

ОЕСР

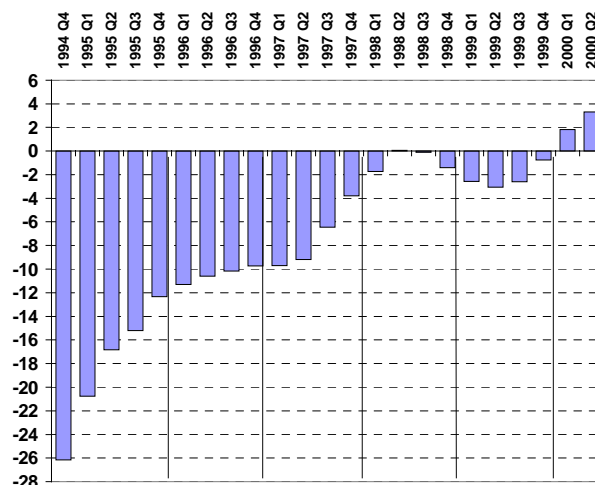
СЕРЕДОВИЩЕ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ В УКРАЇНІ ТА ЙОГО ВПЛИВ НА ДІЯЛЬНІСТЬ І ФІНАНСИ КОРПОРАЦІЙ

1. Загальна економічна ситуація

Вперше за останні 9 років незалежності Україні вдалося відновити економічне зростання лише в 2000 році (рисунок 1). Незважаючи на значні масштаби тіньового сектора, які не дозволяють отримати точну оцінку ВВП, офіційні дані свідчать про те, що рівень ВВП лише трохи перевищує 40% від його рівня в 1989 році. Економічний спад в Україні виявився дуже серйозним внаслідок успадкованої величезної енергомісткості промисловості, високого рівня дефіциту бюджету, пов'язаного з низькими темпами реформ на мікроекономічному рівні і тенденцією уряду "жити поза межами наявних коштів". Незважаючи на те, що гіперінфляцію перших років незалежності вдалося подолати в 1995 році, поєднання жорсткої монетарної і м'якої фіскальної політики подальших років привело до ситуації досить крихкої стабільності. У 1996-1998 роках український уряд скоротив дефіцит бюджету і обмежив запозичення з центрального банку на фінансування дефіциту, однак цього вдалося досягнути за рахунок накопичення державного боргу і бюджетної заборгованості. Внаслідок цього рівень інфляції опустився до 10% в 1997 році, що сприяло уповільненню економічного падіння і, нарешті, перші симптоми економічного зростання з'явилися у другому кварталі 1998 року. Однак 17 серпня 1998 року в Росії сталася фінансова криза, яка підірвала перші ознаки крихкої стабілізації і зростання.

У подальші тижні коридор валютного курсу, який і без того знаходився під сильним тиском з початку року, перемістився з 1,8-2,25 UAH/USD до 2,5-3,5 UAH/USD, і протягом двох наступних тижнів курс досяг верхнього рівня нового коридора. Одночасно з девальвацією істотно виріс рівень інфляції і досяг рівня 20% на кінець року, а виробництво знову почало падати. Економічний спад виявився неминучим і до кінця року досяг рівня 1,7%. Незважаючи на те, що криза обслуговування зовнішнього боргу, девальвація, рівень інфляції, що зріс, і подальший економічний спад були спровоковані російською кризою, за своєю природою це була українська криза короткострокових державних запозичень, яка розкрила відсутність необхідних

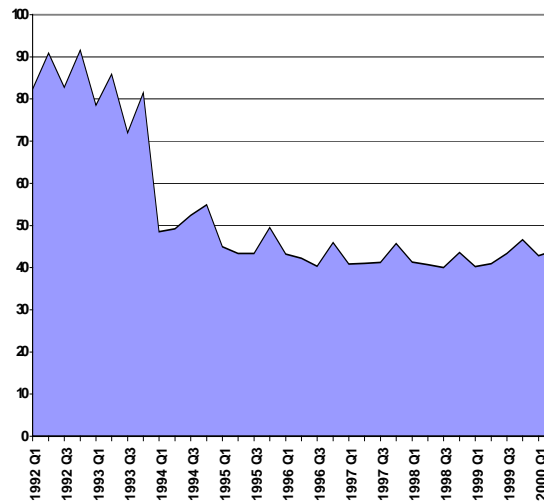
Рисунок 1. Україна: зростання ВВП, 1994-2000



структурних реформ у країні. У кінцевому підсумку Україні вдалося виробити схеми реструктуризації основної частини боргу з кредиторами, що привело до скорочення тягара обслуговування боргу до прийняттого рівня, принаймні на 1999 рік.¹

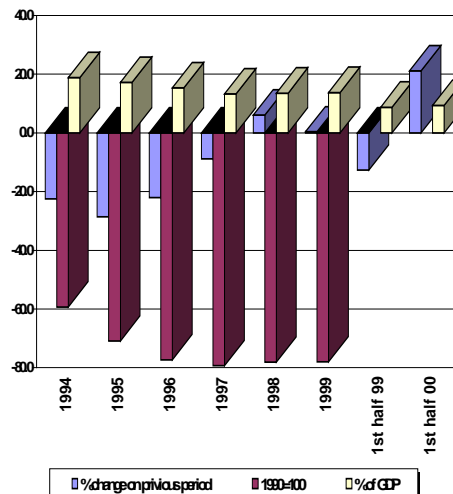
Результати першої половини 2000 року свідчать про продовження позитивної тенденції зростання промислового виробництва, яке почалося наприкінці 1999 року. У той час, коли лише 4 з 10 основних галузей промисловості показали зростання на кінець 1998 року, в 1999 таких галузей вже було 6, а за результатами першого кварталу 2000 року їх було вже 8 (рисунок 2). Високі темпи приросту характерні для таких експортно-орієнтованих галузей як кольорова металургія (23,2%), чорна металургія (16,4%) і хімічна та нафтохімічна промисловість (8,2%). Вперше показала зростання така галузь промисловості як машинобудування (6,9%). Постійно зростаючі темпи приросту характерні для легкої промисловості (31,8%), харчової (30,8%) і деревообробної промисловості (33,8%).

Рисунок 2. Промислове виробництво, 1992-2000



Впродовж 7 років незалежності інвестиційна діяльність в країні постійно згорталася і в 1997 році становила лише 21,7% від її рівня в 1990 році (рисунок 3). Відтоді спостерігається тенденція до розширення інвестиційної активності як в реальному вимірі, так і по відношенню до ВВП. У першому півріччі 2000 масштаб інвестиційної діяльності зріс на 21,1% у порівнянні з відповідним періодом минулого року, а частка інвестицій у виробництво збільшилася з 69,4% до 73,9%. Водночас частка інвестицій у промисловість у загальному обсязі інвестицій постійно зростала і досягла 48,1% у 2000 році в порівнянні з 37,2% у 1995.

Рисунок 3. Обсяг капіталовкладень, 1994-2000

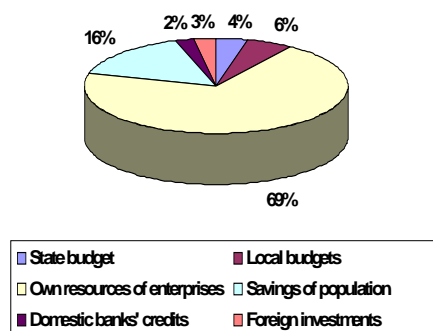


¹ Див. "Ukraine. Restoring growth with Equity: A Participatory Country Economic Memorandum", World Bank Country Study, Kyiv, 1999.

Головним джерелом капіталу для підприємств були і залишаються їх власні доходи (рисунок 4). Зростання масштабів простроченої кредиторської та дебіторської заборгованості в економіці свідчить про те, що капіталовкладення часто фінансуються шляхом накопичення заборгованості або розширення практики застосування бартерних схем. Лише 3,8% інвестицій були профінансовані прямо з державного бюджету (для порівняння, в першій половині 1999 року - 7,8%), що можна пояснити використанням бюджетних ресурсів переважно на обслуговування боргу і на фінансування соціальних програм. Обсяги кредитів, наданих комерційними банками реальному сектору зросли в абсолютному вимірі, а їх частка в загальній структурі інвестицій в основний капітал виросла з 0,8% в першому півріччі 1999 року до 2% за той же період 2000 року.

Повторний випуск акцій акціонерних компаній стає важливим джерелом ресурсів для деяких компаній. Станом на 1 березня 2000 року зареєстровано 78 нових випусків акцій на загальну суму 889 млн. гривень. Таким способом підприємствам вдалося залучити ресурси на суму 119,9 млн. гривень, що становить 4,9 % від загального

Рисунок 4. Структура інвестицій за джерелами фінансування, 1-е півріччя 2000



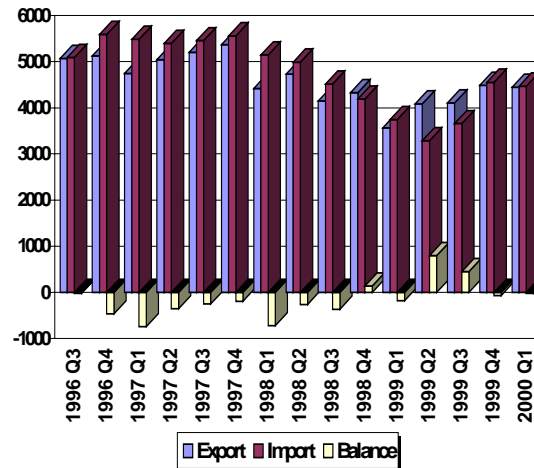
зареєстрованого обсягу випуску акцій. Найбільший випуск акцій стався на двох шахтах - 112 млн. гривень і 107 млн. гривень відповідно, а також на одному металургійному комбінаті - 240 млн. гривень.

Приріст прямих іноземних інвестицій почав набирати темпів в Україні лише в 1999 році. На 1 січня 2000 року обсяг прямих іноземних інвестицій становив 3247,9 млн. доларів США і тільки за 1999 рік збільшився на більш ніж 60% (для порівняння: на 1 січня 1999 року цей показник становив 2 млрд. доларів США). За перший квартал 2000 року вже вдалося отримати прямих іноземних інвестицій на суму 245,3 млн. доларів, що в 1,5 рази перевищує показник аналогічного періоду минулого року.

Разом з тим, цей показник у декілька разів менший, ніж в Польщі або Угорщині як в абсолютному вираженні, так і в перерахунку на душу населення. Той факт, що в 2000 році в Україні спостерігається значне зростання прямих іноземних інвестицій, є одним з найважливіших ознак поліпшення ситуації з часів фінансової кризи 1998 року.

Зовнішня торгівля являє собою одну з найбільш динамічних галузей української економіки. За період з 1994 по 1997 рік товарооборот у зовнішній торгівлі постійно зростав. Так, експорт виріс на 22,3%, а імпорт на 21,6%.

Рисунок 5. Баланс зовнішньої торгівлі, 1996-2000



Протягом останніх двох років (1998-го і 1999-го) в Україні спостерігався спад у зовнішній торгівлі. У 1999 році обсяг експорту товарів і послуг був нижче за рівень 1994 року на 407 млн. доларів, в той час як імпорт на 2770 млн. доларів США. За рахунок значного скорочення імпорту спостерігається позитивний баланс в торгівлі, починаючи з кінця 1998 року і протягом

1999 року, що відбувається уперше з 1994 року. Частково це було викликане девальвацією гривни внаслідок фінансової кризи 1998 року. Перший квартал 2000 року був досить сприятливим для зовнішньої торгівлі України: експорт товарів і послуг становив 3507 млн. доларів США, а імпорт 3935 млн. доларів США. Це означає, що обсяг експорту збільшився на 24% в порівнянні з аналогічним періодом 1999 року, а обсяг імпорту виріс на 19,4%. Разом з тим, товарна структура українського експорту погіршилася. Основна частка в експорті належить металургійній промисловості (42,3%), сировинним галузям і хімічній промисловості. У той же час, нарівні з економічним зростанням збільшилася залежність України від імпорту продукції промислового призначення. Якщо в 1999 році співвідношення імпорту до готової продукції становило 44,45%, то в першому кварталі 2000 року воно становило вже 61,5%, а за першу половину року 62,1%. Таке підвищення показників сталося головним чином за рахунок значного зростання імпорту енергоносіїв в порівнянні з їх внутрішнім виробництвом.

Торгові відносини України з країнами СНД, і головним чином з Росією, вплинули на загострення економічних проблем після економічної кризи 1998 року. Хоч Україна і здійснила диверсифікацію свого експорту й імпорту після розпаду Радянського Союзу, Росія все ж залишилася найважливішим торговим партнером. Понад 55% українського імпорту доводиться на частку країн СНД, а експорт України в ці країни становить приблизно 30%. З них, частка Росії, яка залишається головним торговим партнером, складає 78% в імпорті і 55% в українському експорті. Набагато більш важливим моментом, ніж первинна девальвація в Росії, був вплив дефолта Росії на міжнародних фінансових ринках і спад економічної активності в Росії, що спричинив зниження попиту на імпорт з України.

2. *Історичні умови формування корпоративного управління в Україні.*

Моделі корпоративного управління в Україні почали складатися на початку дев'яностих років і ввібрали в себе чимало негативних моментів перехідного періоду.

Радянський закон про підприємства 1987 року дав досить широкі свободи підприємствам, головним чином їх керівництву і трудовим колективам. Державний (або міністерський) контроль поступово скорочувався. Суспільний контроль носив формальний характер і був слабким. Крім того, він не супроводився інституційними перетвореннями і створенням відповідної законодавчої бази. Водночас підприємства продовжували працювати в умовах м'яких бюджетних обмежень і стабільного державного замовлення, які гарантували підприємствам доступ до вкрай дешевих матеріальних і фінансових ресурсів. Державні банки з ентузіазмом надавали їм кредити, не піклуючись про гарантії їх повернення з майбутніх доходів. Підприємства могли також розраховувати на пряме бюджетне фінансування і державні субсидії в різних формах. Бюджетні витрати в Україні на підтримку підприємств і промисловості в 1991 році становили 45,8% витрат консолідованого бюджету України (або 15% від ВВП). У повній відповідності до соціалістичних традицій підприємства просто фіксували в своїй звітності виробничі витрати і прибуток, до того ж зафіксований у фінансових документах прибуток не приносив їм будь-якої відчутної вигоди, а збитки - не примушували їх змінювати політику. Стимулювання праці в промисловому виробництві, на відміну від кооперативів і спільних підприємств, було дуже слабким.

Проголошення Україною своєї незалежності в 1991 році і подальше прийняття ряду законодавчих актів українським парламентом, що складався переважно з "червоних директорів" і їх прихильників, радикально змінили систему управління. По-перше, українські підприємства відтепер не підкорялися союзним міністерствам в Москві. Адже на той час у багатьох провідних галузях економіки Україна не мала ні своїх міністерств, ні ресурсів для їх створення і ефективного функціонування. Управління і контроль за діяльністю таких "безгосподарних" підприємств були передані у відання національних регуляторних органів, які зрештою провалили цю роботу. По-друге, лібералізація цін в січні 1992 року, проведена синхронно з російською, а також інші драматичні зміни в економічному житті країни, означали початок переходу до ринкової економіки. Підприємства усвідомили, що рано чи пізно держава примусить їх "жити по своїх коштах", тобто вжити рішучих заходів для роботи в умовах жорстких бюджетних обмежень. По-третє, лібералізація зовнішньої торгівлі, яка досі дуже жорстко контролювалася Москвою, відкрила для підприємств нові горизонти, особливо, якщо врахувати систему субсидування виробництва, що існувала в той час і валютну політику. По-четверте, одним з перших документів, прийнятих парламентом незалежної України, ліквідовувався Комітет народного контролю - один з небагатьох на той час національних інститутів суспільного контролю за керівництвом підприємств. По-п'яте, стало очевидним, що на порядку денному постає питання про революційну реформу системи права власності.

Модель принципала-агента: особливості в перехідних економіках.

Власне поняття моделі принципала-агента в перехідній економіці є переключеним. На відміну від колишнього Радянського Союзу, де повний контроль за менеджерами здійснювався державою, власне питання, хто є «принципалом», а хто є «агентом» в корпоративному управлінні залишається абсолютно незрозумілим зараз в Україні. У старій системі, де переважали адміністративні методи керівництва, для топ менеджерів підприємств було абсолютно ясно, хто є принципалом і якими способами заохочення і покарання він володіє. Перше і головне - менеджери повинні були виконувати і перевиконувати плани, встановлені міністерством від імені держави. Складна система винагороди дозволяла менеджерам не лише отримувати високу зарплату і хороші премії, але і мати пристойну квартиру, користуватися першокласними курортами, у вигляді головного заохочення менеджер міг стати депутатом місцевої або навіть центральної Ради. По-друге, вони добре знали, що за невиконання планів їх конкретно звільнять і, можливо, навіть виключать з партії, що буде означати кінець їх благам, а також кінець їх кар'єри. По-третє, над менеджерами висів потрійний контроль, який здійснювався безпосередньо державою, партійним секретарем і представником КДБ. Крім того, існував так званий Народний Контроль, який по суті був державним контролем. Всі види цього контролю зникли на українських підприємствах, як тільки звалилася система, і підприємства пішли на приватизацію, де вже передбачається контроль приватних власників. Однак, в умовах розпорощених пакетів акцій, розподілених безкоштовно, менеджери відчули себе «єдиними справжніми власниками заводів і фабрик» і абсолютно не сприймають своїх робітників, які володіють маленькими пакетами акцій як «принципалів». Відсутність контролю з боку держави за корпоративною поведінкою менеджерів і з боку нових власників призвели до ситуації, коли «червоні директори» фактично встановили свій контроль над підприємствами і стали отримувати значні вигоди від їх діяльності.

У цих умовах «червоні директори» поступово ставали фактичними господарями (що володіють правом розпоряджатися) фондами і прибутком своїх підприємств, відкриваючи нову епоху - епоху тіньової економіки і корупції в Україні. Саме в цей час проходять обкатку «схеми» особистого збагачення, операцій через свої підставні фірми-п'явки, розкрадення активів підприємств, дивного бартеру, вивезення за рубіж доходів тощо. Зрозуміло, що частина отриманого капіталу прямувала на підкуп державних чиновників і на оплату послуг кримінальних та напівкримінальних угруповань, які забезпечували захист і підтримку бізнесу, в тому числі виконання договірних зобов'язань.

У цих умовах зрештою приймається остаточне рішення про проведення масової приватизації і корпоратизації підприємств. Безсумнівно, це було нелегке політичне рішення, враховуючи розклад сил в парламенті і суспільстві. Тривалий і драматичний процес приватизації в Україні створив якісно нову ситуацію, в якій колишні «червоні директори» були поставлені перед вибором або намагатися зберегти *status quo* в новій корпоративній одежині, або спробувати затвердити нову форму економічного господарювання - корпорацію.

3. Структура власності і моделі контролю

Структура власності українських компаній складалася в ході приватизаційних процесів, що відбувалися протягом останніх восьми років, зі всіма їх особливостями і недоліками. Процес приватизації можна розділити на етапи, три з яких практично завершилися до 1998 року. На першому етапі приватизація

проходила на своєрідній експериментальній основі лише на тих підприємствах, що всилювали бажання піти на приватизацію. Потім приватизація фактично була припинена парламентом на деякий час. На другому етапі в основному обговорювалися методи проведення приватизації. З таким нерішучим підходом було покінчено в листопаді 1995 року, коли указом президента було встановлено початок третього етапу – етапу масової приватизації. Наступний етап, що йшов за ним, був націлений на заміну «ваучерної» приватизації на продаж державної власності за грошові кошти, залучення великих інвестицій як внутрішніх, так і зарубіжних, а також повинен був сприяти поліпшенню фінансового становища в країні. Перші спроби проведення продажу за грошові кошти почалися з квітня 1996 року у вигляді комерційних і некомерційних конкурсів, грошових аукціонів та продажу пакетів акцій на фондових біржах. Цей процес сприяв визначенню реальної ринкової вартості державного майна, оцінка якого іноді спотворювалася в ході довільної оцінки вартості фондів.

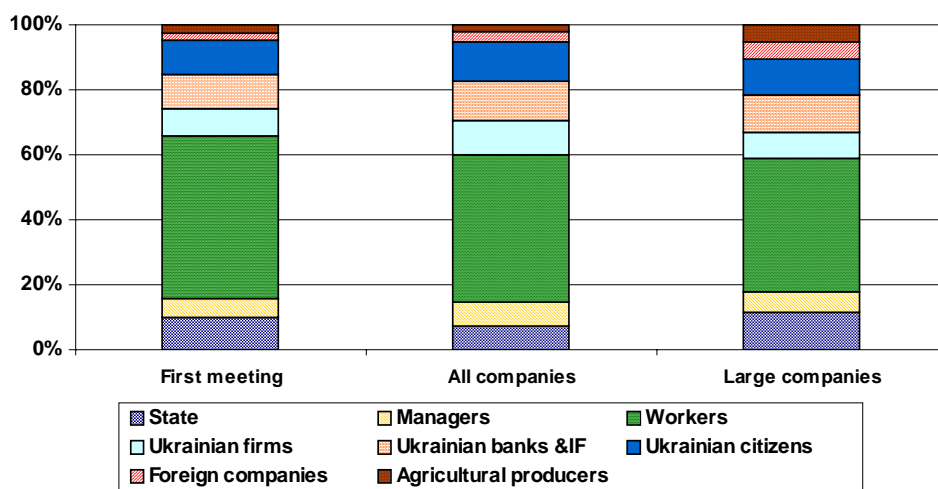
Проведене нещодавно Лондонською бізнес школою та Інститутом реформ обстеження підприємств дозволило проаналізувати еволюцію структури власності середніх і великих українських підприємств впродовж періоду з моменту перших зборів акціонерів до весни 1999 року, протягом якого сталася відома російська криза серпня 1998 року (Рис. 6).

Найважливішим завданням було отримати відповідь на питання про те, хто домінує в структурі власності українських компаній - інсайдери чи аутсайдери, а також чи відбуваються які-небудь зрушення в той чи інший бік. Ці питання надзвичайно важливі для подальшого аналізу корпоративного управління і корпоративної поведінки українських компаній в перехідний період. Проведене обстеження підприємств показало, що власність інсайдерів загалом залишилася ніби на попередньому рівні, і складає біля 55%, однак, можна простежити певну тенденцію продажу своїх акцій працівниками менеджером підприємств, а також збереження своїх пакетів акцій при переході на роботу на інше підприємство (таким чином, робітники переходять у категорію «колишні робітники»). Разом з тим, не спостерігається значного переходу власності від інсайдерів до аутсайдерів, а простежується лише досить незначний перехід від держави до аутсайдерів.

Українським підприємствам напевно ще належить пережити еволюцію структури власності. Трансформація структури власності, яка повинна статися на українських підприємствах², перш ніж на них відбудеться серйозна реструктуризація, як показують результати обстеження, ще не настала. До того ж, не спостерігається активної концентрації власності в руках аутсайдерів. Так, інвестиційні фонди загалом володіють меншими частками, ніж на період перших зборів акціонерів, в той час як частка українських компаній і громадян в структурі власності нашої виборки зростає. Водночас дещо зростає частка зарубіжних фірм, що само по собі є позитивним моментом, однак зростання було в межах від 2% до 3,2%

² Характерними перетвореннями структури власності в пост приватизаційний період повинні бути наступні: робітники продають свої акції аутсайдерам і менеджерам; інсайдери продають акції аутсайдерам; держава продає аутсайдерам; виникає в концентрованому вигляді власність аутсайдерів внаслідок руху акцій з рук в руки.

Малюнок 6. Структура власності українських компаній



Якщо порівнювати структуру власності абсолютно всіх компаній (тобто усередненої) зі структурою великих компаній³, то стане очевидним, що загалом у великих компаніях частка, яка залишається у держави, дещо вища, а частка інсайдерів становить 47,4%, що на 7% менше, ніж загалом по виборці. Зарубіжні компанії володіють значно більшими частками у великих компаніях, ніж в середньому по всіх підприємствах. Частково це пояснюється тим фактом, що українські олігархи придбали свої акції через свої ж зарубіжні офшорні компанії. Про надзвичайно обмежену роль, яку відіграють в корпоративному управлінні українські банки, наочно видно з даних в Додатку 1, а саме: їх частка трохи виросла, але залишається в цілому меншою від 1%.

Результати обстеження дають додаткову інформацію про корпоративне управління і стратегічного власника. Встановлено, що в середньому у компанії кількість керівних працівників (менеджерів), що володіють акціями, становить 15, в той час як робітників - 599 чоловік. Власність українських громадян і фірм надто розпорошена і їх число в середньому складає відповідно 1065 і 6. Як правило, найбільш поширене число акціонерів, якими є банки, іноземні громадяни і компанії є один, а інвестиційні фонди - 2.

Якщо вважати зміну вищого керівництва важливим елементом ефективного корпоративного управління, то потрібно звернути увагу на досить високий показник компаній, на яких сталася зміна генерального директора. Потрібно відмітити, що аутсайтери забезпечують більш ефективне управління, ніж інсайтери, якщо брати за основу дані про зміну генеральних директорів, починаючи з 1994 року (відповідно 57,95% аутсайтери і 39,20% інсайтери). Держава, здається, також намагається запровадити ефективне управління на

³ Компанії з більш ніж 1000 працівників.

підприємствах, де переважає частка державної власності, змінивши з 1994 року більшість генеральних директорів (83,33%).⁴

Іншим важливим індикатором корпоративних фінансів є показник інвестиційної активності підприємств (дивися Таблицю 1). Незалежно від форми власності, 17% підприємств, починаючи з 1992 року, не робили інвестицій в основний капітал взагалі. Ті підприємства, які інвестували, значно знизили обсяги своїх інвестицій, і лише декілька підприємств збільшили обсяг інвестицій в реальному вираженні. Як видно з результатів обстеження, на перспективу найбільша перевага віддається інвестуванню за рахунок власних коштів. За ним слідує пряма іноземна інвестиція і кредити банків. Цілком зрозуміло, чому підприємства відмовляються від інвестицій за рахунок банківських кредитів (банки надають, головним чином, короткострокові кредити під виключно високий відсоток). Небагато підприємств планують залучати кошти за рахунок додаткового випуску акцій або облігацій. Цікаво, що серед підприємств, які вважали б за краще здійснити випуск акцій або облігацій, переважають такі, де значно вища частка інсайдерів (в межах 68%) з істотним пакетом у менеджера (до 18%), або ті, на яких домінують аутсайвери (українські фірми або інвестиційні фонди), які володіють до 67% акцій.

Значного поширення набула гіпотеза про те, що компанії, де переважає інсайдерівський контроль, через острах приходу аутайдера відкинуть навіть саму ідею про додатковий випуск акцій для залучення капіталу. Ця гіпотеза не отримала повного свого підтвердження внаслідок проведеного обстеження, так само як і протилежна. Ті декілька підприємств з переважаючою часткою інсайдерів, які допускають можливість додаткового випуску акцій для залучення капіталу, можливо, є винятком, і це не можна вважати достатньою підставою для спростування гіпотези. До того ж, у деяких випадках, коли менеджери володіють більш значною часткою акцій через підставні фірми, ніж їх офіційно зареєстрована частка в реєстрі, вони зацікавлені в додатковому випуску акцій для викупу їх цією ж підставною фірмою для отримання більшого контролю над своїм підприємством. Загалом зрозуміло, що в більшості випадків випуск акцій або облігацій є надзвичайно складною процедурою, пов'язаною з високими трансакційними витратами, і такою, яка в кінцевому підсумку може не принести очікуваного результату. Це зумовлено декількома чинниками. По-перше, і це саме головне - в Україні немає великого попиту на корпоративні цінні папери, і, по-друге, немає досвіду в їх рекламуванні і розміщенні, що далі погіршує ситуацію.

**Таблиця 1. Пріоритетні джерела інвестицій для українських компаній,
(в процентах від загального числа компаній)**

Внутрішні джерела	13.2%
Випуск акцій	3.3%
Випуск облігацій	2.4%
Кредити банків	7.1%
Прямі іноземні інвестиції	10.4%

⁴ S.Estrin, A.Rosevear "Ownership Changes in Ukraine and the Implications for Government Policy", Economic Essays, Issue 1, Kyiv, 2000.

Відсутність ефективного власника на багатьох вже приватизованих підприємствах є платою за політизацію процесу швидкої приватизації на користь інсайдерів. Розпорошена власність може стати перешкодою на шляху затвердження ефективного корпоративного управління, позаяк можливість впливу аутсайдерів на менеджерів підприємства зростає чітко пропорційно до їх частки майна. Можна виявити деякі свідчення незначної реструктуризації на підприємствах незалежно від їх форми власності. Однак, моделі корпоративної поведінки для компаній, де переважають інсайдери та аутсайдери, дещо різні. У Таблиці 2 представлені зміни в корпоративній поведінці у різних напрямках діяльності по шкалі від 1 (ніяких змін) до 5 (все змінилося) по різних типах домінуючого власника.

Таблиця 2. Реструктуризація за типом власника з 1991

	Домінування частки держави	Домінування приватного власника	Домінування Інсайдера	Домінування аутсайдера
Нові інвестиції або зміни в технології	1.92	2.23	2.25	2.26
Зміна постачальників	3.42	3.15	3.23	3.05
Передача об'єктів соціальної сфери	1.04	1.22	1.56	1.89
Продаж інших об'єктів	2.00	1.45	1.38	1.56
Закриття виробництв	1.75	1.42	1.33	1.52
Зміни в структурі управління	2.75	2.31	2.18	2.53
Зміни в керівництві	3.08	2.44	2.40	2.56
Зміни в складі Правління	2.45	2.07	1.98	2.29
Пошук зарубіжних інвесторів	2.75	1.99	2.00	2.01

Тут: 1- немає змін; 2-незначні зміни; 3-помірні зміни; 4- багато що змінилося; 5- змінилося все.

Дані Таблиці 2 свідчать, що по чотирьох з дев'яти напрямів компанії в середньому роблять менше, ніж «трохи», незалежно від типу власника (в т.ч. по передачі і продажу об'єктів, по закриттю виробництв). Тільки в зміні постачальників всі компанії демонструють в середньому активність вище «середніх змін». Потрібно відмітити, що відносно зміни структури управління, чисельності і складу Правління, компанії з домінуючою часткою держави більш активні, ніж інші, а вже за ними слідує компанія з домінуючою часткою аутсайдерів. Явно помітно, що інсайдери в цьому питанні найбільш консервативні.

Офіційні дані Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку по 379 компаніях, являють собою інше джерело інформації, яке також дозволяє оцінити структуру власності українських компаній. Відповідно до цих даних, можна виділити таких великих власників як фізичні особи, іноземні компанії і банки, українські компанії і банки, українські інвестиційні фонди, холдингові компанії і держава. У Таблиці 3 представлена структура цих компаній і частка

власне великих акціонерів (які володіють пакетами акцій, які перевищують 5%)⁵.

Таблиця 3. Великі акціонери українських компаній

Тип власника	Найбільший акціонер		Великі акціонери великих компаній	
	Кількість компаній	У % від загального числа	Кількість компаній	У % від загального числа
Менеджери	Немає даних	Немає даних	0	1.63%
Фізичні особи	30	7.92%	0	0.77%
Іноземні компанії або банки	26	6.86%	6	17.06%
Українські підприємства	4	1.06%	0	0.20%
Українські банки	2	0.53%	0	0.00%
Українські інвестиційні фонди або холдингові компанії	25	6.60%	1	2.58%
Інші українські фірми	61	16.09%	2	11.84%
Держава	183	48.28%	11	32.14%
Дрібні власники	48	12.66%	8	33.77%
Усього	379	100%	29	100%

Як видно з Таблиці 3, структура власності 29 найбільших компаній і всіх 379 компаній, представлених у виборці, досить різні. Передусім, іноземні компанії і банки володіють більш великими пакетами у великих компаніях, що відповідає результатам обстеження 250 підприємств. По-друге, за даними Комісії з цінних паперів і фондового ринку за державою залишається значно менша частка у великих компаніях, ніж в середньому по всіх компаніях виборки, а розпорошеність власності у великих компаніях більш значна, що само собою зрозуміло. Потрібно також відмітити, що до розпорошеної власності відносяться пакети акцій, які складають менше ніж 5%. По-третє, українські інвестиційні фонди і холдингові компанії володіють меншими пакетами у великих підприємствах, ніж по всій виборці. І, нарешті, немає випадків, коли б фізична особа володіла б великим пакетом акцій у великому підприємстві.

4. Роль великих акціонерів

Архітектори програми приватизації планували, що на певному етапі розвитку з'являться великі акціонери. Серед таких вони бачили, передусім, інвестиційні компанії і фонди, банки, трастові компанії, трудові колективи, менеджерів,

⁵ A.Pivovarsky, How does Privatization work? The Evidence from Ukraine. August 16, 2000

партнерів по бізнесу, іноземних інвесторів і нових суб'єктів економічної діяльності. Реформатори розраховували, що вони почеуть відігравати в корпоративному управлінні домінуючу роль, організують і проведуть реструктуризацію підприємств, тобто згодом стануть ефективними власниками. Однак, по великому рахунку, цього не сталося. Трастові компанії, зібравши приватизаційні сертифікати і заощадження населення, зникли. Інвестиційні компанії і інвестиційні фонди ентузіастів і оптимістів, які обміняли свої інвестиційні сертифікати на приватизаційні папери, вклали їх в декілька компаній, які в умовах економічної кризи потребували реструктуризації, що коштувала надзвичайно дорого. Єдине, що залишалось робити таким інвестиційним компаніям і фондам, що не мали значних фінансових ресурсів, - це зайняти вичікувальну позицію і сподіватися на краще економічне майбутнє. За невеликим винятком, українські банки не мали достатнього фінансового і інтелектуального потенціалу, аби серйозно включитися в реструктуризацію підприємств. Там, де банки не володіли контрольними пакетами, вони просто продовжували грати роль пасивного портфельного інвестора, або займалися простим перепродажем своїх пакетів акцій.

Менеджери приватизованих підприємств, які ще нещодавно відчайдушно билися за право придбавати 5% акцій своїх підприємств по пільговій підписці, не міняли своєї поведінки і всіляко боролися за те, щоб залишити все як є. На деяких підприємствах більш ринково налаштовані і гнучкі менеджери зуміли пробити приватизацію в формі оренди з викупом. Використовуючи переваги гіперінфляції, трудові колективи змогли придбати істотну частку в своїх підприємствах по номінальній ціні, розплатившись при цьому вже знеціненими грошима. До того ж, на деяких з них, через боязнь, що працівники перепродадуть свої акції на вторинному ринку, менеджери проштовхнули ідею створення акціонерних товариств, в статутний фонд яких вносилися акції членів трудового колективу. Завданням таких новостворених акціонерних товариств було здійснення централізованого управління пакетом приватизованого підприємства. У багатьох випадках економічні показники таких підприємств були набагато краще за інших. На одному з найбільших українських підприємств - Маріупольському металургійному комбінаті ім. Ілліча, новостворене акціонерне товариство Сталь-Ілліч здійснює управління своїм пакетом від імені більшості робітників, успішно лобіює в парламенті спеціальний закон, за яким ті, що залишаються у держави 50% акцій були б на пільгових умовах продані цьому ж акціонерному товариству. Закрита акціонерна компанія «Трудовий колектив Миколаївського глиноземного заводу» контролює 26,4% акцій одного з найбільш привабливих виробників глинозему і зберігає свою важливу роль в управлінні підприємством навіть після приходу стратегічного інвестора.

Швидкий процес первинного накопичення капіталу, який почався наприкінці 80-х років після появи кооперативів і отримав прискорення з розпадом Радянського Союзу, поклав початок формуванню промислово-фінансових груп в Україні. Кооперативний і кримінальний капітал, розкрадені кошти і привласнений прибуток підприємств, поцуплені бюджетні кошти прямували в статутні фонди інвестиційних компаній і інвестиційні фонди, трастові компанії, на створення банків і нових акціонерних товариств. Значна частина цього капіталу легально прийшла у вигляді іноземного капіталу з-за кордону,

головним чином від офшорних компаній. Не будучи офіційно оформленими за формальною ознакою як промислово-фінансові групи, насправді такі утворення були типовими промислово-банківськими холдингами. Головною метою таких об'єднань було встановлення контролю над групою підприємств або навіть галузями промисловості і їх фінансовими потоками. Контроль досягався шляхом придбання акцій в процесі приватизації, на вторинному ринку, отриманням доступу до управління державними пакетами акцій таких підприємств, переведенням рахунків цих підприємств в свої банки, придбанням активів з використанням механізмів банкрутства тощо.

Неоднозначне історичне походження їх первинного капіталу, колишні і нинішні технології діяльності вимушують такі групи приховувати будь-яку інформацію про себе. Дійсно, їх структуру в горизонтальній і вертикальній площинах важко визначити на основі доступної інформації. Важко точно оцінити їх фінансову потужність, точно назвати всі сфери їх контролю, всіх підконтрольних їм суб'єктів. Негативне сприйняття цих груп суспільством виражається в неофіційному ярлику, який наклеєний на них - клани і олігархи. За деякими офіційними прикидками вони контролюють від 30% до 40% окремих галузей промисловості. Найбільш привабливими для таких груп є такі галузі промисловості як генерація і розподіл електроенергії, постачання газу і палива, виробництво металу і гірничодобувна промисловість, окремі підгалузі машинобудування і сільського господарства. Роль промислово-фінансових груп в корпоративному управлінні можна оцінити в діапазоні від «дуже позитивна» до «надто негативна» в залежності від численних моментів в кожному конкретному випадку, наприклад, в залежності від галузі промисловості, регуляторних умов, поставленого ними завдання і шляхів їх досягнення тощо.

Як правило, велика роль в таких промислово-фінансових групах відводиться банкам. Аналіз банківської діяльності в Україні свідчить, що самі банки не грають значної ролі в корпоративній власності. Частка банків в корпоративній власності не перевищує 1%, а частка банківського капіталу, який прямує на ці цілі, також не перевищує цього показника. Загальні інвестиції українських банків в корпоративні цінні папери на початок 2000 року становили 1,917 млрд. гривень, 891,66 мільйонів з яких направлені в цінні папери на інвестиції, а інша частина в цінні папери на продаж. Банки, які входять до корпоративних груп, володіють великими пакетами акцій партнерів по бізнесу своїх засновників. Водночас члени таких промислово-фінансових груп вдаються до випуску додаткових акцій і корпоративних облігацій, оскільки в їх положенні вони можуть заручитися підтримкою членів своєї групи і їх банку, що служить гарантією успішного розміщення цінних паперів. Так, наприклад, за 1999 рік Комісія з цінних паперів і фондового ринку зареєструвала додаткові випуски акцій на загальну суму всього 1,474 млрд. гривень (при цьому велика частина випусків доводиться на частку самих банків, які знаходяться під тиском з боку Національного банку України і вимушені виконувати його нормативи), а облігації в цьому році не випускалися взагалі.

Далі наведені дані Таблиці ілюструють обсяги інвестицій банків в корпоративні цінні папери на продаж і на інвестиції.

Таблиця 4. Банківські інвестиції в корпоративні цінні папери на продаж
(в мільйонах гривень, на січень 2000 року)

Назва банку	Обсяг інвестицій	Рейтинг
Україна	74.14	1
Приватбанк	71.83	2
Надра	67.19	3
Аваль	35.79	4
Укркомунбанк	19.4	5

Таблиця 5. Банківські інвестиції в корпоративні цінні папери на інвестиції
(в мільйонах гривень, на січень 2000 року)

Назва банку	Обсяг інвестицій	Рейтинг
Слов'янський	85.14	1
Ощадбанк	84.48	2
ING Bank Україна	29.82	3
Промінвестбанк	27.97	4
Україна	15.09	5

Зарубіжний стратегічний інвестор розглядається як один з найбільш ефективних власників в Україні. Багато хто з них на практиці продемонстрував вражаючі результати навіть не в кращі для української економіки часи. Вони надихнули цілі галузі промисловості України, такі як тютюнова, виробництво пива і безалкогольних напоїв, кондитерська, деякі сектори харчової промисловості. Такі інвестори, як правило, роблять великі інвестиції, приносять передові технології і проводять серйозну реструктуризацію на своїх підприємствах. Вони вважаються зразковими платниками податків і законослухняними господарниками. З точки зору корпоративного управління їх роль можна вважати надзвичайно важливою, оскільки вони своїм прикладом показують українцям, що навіть за нинішніх умов можливе успішне і чесне ведення бізнесу.

Тим часом мали місце спроби ряду світових виробників виштовхнути з ринку місцевих виробників і знищити їх, шляхом отримання контролю через свої офшорні компанії та українських юридичних осіб. У подібних випадках досить важко довести, що метою таких придбань є усунення українського конкурента. Для того, щоб уникнути подібних проблем, Програма приватизації на 2000-2002 роки віддає перевагу індивідуальним способам приватизації і так званому «промисловому» інвестору (іноземному або місцевому виробнику, або споживачу, або постачальнику, який не є офшорною компанією, і зацікавлений в збереженні частки підприємства, що приватизується, на ринку і виробляє аналогічну продукцію не менше трьох років). Крім того, в окремих випадках, зарубіжні стратегічні інвестори, головним чином з Росії, несуть з собою низьку

корпоративну культуру, неприйнятні стандарти поведінки, руйнують і без того слабку українську систему корпоративного управління.

Роль інших інститутів, таких як страхові компанії і пенсійні фонди, надзвичайно мала. Проблема в тому, що український парламент досі не ухвалив закони про нову пенсійну систему, яка передбачала б створення дворівневої системи пенсійного забезпечення з участю недержавних пенсійних фондів, як елемента добровільного пенсійного страхування. До цього часу так звані приватні пенсійні фонди працювали, головним чином, як страхові компанії і тісно прив'язані до великих підприємств і банків. Їх інвестиції в корпоративні цінні папери дуже незначні і, як правило, здійснюються через свій же банк. Особливістю української дійсності є той факт, що такі страхові компанії і пенсійні фонди люблять для себе правила, які дозволили б їм більше інвестувати в нерухомість і банківський сектор і мінімізували б вимоги щодо інвестицій в корпоративні цінні папери. З цієї причини їх інвестиції в корпоративні цінні папери досі були незначними, а роль в корпоративному управлінні практично непомітною. Нинішнє положення і існуюча тенденція не відповідають величезному потенціалу страхових компаній і приватних пенсійних фондів в корпоративному секторі.

Кредитні спілки – це неприбуткові депозитно-кредитні організації для членів-власників. Фактично вони є кооперативами, які дають у позику гроші своїм членам. Вони надають елементарні послуги фізичним особам і малому бізнесу, підтримують невелику різницю між процентами за депозит і кредит в порівнянні з іншими комерційними банками. Кредитні спілки працюють під наглядом Національного банку України і законодавством їм заборонено інвестувати в будь-які цінні папери, в тому числі і корпоративні.

Найбільшим серед великих акціонерів в Україні залишається держава. Система здійснення державного управління і контролю в акціонерних компаніях залишається досить складною і непрозорою. Менеджмент і контроль здійснюється декількома державними інститутами, яким не вистачає координації, єдиної стратегії і прозорості в своїй діяльності. Так, управління здійснюється Фондом державного майна України (ФДМУ), в деяких випадках це право передане його місцевим відділенням або місцевим органам влади, а в деяких випадках таке право передається державним холдинговим компаніям або іншим юридичним особам. Процес передачі права на управління і цілі такої передачі дуже часто не зовсім ясні і прозорі. Контроль за використанням переданої в управління власності не був дійовим. Держава сповідує загальний, а не індивідуального підхід до підприємств. Наприклад, в цьому році уряд розпорядився, щоб всі підприємства з часткою державної власності направили 50% своїх чистих прибутків на дивіденди незалежно від їх планів розвитку і позиції з цього питання інших акціонерів. У багатьох випадках рішення про передачу в управління державної власності пов'язані з корупцією державних чиновників і родинними стосунками. А з іншого боку, у разі неприбуткових і непривабливих підприємств чиновники дуже часто просто забувають про їх існування, не відвідують зборів акціонерів і не беруть участь в роботі корпоративних органів. Деякі регіональні керівники роблять все можливе для отримання права контролювати підприємства і змушувати керівництво цих підприємств фінансувати всілякі місцеві проекти і соціальні програми. Навіть у

випадках з великими підприємствами, які прямо керуються ФДМУ посадові особи іноді переслідують свої дрібні бюрократичні інтереси, які абсолютно не співпадають з основною метою корпорації - максимізацією прибутку. Наприклад, в зв'язку з недавньою світовою нафтовою кризою уряд припинив проведення аукціонів з продажу нафти і наказав українському виробнику нафти «Укрнафті» продавати нафту Держрезерву по фіксованій ціні. Таке політично правильне рішення з точки зору головного акціонера «Укрнафти» явно не співпадає з позицією інших акціонерів цієї компанії, які наполягають на дотриманні принципу максимізації прибутку. Цей випадок являє собою типовий конфлікт інтересів, що виникає на більшості підприємств з державною часткою власності.

Для об'єктивності слід відмітити, що в деяких компаніях, де у держави залишається частка власності, рівень корпоративного управління досить високий і економічні показники таких підприємств порівняно непогані. Цей феномен пояснюється тим, що в певній ситуації менеджмент бачить єдиний шлях для свого виживання в чесній грі з державою і в поважанні інтересів інших акціонерів.

5. Корпоративна поведінка, фінанси і реструктуризація

На сьогодні процес формування корпоративних груп перебуває у своїй початковій стадії. У випадку з Україною здається природним, що формування корпоративних груп слідує за створенням і зміцненням сильних корпорацій. Існуючі корпоративні групи у формі державних холдингових компаній, такі як НАК «Нафтогаз України», «Укрзалізниця» й інші, не треба розглядати як повноцінні корпоративні групи, позаяк як вони були створені штучно, знаходяться в постійному процесі реорганізації і реструктуризації і діють для обслуговування інтересів держави. З минулого року Україна стала свідком початку формування корпоративних груп навколо компаній, які пережили в своєму розвитку певний етап дозрівання. Річкова судноплавна компанія «Укррічфлот» почала скуповувати великі пакети акцій річкових портів на Дніпрі і Десні. Хімічний концерн «Стирол» придбав частку в Трипольському біохімічному комбінаті. У місті Маріуполь чотири акціонерних товариства ухвалили рішення утворити корпоративну групу «Азовмаш». Раніше ці компанії були об'єднані в одне науково-виробниче об'єднання і були розділені на різні юридичні особи в процесі приватизації. Після декількох років самостійної роботи вони вирішили об'єднатися в групу з метою відновити свої позиції на ринку. Подібні процеси почалися в металургійній, вугільній, коксохімічній промисловості, в залізрудній галузі, в харчосмаковій і безалкогольній промисловості.

Основне правило прибутковості акції, яка розраховується як процент доходу на звичайну акцію за певний період і розраховується шляхом ділення чистої вартості акції на початку звітного періоду на чистий дохід, що залишився після виплати дивідендів по привілейованих акціях, але до виплати дивідендів по звичайних акціях, на сьогодні в Україні не застосовується. Причина полягає в тому, що більшість українських акціонерних товариств, розорених тривалим періодом приватизації і економічною кризою, стали на цей час збитковими, або

тільки починають показувати невеликий прибуток. За цих умов цей показник не може точно визначити, наскільки ефективно спрацювали гроші інвестора. Зазвичай інвестор в Україні оцінює очікуваний дохід на акцію, який він має намір отримати в майбутньому.

Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку представляє офіційні дані про стан українського фондового ринку. Згідно з її Звітом на початок 2000 року в Україні нараховувалося 35260 акціонерних товариств, в тому числі 11850 відкритих акціонерних товариства (33,6%) і 23410 - закритих (66,4%). Капіталізація фондового ринку в номінальному вираженні становила 31,021 млрд. гривень. Журнал *Emerging markets Factbook 1999* представив дані відносно капіталізації компаній, що пройшли лістинг в Україні, в процентному вираженні відносно ВВП, які можна певною мірою порівняти з даними по таких країнах з перехідною економікою як Словенія, Словаччина, Польща і Латвія.

Протягом останніх років джерела фінансування корпорацій не зазнали значних змін. Основними постачальниками капіталу корпораціям в Україні залишаються комерційні банки, які на початок 2000 року видали кредитів корпоративному сектору на суму 21,131 млрд. гривень (порівняйте з додатковими емісіями акцій на загальну суму 1,474 млрд. гривень і відсутністю випусків корпоративних облігацій в 1999 році взагалі). Разом з тим, прострочені кредити оцінюються в розмірі 3,615 млрд. гривень, пролонговані кредити становлять 1,766 млрд. гривень і сумнівні кредити 692 млн. гривень. Крім цього, компанії шукають інші шляхи залучення капіталу. Для додаткового фінансування компаній важливу роль грають бюджетні витрати на народне господарство, хоч їх частка у ВВП знизилася з 21,8% в 1994 році до 6,9% в 1998. Крім прямого фінансування з бюджету українські підприємства можуть розраховувати на отримання коштів з галузевих фондів фінансового регулювання, які створювалися за рахунок додаткових податків і зборів, або за рахунок зниження оподаткованого прибутку підприємств. Державна підтримка підприємств часто проводиться за рахунок інноваційних фондів. Відповідно до Положення про державний інноваційний фонд однією з його функцій є надання фінансової, матеріальної і технічної допомоги підприємствам у виробництві нових технологій і нових видів продукції, допомога в переоснащенні підприємств для виробництва конкурентоспроможної продукції, для створення нових робочих місць. Однак, слід відзначити, що така допомога надається окремим підприємствам за суб'єктивними критеріями. Іншою поширеною формою фінансової підтримки держави є використання резервних запасів з Державного матеріального резерву і товарів, що складає державний запас. Відповідно до українського законодавства функцією Держрезерву є надання державної допомоги окремим галузям промисловості, підприємствам і організаціям у разі тимчасових перебоїв в постачанні сировини, продовольства, палива і енергоресурсів, у разі виникнення на внутрішньому ринку дисбалансу між попитом і пропозицією по окремих товарах. Іншою важливою формою залучення капіталу є залучення цільових кредитів комерційних банків з санкції держави (наприклад, підприємствам цукрової, вугільної, кораблебудівної промисловості), видача державних гарантій по зарубіжних кредитах. У 1992-1998 роках розмір іноземних експортних кредитів, отриманих урядом або під гарантії уряду, перевищував 2,5 млрд. доларів США. На 1 вересня 2000 року заборгованість підприємств перед бюджетом за такі кредити становила 974 млн.

доларів США. За деякими оцінками виплати держави по гарантованих нею кредитах становлять 90% від суми гарантій. Основна частка кредитів під гарантії уряду доводиться на підприємства сільського господарства, сільськогосподарського машинобудування, загального машинобудування і хімічної галузі. Для того, щоб змінити поведінку боржників уряд планує з листопада 2000 року почати проведення аукціонів по продажу корпоративних боргів державі з дисконтом 50%. Крім переліченого, компанії домагаються фінансування через Фонд державного майна України, Державний фонд зайнятості населення України, Фонд соціального захисту інвалідів, через зарубіжні донорські організації тощо.

Аналіз впливу фінансової кризи 1998 року на корпоративне управління показує його позитивний вплив і навіть деяке поліпшення ситуації, пов'язане з ним. Спекулятивний іноземний капітал, який втік з України, залишив без грошей і надприбутків від спекуляцій з цінними паперами місцеві інвестиційні організації. Намагаючись вижити в цих умовах інституційні інвестори були вимушені сконцентрувати свою увагу на економічному становищі своїх компаній, провести на них реструктуризацію і забезпечувати їх прибуткову роботу. З метою концентрації пакетів акцій інституційні інвестори почали створювати інвестиційні пули для спільного проведення реструктуризації і корпоративних реформ. Фінансова криза змусила більшість компаній переглянути свою фінансову і інвестиційну стратегію. Стало зрозуміло, що в найближчі два-три роки неможливо буде залучити капітал шляхом додаткової емісії акцій або випуску облігацій. Банки, які також важко постраждали від фінансової кризи (після реструктуризації їх ОВДП і девальвації гривни) іншими очима поглянули на підприємства і перспективи співпраці з ними. Стало зрозуміло, що альтернативи процесу реструктуризації немає. Структурні реформи національної економіки зажадають багато сил, ресурсів і часу. У той же час, оперативна реструктуризація підприємств і налагодження корпоративного управління може принести вагомий результат їх власникам і національній економіці загалом дуже швидко.

6. *Висновки*

Ефективність корпоративного управління і фінансове становище акціонерних товариств в Україні прямо не залежить від структури корпоративної власності. Різні види компаній можуть демонструвати ефективне управління і фінансові результати незалежно від структури їх власності. В умовах слабкої законодавчої, інституційної і регулятивної бази навіть «ефективний власник» може стати «ефективним злодієм» і термінатором для корпорації. Таким чином, орієнтація виключно на стратегічного інвестора в надії, що лише він зможе змінити ситуацію в корпоративному управлінні, є ілюзорною і помилковою позицією, якою свого часу була ідея масової приватизації, яка за задумом її архітекторів повинна була вирішити всі протиріччя на мікроекономічному рівні і забезпечити ефективну роботу підприємств.

Масова приватизація не дала належного імпульсу для налагодження корпоративного управління, неефективна розпорошена власність як і раніше

домінує в компаніях, а вторинний фондовий ринок практично мертвий. Ми задаємо собі питання, чому ж корпорації в США і країнах Західної Європи з ще більшою розпорошеністю акцій чудово працюють без всяких там «стратегічних інвесторів», і чому корпорації в Україні і Росії, які мають непоганий потенціал, мають великого власника з повним контролем над корпорацією роками балансують на краю провалля? А чи досить ухвалити новий хороший закон про акціонерні товариства і десяток положень до нього, щоб поліпшити корпоративне управління, за умови збереження незайманими бездіяльних судової та інституційної систем? Напевно ми повинні визнати, що немає готового рецепта для розв'язання проблем корпоративного управління в країнах з перехідною економікою. Ми зрозуміли, що досвід розвинених країн не можна механічно перенести в українське середовище і добитися успіху. Ми повинні всі визнати, що не існує легкого розв'язку проблеми. Перехідна економіка вимагає перехідних і проміжних рішень на шляху до функціональної моделі корпоративного управління.

На мій погляд, вирішення питання полягає в системному підході до проблеми корпоративного управління в Україні. Всі зацікавлені сторони, в тому числі Уряд України, міжнародні фінансові організації, інші іноземні організації повинні провести всебічний аналіз всього середовища в якому знаходиться корпоративне управління, визначити його слабкі місця, розробити стратегію і провести широкомасштабну корпоративну реформу. До цієї реформи повинні бути залучені всі гілки влади, провести її слід під контролем Президента України, вона має включати в себе сильну інституційну компоненту, торкнутися багатьох галузей права, супроводитися могутньою суспільною кампанією. Стратегія реформи повинна мати внутрішню логіку і бути комплементарною в такій мірі, що тільки всі передбачені реформою заходи, зроблені і здійснені в комплексі, приведуть до успіху.

**Структура власності
за типом домінуючих власників (%)**

Тип власника	1999			Перші збори акціонерів		
	Всі компанії	Домінування інсайдера	Домінування аутсайдера	Всі компанії	Домінування інсайдера	Домінування аутсайдера
Держава	7.6	2.7	7.1	10.1	5.3	11.7
Трудовий колектив	55.1	82.2	22.6	55.8	78.9	27.2
У тому числі: Менеджери	7.5	10.3	3.8	5.8	7.5	3.6
Робітники	34.1	50.4	13.9	44.0	61.8	21.5
Колишні робітники	13.2	19.7	4.8	6.8	8.7	4.4
Українські компанії	10.8	2.3	23.4	8.0	2.2	16.9
Українські банки	0.8	0.4	1.7	0.5	0.0	1.1
Українські інвестиційні фонди	7.3	1.7	15.5	8.8	3.0	15.9
Громадяни України	12.7	7.2	21.6	10.8	5.8	18.8
Іноземні громадяни	0.2	0.7	0.4	0.2	0.0	0.4
Іноземні компанії	3.2	1.9	4.7	2.0	1.5	2.6
Сільгоспвиробники	2.1	1.6	3.1	2.7	2.3	3.5

Структура власності українських компаній, 1999

