вестник Московского университета. – Серия 6. Экономика. – 2002. – №1. – С. 3-21.
 185. Ленин В.И. Империализм как высшая стадия капитализма // Ленин В.И. - Соч. - 5-е изд. – Т.27. – М.: Политиздат, 1977.
 186. Стародубровская И.В. От монополизма к конкуренции. – М.: Политиздат, 1990. – 172 с.
 187. Хейне П. Экономический образ мышления / Пер. с англ. – М.: Новости, 1991. – 704 с.
 188. Старостин Б.А. Наука и техника / История США: В 4-х т. / АН СССР. Ин-т всеобщей истории. – М.: Наука, 1985. – Т.3. – 671 с.
 189. Oxford Dictionary of Business English (Ed. By Tuck A.). – Oxford: Oxford University Press, 1993.
 190. Храброва И.А. Корпоративное управление: вопросы интеграции. Аффилированные лица, организационное проектирование, интеграционная динамика. – М.: Изд. Дом “Альпина”, 2000. – 198 с.
 191. Япония / Под ред. А.Я. Певзнера и Д.В. Петрова. – М.: Мысль (ИМЭМО), 1973. – 340 с.
 192. Reich R.B. Who Is Us? // Ohmae K. (Ed.) The Evolving Global Economy. Making Sense of the New World Order. – Boston, 1995.
 193. Tyson K.W.M. Competition in the 21st Century. Delray Beach (Fl.), 1997.
 194. Hammer M., Champy J. Reengineering the Corporation. A Manifesto for Business Revolution. – N.Y., 1993.
 195. Lipnack J., Stamps J. The Age of the Network. Organizing Principles for the 21st Century. – N.Y., 1994.
 196. Koch R. The Third Revolution. Creating Unprecedented Wealth and Happiness for Everyone in the New Millennium. – Oxford, 1998.
 197. Toffler A. The adaptive corporation. – Aldershot, 1985.
 198. Robinson A.G., Stern S. Corporate Creativity. How Innovation and Improvement Actually Happen. – San Francisco, 1997.
 199. Иноземцев В.Л. Расколота цивилизация: Научное изд. – М.: “Academia” – “Наука”, 1999. – 724 с.
 200. Kelly K. New Rules for the New Economy. Ten Radical Strategies for a Connected World. – N.Y., 1998.
 201. Fukulama F. Trust. Social Virtues and Creation of Prosperity. – N.Y., 1995.
 202. Hammer M. Beyond Reengineering: How the Proces-Centered Organization is Changing Our Work and Our Lives. – New York, 1996.
 203. Иноземцев В. За пределами экономического общества (Постиндустриальные теории и постэкономические тенденции в современном мире). – М.: Academia-Наука, 1998. – 640 с.
 204. Мизес Л. фон. Социализм. Экономический и социологический анализ: Пер. с англ. – М.: Catallaxy, 1994. – 416 с.
 205. Корнаи Я. Системная парадигма // Общество и экономика. – 1999. - №3-4. – С. 85-96.
 206. Ходов Л.Г. Основы государственной экономической политики: Учебник. – М.: Изд-во «БЕК», 1997. – 332 с.
 207. Бернар И., Колли Ж.-К. Толковый экономический и финансовый словарь: французская, русская, английская, немецкая, испанская терминология: В 2-х тт.- Т.2.: Пер. с фр. – М.: Международные отношения, 1997. - 760 с.

208. Давимука С.А. Теоретико-методологічні аспекти приватизації і механізми її реалізації в Україні. – Львів: Ін-т регіональних досліджень НАН України, 1998. – 399 с.
209. Чеботар С.І. Польська економіка на межі тисячоліть: труднощі, успіхи, перспективи. – К.: Хрещатик, 2002. – 260 с.
210. Шкільняк М.М., Ларіна Я.С. Трансформація відносин власності у перехідній економіці України (на прикладі промисловості). – К.: Академія, 2002. – 213 с.
211. Лагунін В.Д. Людина і економіка: соціоекономіка. – К.: Просвіта, 1996. – 317 с.
212. Стігліц Дж. Е. Економіка державного сектора / Пер. з англ. – К.: Основи, 1998. – 854 с.
213. Кондрашова Л. Приватизация с китайской спецификой (проблема классификации форм собственности) // Российский экономический журнал. – 2004. – №7. – С. 42-55.
214. Шаталин С. Интервью // Известия. – 1991. – 21 апреля.
215. Концепція роздержавлення і приватизації майна державних підприємств, землі, житлового фонду / Відомості Верховної Ради України. – 1991. – С. 210-222.
216. Ледомська С., Ларцев В. Підсумки сертифікатної приватизації в Україні (1995-2000 рр.) // Економіка України. – 2001. - №5. – С. 14-22.
217. Десять років соціально-економічних перетворень в Україні: спроба неупередженої оцінки. За ред. І.Бураковського. – К.: К.І.С., 2002. – 120 с.
218. Міщенко М. Громадська думка про процеси приватизації в Україні // Розбудова держави. – 1998. – №3-4. – С. 64-73.
219. Українська приватизація у спогадах і роздумах / Ларцев В.С., Ключников Г.М. – К.: Поліграф-Інформ, 2001. – 479 с.
220. Пасхавер О. Українські реформи, або приватизацію ніхто не любить // Дзеркало тижня. – 2003. – 6 вересня. – С. 1,8.
221. Квин Е. Приватизация в Украине: мифы и реальность // Предпринимательство, хозяйство и право. – 1999. – №2. – С. 3-6.
222. Кулицький С. Приватизація та інвестиційний процес в Україні // Економічні реформи сьогодні. 1999. – №26. – С. 16.
223. Українська приватизація у цифрах (1991-2001 роки): У 2 ч. Ч.2 / Під заг. ред. О.М. Бондаря. – К.: “Принт-Експрес”, 2002. – 516 с.
224. Кучма Л.Д. Україна: поступ у ХХІ століття. Послання Президента України до Верховної Ради України // Урядовий кур’єр. – 2000. – 23 лютого.
225. Голіков В. Приватизація як фактор переходу України до ринкової економіки // Економіка України. – 1996. – №8. – С. 13-21.
226. Гальчинський А.С. Суперечності реформ: у контексті цивілізаційного процесу. – К.: Українські пропілеї, 2001. – 320 с.
227. Kornai J. The Principles of Privatization in Eastern Europe // Poznanski K.Z. (ed.). The Evolutionary Transition to Capitalism. – Boulder Colo.: Westview Press, 1995. – P. 211-228.
228. Stiglitz J.E. Globalization and its Discontents. – New York-London: W.W. Norton & Company, 2002. – 282 p.
229. Тодаро М. Экономическое развитие: Пер. с англ. – М.: Изд-во МГУ: ЮНИТИ, 1997. – 671 с.
230. Коропецький І.-С. Економічні праці. – К.: Смолоскип, 1998. – 414 с.
231. Privatization. The Lessons of Experience. World Bank. – Wash. D.C., 1992.
232. Сорос Дж. Криза глобального капіталізму: (Відкрите суспільство під загрозою) / Пер. з англ. – К.: Основи, 1999. – 259 с.
233. Базів В. Американці – це стиль, а українці – це характер? // День. – 2004. – 1 липня. – С. 4.
234. Шмелев Н. О здравом смысле и морали в экономике // Вопросы экономики. – 1993. – №2. – С. 102-111.
235. Ноув А. Какой должна быть экономическая теория переходного периода? // Вопросы экономики. – 1993. – №11. – С. 16-23.
236. Українська приватизація: плюси і мінуси / Є.І. Головаха, В.І. Дубровський, О.М. Кошик, О.Г. Білоцерківець. Під ред. О.Й. Пасхавера. – К.: “Альтерпрес”, 2001. – 208 с.

237. Ясин Е. Поражение или отступление (Российские реформы и финансовый кризис) // Вопросы экономики. – 2000. – №1.
238. Ослунд А. Строительство капитализма. Рыночная трансформация стран бывшего советского блока. – М., 2003.
239. Ледомська С., Тараторін Ю. Сертифікатна приватизація: деякі аспекти визначення основних результатів // Економіка України. – 2001. – №8. – С. 22-27.
240. Витте С.Ю. Воспоминания: В 2 т. – М.: ТЕРРА, 1997.
241. Приватизация по-росийски / Под ред. А. Чубайса. – М.: «Вагриус», 1998.
242. Статистичний щорічник України за 2003 рік: За ред. О.Г. Осауленка / Державний комітет статистики України. – К.: Консультант, 2004. – 631 с.
243. Пасхавер О. Перспективи приватного підприємництва в Україні: приватизація і зростання нового капіталу // Економіка України. – 2000. – №4. – С. 31-39.
244. Меньшиков С.М. Новая экономика. Основы экономических знаний. Учебн. пособ. – М.: Международные отношения, 1999. – 400 с.
245. Сікора В.Д., Сікора Б.В. Олігархізм, опозиція та ринкова демократія в Україні // Актуальні проблеми економіки. – 2004. – №9. – С. 173-182.
246. Бузгалин А. Мутантний капіталізм як продукт полураспада мутантного соціалізму // Вопросы экономики. – 2000. – №6. – С. 102-113.
247. Ослунд А. «Рентоориентированное поведение» в российской переходной экономике // Вопросы экономики. – 1996. – №8. – С. 99-108.
248. Плышевский Б. Результат реформы – экономика перераспределения // Российский экономический журнал. – 1996. – №11-12. – С. 14-27
249. Україна: підсумки соціально-економічного розвитку та погляд у майбутнє. Виступ Президента України Л.Д.Кучми на науковій конференції 16 листопада 2000 року// Урядовий кур'єр. – 2000. – 18 листопада.
250. Чаусовский А. Формальное и неформальное в экономике: Монография. – Донецк, 2001. – 206 с.
251. Трансформація моделі економіки України (ідеологія, протиріччя, перспективи) / За ред. акад. В.М. Гейця. – К.: Логос, 1999. – 500 с.
252. Новое время. – 2003. – 20 июля.
253. Писанська В. Віктор Жердицький не привласнив гроші жертв нацизму. А хто? // Голос України. – 2003. – 10 квітня. – С. 23.
254. ЄСП: що входить і що витікає // День. – 2004. – 10 липня. – С. 5.
255. Стігліц Дж. Переваги пізнього старту // День. – 2001. – 27 червня. – С. 4.
256. Шмелев Н.П. Ключевые проблемы современной социально-экономической политики России // Проблемы прогнозирования. – 2004. – №3. – С. 3-14.
257. Барановський О., Сіденко В. Проблеми власності та легалізації капіталів і доходів в Україні // Дзеркало тижня. – 2004. – №18-19 – 15 травня. – С. 12-17.
258. Шангіна Л. У чаду економічного дива // Дзеркало тижня. – 2004. – 24 липня. – С. 3.
259. Шангіна Л. Україна – не Америка, або чи Делано нам? // Дзеркало тижня. – 2004. – 26 червня. – С. 5.
260. Фріленд К. “Підтримайте царя, який падає”, або Як ліберальний Захід дивиться на ситуацію в Росії // День. – 2003. – 22 листопада. – С. 7.
261. Жлуктенко В. Нові мільярдери // День. – 2003. – 1 березня. – С. 3.
262. Сколотяний Ю. Теплий північний вітер. // Дзеркало тижня. – 2004. – 17 квітня. – С. 12.
263. Красникова Е. Рыночная трансформация российской экономики как процесс первоначального накопления капитала // Вопросы экономики. – 2001. – №2. – С. 142-154.
264. Переходный период: анализ и уроки первого десятилетия для стран Восточной Европы и бывшего Советского Союза. – М.: Весь мир, 2002.
265. Єщенко П. Економіка перехідного періоду: теоретико-методологічні і методичні підходи // Економіка України. – 2001. – №5. – С. 52-60.

-
266. Жданов І., Якименко Ю. Україна у ХХІ столітті: виклики для політичної еліти // Дзеркало тижня. – 2003. – 15 листопада.
267. Мендрул О. Стан і перспективи первісного нагромадження капіталу // Економіка України. – 2001. – №7. – С. 8-15.
268. Ясин Е. Функции государства в рыночной экономике // Вопросы экономики. – 1997. – №6. – С. 13-22.
269. Драшкович В. Барьеры на пути создания рыночных институтов в Югославии // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. – №6. – С. 88-93.
270. Попов В. Сильные институты важнее скорости реформ // Вопросы экономики. – 1998. – №8. – С. 56-70.
271. Становление рыночной экономики в странах Восточной Европы / Пер. с англ. Общ. ред. и предисл. Н.А. Макашевой. – М.: Российский гос. гуманитарный ун-т, 1994.
272. Бондар О. “Я з негрошовими людьми спілкуюсь мало. Але сплю спокійно” // День. – 2001. – 26 травня. – С. 1, 4.
273. Штайльманн К. Новая философия бизнеса: В 3 т. Москва; Берлин: Российское психологическое общество, 1998. Т.1. Реформы, революции, трансформации... Размышления делового человека. – 403 с.
274. Звернення Президента України до Верховної Ради України “Про внутрішнє і зовнішнє становище України у 2003 році” // Економіст. – 2004. – №3. – С. 15-18.
275. Суворов А.В. Проблемы анализа дифференциации доходов и построения дифференцированного баланса доходов и расходов населения // Проблемы прогнозирования. – 2001. – №1. – С. 58-72.
276. Послання Президента України до Верховної Ради України “Європейський вибір. Концептуальні засади стратегії економічного та соціального розвитку України на 2002-2011 роки” // Урядовий кур’єр.- 2002.- 4 червня.- С. 5-12.
277. Показники Єдиного державного реєстру підприємств та організацій України: статистичний бюлетень станом на 1 січня 2004 року. – К.: Держкомстат України, 2004. – 51 с.
278. Інвестиційна привабливість вітчизняних підприємств // Урядовий кур’єр. – 2002. – 16 березня. – С. 4.
279. Deutschland. – 1996. – №5. – С. 23-26.
280. Механизм создания богатства пока не работает // Украинская Инвестиционная Газета. – 2000. – 14 ноября. – С.11.
281. Радыгин А. Перераспределение прав собственности в постприватизационной России // Вопросы экономики. – 1999. – №6. – С. 54-74.
282. Blasi J., Kroumova M., Kruse D. Kremlin Capitalism: The Privatization of the Russian Economy. – Ithaca: Cornell University Press, 1997.
283. Перевалов Ю., Басаргин В. Формирование структуры собственности на приватизированных предприятиях // Вопросы экономики. – 1999. – №5. – С. 75-90.
284. Капелюшников Р. Крупнейшие и доминирующие собственники в российской промышленности // Вопросы экономики. – 2000. – №1. – С. 99-119.
285. Радыгин А., Архипов С. Собственность, корпоративные конфликты и эффективность // Вопросы экономики. – 2000. – №11. – С. 114-133.
286. Долгопятова Т. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности // Вопросы экономики. – 2001. – №5. – С. 46-60.
287. Капелюшников Р. Собственность и контроль в российской промышленности // Вопросы экономики. – 2001. – №12. – С. 103-124.
288. Аукуционек С., Жуков В., Капелюшников Р. Доминирующие категории собственников и их влияние на хозяйственное поведение предприятий // Вопросы экономики. – 1998. – №12. – С. 108-127.
289. Дерябина М. Реструктуризация российской экономики через передел собственности и контроля // Вопросы экономики. – 2001. – №10. – С. 55-69.

-
290. Гришан Ю.П. Структура акціонерного капіталу та тенденції її зміни // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 2000. – №12. – С. 48-51.
291. Frydman R., Gray Ch., Hessel M., Rapaczynski A. Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from Transition Economies. // The World Bank. Working Paper, № 1830, September 1997.
292. Djankov S. Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States. The World Bank Policy Research Working Paper Series, № 2047, February 1999.
293. Шершньова З. Проблеми корпоративного управління в Україні // Економічні реформи сьогодні. – 2000. – №33. – С. 3-16.
294. Клейнер Г. Современная экономика России как «экономика физических лиц» // Вопросы экономики. – 1996. – №4. – С. 84-87.
295. Поведение предприятий в квазирыночной экономике // Экономическая жизнь современной России. – 2000. – №1(5). – С. 45-48.
296. Старк Д. Рекомбинированная собственность и рождение восточноевропейского капитализма // Вопросы экономики. – 1996. – №6. – С. 13-16.
297. Маскалевич І. “Розсипний” холдинг. Варіант третій // Дзеркало тижня. – 2003. – 26 квітня. – С. 8.
298. Городецький Р. Корпоративний інтерес // Дзеркало тижня. – 2004. – 2 жовтня. – С. 8.
299. Княжанський В. Дрібний акціонер – безправний // День. – 2004. – 17 червня. – С. 5.
300. Гонта І. Що добре для нікопольського південно-трубного – добре для України? // Дзеркало тижня. – 2004. – 17 січня. – С. 9.
301. Мельничук В. Майже детектив: скільки днів тривав минулий бюджетний рік? // Дзеркало тижня. – 2004. – 31 січня. – С. 8.
302. Уманський С. Кременчуцький привид // Дзеркало тижня. – 2006. – 15 липня. – С. 8.
303. Ігнатенко П. “Дика приватизація” що криється за примусовим відчуженням майна // Цінні папери України. – 2001. – №22. – 7 червня. – С. 6.
304. Закріпити і розвинути позитивні тенденції в економіці та соціальній сфері: З виступу Президента України Л.Д. Кучми на ІХ з’їзді УСПП 29 березня 2001 року // Урядовий кур’єр. – 2001. – 31 березня.
305. Макаревич Л. Структура собственности и борьба за ее передел в России в 1992-1999 гг. / Социально-экономические проблемы переходного общества: из практики стран СНГ. – М.: Наука, 2000. – 410 с.
306. Радыгин А. Собственность и интеграционные процессы в корпоративном секторе // Вопросы экономики. – 2001. – №5. – С. 26-45.
307. Сравнительный анализ экономических результатов работы российских предприятий различных форм собственности. – СПб.: Леонтьевский центр, 1996.
308. Carlin W., Fries S., Schaffer M., Seabright P. Competition, Soft Budget Constraints and Enterprise Performance in Transition Economies. – Warsaw: CASE, 1999 (International Conference “Ten Years after. Transition and Growth in Post-Communist Countries”).
309. Earle J., Estrin S. After Voucher Privatization: The Structure of Corporate Ownership in Russian Manufacturing Industry. SITE Working Paper 120. – Stockholm: Stockholm Institute of Transition Economics, 1997.
310. Linz S., Krueger G. Enterprise Restructuring in Russia’s Transition Economy: Formal and Informal Mechanisms // Comparative Economic Studies. – 1998. – Vol.40. – P. 5-52.
311. Estrin S., Rosevear A. Enterprise Performance and Ownership: The Case of Ukraine. – European Economic Review, 1999. – P. 1125-1136.
312. Предприятие в системе государственного управления и регулирования / Голиков В.И., Николян А.В., Голикова Н.В. / НАН Украины. Ин-т экономического прогнозирования. – К., 1998. – 383 с.

313. Прокопенко Н.Д., Петренко Е.А. Приватизация в промышленности: некоторые итоги / Социально-экономические аспекты промышленной политики: Сб. науч. тр./ НАН Украины. Ин-т экономики пром-ти; Амоша А.И. (отв.ред.). – Донецк, 2000. – С. 18-29.
314. Приватизація в новому тисячолітті: досягнення, прорахунки та найближчі перспективи // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 2002. – № 1. – С. 4-7.
315. Claessens S., Djankov S., Pohl G. Ownership and Corporate Governance: Evidence from Czech Republic. – World Bank Policy Research Working Paper Series, № 1737, November 1996.
316. Андреева Т.Б. Приватизація, структура власності та робота підприємства // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 2001. – №2. – С.55-59.
317. Aukutsionek S., Kapellushnikov R., Zhukov V. Dominant Shareholders and Performance of Industrial Enterprises. – The Russian Economic Barometer, 1998, № 1.
318. Barberis N., Boycko M., Shleifer A., Tsukanova N. How Does Privatization Work? Evidence From the Russian Shops // Journal of Political Economy. – 1998. – № 104(4). – P. 764-790.
319. Грэй Ч.В., Хэнсон Р.Дж. Корпоративные отношения в Центральной и Восточной Европе / Корпоративное управление и права акционеров. – М., 1994.
320. Morck R., Shleifer A., Vishny R. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis // Journal of Financial Economics. – 1988. – Vol.20. – № 2. – P. 293-315.
321. McConnell J., H. Servaes. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value // Journal of Financial Economics. – 1990. – Vol.27. – P. 595-612.
322. Carlin W., Landesmann M. From Theory to Practice? Restructuring and Dynamism in Transition Economies. – Oxford Review on Economic Policy, 1997. – P. 77-105.
323. Kuznetsov P., Muravjov A. Ownership Structure and Firm Performance in Russia. EERS, RESEP, 1999, (manuscript).
324. Carlin W., van Reenen J., Wolfe T. Enterprise Restructuring in Early Transition: The case study evidence from Central and Eastern Europe // Economics of Transition.– 1995. – Vol.3. – P. 427-458.
325. Smith S., Cin B-C., Vodopivec M. Privatization Incidence, Ownership Forms and Firm Performance: Evidence from Slovenia // Journal of Comparative Economics. – 1997. – Vol.25. – P. 158-179.
326. Brada J., Singh I. Corporate Governance in East Central Europe: Issues and Summary of Case Studies / Corporate Governance in East Central Europe. Case Studies of Firms in Transition (ed. by J. Brada, I. Singh), M.E. Sharpe, 1999.
327. Сироватка С. Власність іде “в тінь” // День . – 2002. – 24 вересня. – С. 1.
328. Вандін Ю. Актуальні питання захисту національних інтересів держави // Фондова панорама. – 2001. – №27. – 4 серпня. – С. 2.
329. Стиглиц Дж. Куда ведут реформы? (к десятилетию начала переходных процессов) // Вопросы экономики. – 1999. – №7. – С. 12-17.
330. Старовойтов М. Акционерная собственность и корпоративные отношения // Вопросы экономики. – 2001. – №5. – С. 61-72.
331. Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики. – М.: Фонд экономической книги “Начала”, 1997. – 188 с.
332. North D. Structure and Change in Economic History. – N.Y.: Norton, 1981.
333. Герасимчук М. Тенденції розвитку промисловості України на сучасному етапі // Економіка України. – 2002. – №3. – С. 24-28.
334. Рибалкін В. Ринок як економічний інститут власності // Економіка України. – 2001. – №2. – С. 42-49.
335. Теплиць І.Л. Акціонування як сучасна форма приватизації підприємств промисловості. – Одеса: Ін-т проблем ринку та економіко-еколог. Досліджень НАН України, 2001. – 170 с.
336. Рудык Э., Керемецкий Я., Завьялова Г. Задачи демократизации собственнических отношений на российских предприятиях // Российский экономический журнал. – 1999. – №4. – С. 9-22.
337. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе / Пер. с англ. – М.: Дело Лтд, 1994. – 720 с.

-
338. Іноземні інвестиції та національний капітал: парадигма взаємодії: Зб. наук. статей / Під ред. Я.А. Жаліла. – К.: Сатсанга, 2001. – 109 с.
339. Держава не буде донором корумпованих хапуг: Виступ Президента України Л.Кучми на розширеному засіданні координаційного комітету по боротьбі з корупцією і організованою злочинністю 14 грудня 1999 року // Урядовий кур'єр. – 1999. – 16 грудня. – С. 3-4.
340. Корюкин К. Непрозрачность стоит России почти 10 млрд. долл. в год // Ведомости. – 2001. – 25 апреля.
341. Чечетов М., Мендрул О. Корпоративне управління в умовах економічної трансформації // Економіка України. – 2001. – №4. – С. 10-18.
342. Княжанський В. Шкала “закритості” // День. – 2004. – 1 липня. – С. 1.
343. Звіт Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку України за 2002 рік // Ринок цінних паперів України. – 2003. – №5-6.
344. Фондовий ринок: погода помірна // Урядовий кур'єр. – 2002. – 21 листопада. – С. 7.
345. Реферат учебника П. Самуэльсона и В. Нордхауса «Экономикс» // Экономические науки. – 1990. – №7. – С. 107-115.
346. Рубцов Б.Г. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. – М.: ИНФРА-М., 1996.
347. Boutillier M., Labye A., Lagoutte C., Levy N., Oheix V. Financement et gouvernement des entreprises – exceptions et convergences europeenes // Revue d'Economie Politigue. – 2002. – Juillet-Aout.
348. Берзон Н. Формирование инвестиционного климата в экономике // Вопросы экономики. – 2001. – №7. – С. 104-114.
349. Стратегія економічного і соціального розвитку України (2004-2015 роки) “Шляхом європейської інтеграції” / Авт. кол.: А.С. Гальчинський, В.М. Геєць та ін. – К.: ІВЦ Держкомстату України, 2004. – 416 с.
350. Денисенко М. Фондовий ринок України: ретроспектива та погляд у майбутнє // Акціонер. – 2002. – №3. – С. 42-48.
351. Барановський О. Недокапіталізована економіка // Дзеркало тижня. – 2003. – №42. – 1 листопада. – С. 12.
352. Лагунін В.Д. Кредитування: теорія і практика. – К.: Знання, 2000. – 215 с.
353. Бюлетень Національного банку України. – 2002. – №10. – С. 98-99.
354. Бюлетень Національного банку України. – 2003. – №4. – С. 102.
355. Бюлетень Національного банку України. – 2004. – №3. – С. 94.
356. Бюлетень Національного банку України. – 2005. – №3. – С. 83.
357. Банкіри заговори про капіталізацію першими // День. – 2004. – 22 травня. – С. 4.
358. Кучма Л.Д. Закріпити і розвинути позитивні тенденції в економіці та соціальній сфері // Урядовий кур'єр. – 2001. – 31 березня.
359. Скамейкина Т.И. Реформа предприятия как одно из направлений институциональных преобразований экономики России // Экономическая наука современной России. – 2000. – №2. – С. 94-100.
360. www2.ifc.org/ukraine/ucdp/materials/CG_Survey.pdf
361. Самуэльсон П. Экономика. – М.: МГП «Алгон», ВМИИСИ, 1992. – 746 с.
362. Татко В.С. Корпоративное управление на пороге XXI века. – Ярославль: “Электро-Сервис”, 2002. – 200 с.
363. Аукуционек С.П., Батяева А.Е. Российские предприятия в рыночной экономике: ожидания и действительность. – М.: Наука, 2001. – 139 с.
364. Акімова І., Кузяків О. Діловий клімат протягом 1999-2002 рр.: нічого не змінилося? // Дзеркало тижня. – 2003. – №18. – 17-23 травня. – С. 1, 7.
365. Діловий клімат у 2004-2006 роках: крок вперед і два – назад? // Дзеркало тижня. – 2006. – №41. – 28 жовтня. – С. 1, 3.

-
366. Портер М. Международная конкуренция: Пер. с англ. – М.: Международные отношения, 1992. – 896 с.
367. Мескон М.Х., Альберт М., Хедоури Ф. Основы менеджмента: Пер. с англ. – М.: Дело ЛТД, 1995. – 704 с.
368. Любинин А. Реорганизация акционерных обществ и становление финансово-промышленных групп // Российский экономический журнал. – 1994. – №11. – С. 10-16.
369. Clark J., Gerlach J., Olson G. Restructuring Corporate America. – Fort Worth., 1995.
370. Водачек Л. Реструктуризация – вызов чешским предприятиям // Проблемы теории и практики управления. – 1999. – №1. – С. 84-89.
371. Крыжановский В.Г. Реструктуризация предприятия. Конспект лекций. – М.: «ПРИОР», ИВАКО Аналитик, 1998. – 48 с.
372. Кальніченко Л., Мендрул О. Реструктуризація підприємств в умовах становлення ринкового середовища // Економіка України. – 2000. – №10. – С. 27-33.
373. Карлоф Б. Деловая стратегия: концепция, содержание, символы / Пер. с англ. – М.: Экономика, 1991. – 239 с.
374. Управление организацией: Учебник / Под ред. А.Г. Поршнева, З.П. Румянцевой, Н.А. Соломатина. – М.: ИНФРА-М., 1999. – 668 с.
375. Тренев В.Н., Ириков В.А., Ильдеменов С.В., Леонтьев С.В., Балашов В.Г. Реформирование и реструктуризация предприятия. Методика и опыт. – М.: «ПРИОР», 1998. – 320 с.
376. Гришан Ю. Напрями удосконалення внутрігосподарського управління на підприємствах // Економіка України. – 2001. – №1. – С. 9-16.
377. Владимирова И.Г. Слияния и поглощения компаний // Менеджмент в России и за рубежом. – 1999. – №1. – С. 27-48.
378. Артеменко О. “Укррічфлот” на стратегічному курсі // Дзеркало тижня. – 2003. – №17. – 8 травня. – С. 12.
379. Скударь Г.М. Управление конкурентноспособностью крупного акционерного общества. – К.: Наукова думка, 1999. – 492 с.
380. Давидов А. Оптимальна структура джерел фінансування інвестицій на підприємствах // Економіка України. – 1994. – №11. – С. 84-87.
381. Пересада А.А. Инвестиционный процесс в Украине. – К.: Лібра, 1998. – 389 с.
382. Дорошенко Т.В. Формування оптимальної структури інвестиційних ресурсів на підприємстві // Фінанси України. – 2002. – №9. – С. 134-137.
383. Львовичкін С., Опарін В., Федосов В. Трансформація та розвиток фінансової системи України // Ринок цінних паперів України. – 2003. – №1-2. – С. 13-24.
384. Бриггем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полн. курс: В 2 т. / Пер. с англ. – СПб.: Экономическая школа, 1998.
385. Perotti E., Gelfer S. Investment Financing in the Russian Financial-Industrial Groups. Paper presented at London Business School CIS-Middle Europe Centre workshop on Corporate Governance in Russia, 1998.
386. Третяк О.Д. оцінка фінансового стану акціонерних товариств // Фінанси України. – 2000. – №12. – С. 95-102.
387. Следзь С. Консервним ключем уже не відкрити. Захист закритих акціонерних товариств посилили практика і нове законодавство // Дзеркало тижня. – 2003. – №11. – 22 березня. – С. 11.
388. <http://www.smida.gov.ua/analytics/2002.zip>.
389. Панков В. Інноваційний менеджмент великого акціонерного товариства // Економіка України. – 2002. – №12. – С.4-11.
390. Сорос Дж. Открытое общество. Реформируя глобальный капитализм / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2001. – 262 с.
391. Інноваційна стратегія українських реформ / Гальчинський А., Геєць В., Кінах А., Семиноженко В. – К.: Знання України, 2002. – 336 с.

-
392. Ван Хорн Дж.К. Основы управления финансами: Пер. с англ. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 800 с.
393. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 1997. – 1120 с.
394. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999. – 576 с.
395. *American Economic Review*. – 1998. – Vol. 78. – №2. – P. 373-382.
396. Eichner A.S. *The megacorp and oligopoly: micro foundations of macro dynamics*. – Cambridge, London, New York, Melbourne: Cambridge University Press, 1976.
397. Fama E., Jensen M. Agency problems and residual claims // *Journal of Law and Economics*. – 1983. – Vol. 26. – June.
398. Січер Ч., Паттон Х. Загальний стан та передумови розвитку фінансового ринку в Україні. – *Financial Markets International, Inc.* – 2000. – 191 с.
399. Управління акціонерним товариством / Міжнародна фінансова корпорація. – К.: Століття, 1999. – 186 с.
400. Корпоративное управление в переходных экономиках. Инсайдерский контроль и роль банков: Пер. с англ. / Под ред. М. Аоки и Х.-К. Кима. – СПб.: Лениздат, 1997. – 558 с.
401. Kose J., Lemma S. Corporate governance and board effectiveness // *Journal of Banking & Finance*. – 1998. – №22. – P. 371-403.
402. Oskaya M., Askari H. Management of Newly Privatized Companies, Its Importance and How Little We Know // *World Development*. – 1999. – Vol. 27. – №6. – P. 1097-1114.
403. Гончаров В.В. Создание и функционирование акционерных компаний. – М.: МНИИПУ, 1998. – 112 с.
404. Xiaonian Xu, Yan Wang. Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies // *China Economic Review*. – 1999. – Vol. 10. – P. 75-98.
405. *Financial Services Modernization Act* / <http://www.house.gov/banking/s900lang.htm>.
406. Величко О.В., Цветков В.А., Церфас О.Р. Организационно-структурные формы корпоративных объединений в современной рыночной экономике. – М.: БУК, 1999. – 213 с.
407. The Japanese institute of statutory auditors. The result of survey on general meeting of shareholders kansayaku, sept. 1994 // *Long Range Planning*. – 1995. – Vol. 28. – №4.
408. Тимонина И. Японские корпорации в эпоху глобализации: революция управления // *Бизнес Акад.* – 2002. – №1. – С.26-30.
409. Bianco M., Casavola P. Italian corporate governance: Effects on financial structure and firm performance // *European Economic Review*. – 1999. – Vol. 43. – P. 1057-1069.
410. Becht M. European corporate governance: trading oft liquidity against control // *European Economic Review*. – 1999. – Vol. 43. – P. 1049-1056.
411. У пошуках кращого директора: Корпоративне управління в перехідній та ринковій економіках / Пер. з англ. Наук. ред. С. Синиця. – К.: Основи, 1996. – 189 с.
412. Harris T. Establishing effective boards // *Financial executive*. – 2001. – Vol. 17. – №4. – P. 39-42.
413. Marshall J. As Board Shrink, responsibilities grow // *Financial executive*. – 2001. – Vol. 17. – №4. – P. 36-39.
414. Perlov D., Shinn L. Why boards succeed // *Association management*. – 2001. – Vol. 53. – №1. – P. 114-115.
415. Беккер Гэри. Новейшие способы спасения от бездарного руководителя // *Бизнес Уик.* – 1992. – №10.
416. Кочетков Г.Б. Национальные модели управления и использование зарубежного опыта // США – Канада: экономика, политика, культура. – 2000. – №12. – С. 73-88.
417. Becht M., Mayer C. Corporate controls in Europe // *The World's new financial landscape: Challenges for econ. policy* / Ed. by Siebert H. – Berlin, etc.: Springer, 2001. – P. 149-172.
418. La Porta R., Lorez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. *Law and Finance*. IIID, Development Discussion Paper №576, 1997, p.32-35, 40-43.

-
419. Classens S., Djankov S., Fan J., Lang L. Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. The World Bank Policy Research Working Paper 2088, Washington DC: The World Bank, 1999;
420. Dyck A. Ownership Structure, Legal Protection and Corporate Governance. Harvard Business School, 2000, mimeo.
421. Jensen M. The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems // Journal of Finance, 1993, vol. 48, №3.
422. Pistor K. Corporate law in transition economics. Max-Planck Institute for comparative and international corporate law. – Hamburg, mimeo, 1999.
423. Слепенкова Е.М. Права акціонерів в Росії: протиріччя практичної реалізації // Вестник Московського ун-та. Серія 6. Економіка. – 2002. – №6. – С. 3-31.
424. Аганбегян А. Время не столько подводит итоги, сколько работать на будущее // Журнал для акціонерів. – 2002. – №4. – С. 10-14.
425. Перший кодекс корпоративного управління // День. – 2004. – 7 квітня. – С. 5.
426. www.ukrproduct.com.
427. Galbraith G.K. Challenges of the New Millenium // Finance a development. 1999. – Vol.36. – №4.
428. Стігліц Дж. Корпоративний капіталізм: криза суспільної довіри // День. – 2002. – 12 листопада. – С. 4.
429. Реферат учебника П. Самуэльсона и В. Нордхауса «Экономикс» // Экономические науки. – 1990. – №1. – С. 103-114.
430. Теоретическая экономика. Политэкономия: Учебн. для вузов / Под ред. Г.П. Журавлевой и Н.Н. Мильчаковой. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. – 485 с.
431. Buchanan J., Tullock G. The Calculus of Consent. – Ann Arbor, MI: University of Michigan Press, 1962.
432. Міщенко В., Науменкова С. Проблеми вдосконалення управління державними корпоративними правами // Економіка України. – 2002. – №5. – С. 29-36.
433. Григоренко Є.М. Корпоративний портфель держави: проблеми управління ним та можливі шляхи їх вирішення // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 2004. – №3. – С. 2-6.
434. Сироватка С. У добрі руки // День. – 2004. – 28 лютого. – С. 1.
435. Кучма Л.Д. Вірю в український народ. – К.: Альтернативи, 2000. – 504 с.
436. Головне – робота на кінцевий результат. З виступу Президента України Л.Д. Кучми на засіданні Кабінету Міністрів України 19 квітня 2000 року // Економіка України. – 2000. – №6. – С. 4-15.
437. Чечетов М.В., Жадан І.О. Удосконалення управління державними корпоративними правами – стратегічний напрямок ринкових перетворень в Україні // Стратегія економічного розвитку України: Наук. збірник. Вип.2-3.– К.: КНЕУ, 2000. – С. 45-53.
438. Послання Президента України до Верховної Ради України “Про внутрішнє і зовнішнє становище України у 2003 році” // Економіст. – 2004. – №3. – С. 21-56.
439. Про власність: Закон України // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – №20. – С. 523-537.
440. Акционерное общество и товарищество с ограниченной ответственностью / Сборник зарубежного законодательства. Отв. ред. В.А. Туманов. – М.: БЕК, 1995.
441. Задерей Н. Міноритарний марш-кидок // Круглий стіл. Проект Міжнародної фінансової корпорації “Корпоративний розвиток в Україні”. – 2004. – №6. – С. 23-24.
442. Довгань Л.Є., Пастухова В.В., Савчук Л.М. Управління корпораціями. – К.: Політехніка, 2004. – 236 с.
443. Корпоративное управление в России: есть ли шанс для улучшения // Проблемы теории и практики управления. – 2002. – №6. – С. 84-87.

-
444. Развитие корпоративных форм управления в России. По материалам международной научно-практической конференции, проведенной Международной академией корпоративного управления // Российский экономический журнал. – 2000. – №4. – С. 27-60.
445. Perotti E.C., Gelfer S. Investment Financing in Russian Financial-Industrial Groups / University Amsterdam and Russian-European Center for Economy Policy. Working Paper, 1998.
446. Про промислово-фінансові групи в Україні: Закон України від 21.11.1995 року.
447. Чекмарева Е. Банки в финансово-промышленных группах: настоящее и перспектива // Российский экономический журнал. - 1999. - №7. - С. 20-27.
448. Кулик В. Ставок больше нет // Компании и рынки. – 2000. – №39. – С. 42-44.
449. Бик І., Чумаченко М., Саломатіна Л. Чи бути фінансово-промисловим групам в Україні? // Економіка України. - 1997. - №5. - С.15-24.