

# ОЭСР

## СРЕДА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В УКРАИНЕ И ЕЕ ВЛИЯНИЕ НА ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ И ФИНАНСЫ КОРПОРАЦИЙ

### 1. Общая экономическая ситуация

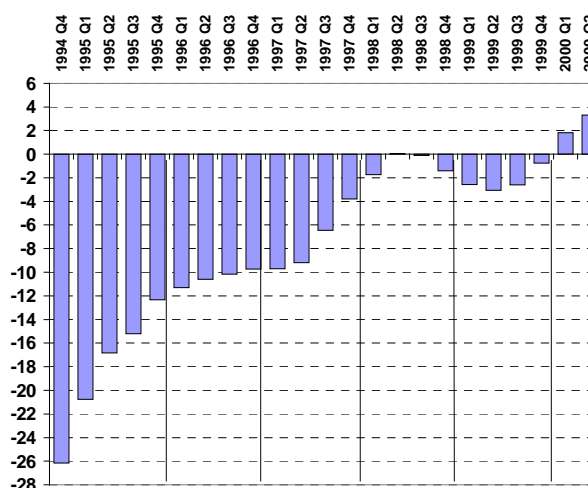
Впервые за последние 9 лет независимости Украине удалось восстановить экономический рост лишь в 2000 году (рисунок 1). Несмотря на значительные масштабы теневого сектора,

которые не позволяют получить точную оценку ВВП, официальные данные свидетельствуют о том, что уровень ВВП лишь незначительно превышает 40% от его уровня в 1989 году. Экономический спад в Украине оказался очень серьезным вследствие унаследованной огромной энергоемкости промышленности, высокого уровня дефицита бюджета, связанного с низкими темпами реформ на микроэкономическом уровне и тенденцией

правительства “жить не по средствам”. Несмотря на то, что гиперинфляцию первых лет независимости удалось преодолеть в 1995 году, сочетание жесткой монетарной и мягкой фискальной политики последующих лет привело к ситуации достаточно хрупкой стабильности. В 1996-1998 годах украинское правительство сократило дефицит бюджета и ограничило заимствования из центрального банка на финансирование дефицита, однако этого удалось достичь за счет накопления государственного долга и бюджетной задолженности. Вследствие этого уровень инфляции опустился до 10% в 1997 году, что способствовало замедлению экономического падения и, наконец, первые симптомы экономического роста появились во втором квартале 1998 года. Однако 17 августа 1998 года в России произошел финансовый кризис, который подорвал первые признаки хрупкой стабилизации и роста.

В последующие недели коридор валютного курса, который и без того находился под сильным давлением с начала года, переместился с 1,8-2,25 UAH/USD до 2,5-3,5 UAH/USD, и в течение двух следующих недель курс достиг верхнего уровня нового коридора. Одновременно с девальвацией существенно вырос уровень инфляции и достиг уровня 20% на конец года, а производство опять начало падать. Экономический спад оказался неизбежным и к концу года достиг уровня 1,7 %. Несмотря на то, что кризис обслуживания внешнего долга, девальвация, возросший уровень инфляции и экономический спад были спровоцированы российским кризисом, по своей природе это был украинский кризис краткосрочных государственных заимствований, который вскрыл отсутствие необходимых структурных реформ в стране. В конечном итоге

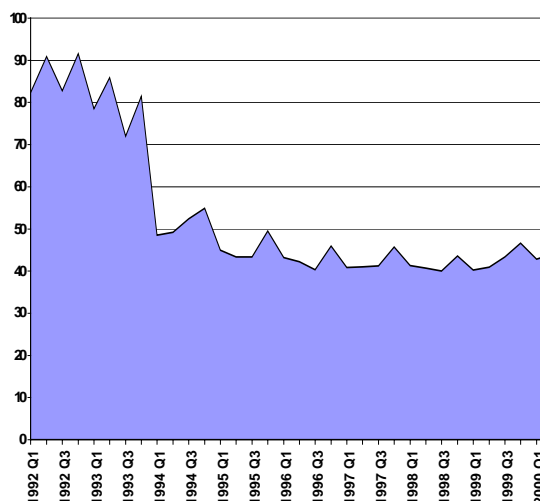
Рисунок 1. Украина: рост ВВП, 1994-2000



Украине удалось выработать схемы реструктуризации основной части долга с кредиторами, что привело к сокращению бремени обслуживания долга до приемлемого уровня, по крайней мере на 1999 год.<sup>1</sup>

Результаты первой половины 2000 года показывают продолжение позитивной тенденции роста промышленного производства, которое началось в конце 1999 года. В то время, когда лишь 4 из 10 основных отраслей промышленности показали рост на конец 1998

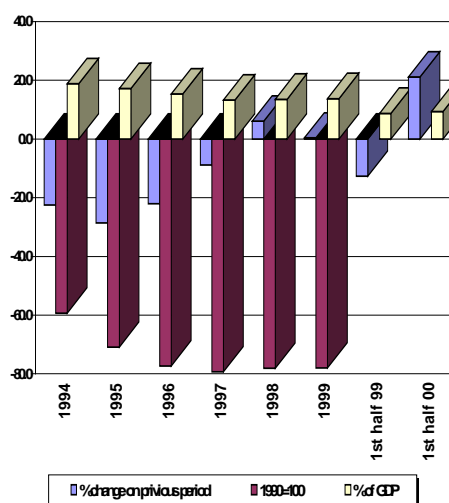
**Рисунок 2. Промышленное производство, 1992-2000**



года, в 1999 таких отраслей уже было 6, а по результатам первого квартала 2000 года их было уже 8 (рисунок 2). Высокие темпы прироста характерны для таких экспортно-ориентированных отраслей как цветная металлургия (23,2%), черная металлургия (16,4%) и химическая и нефтехимическая промышленность (8,2%). Впервые показала рост такая отрасль промышленности как машиностроение (6,9%). Постоянно возрастающие темпы прироста характерны для легкой промышленности (31,8%), пищевой (30,8%) и деревообрабатывающей промышленности (33,8%).

На протяжении 7 лет независимости инвестиционная деятельность в стране постоянно сворачивалась и в 1997 году составила лишь 21,7% от ее уровня в 1990 году (рисунок 3). С тех пор наблюдается тенденция к расширению инвестиционной активности как

**Рисунок 3. Объем капиталовложений, 1994-2000**



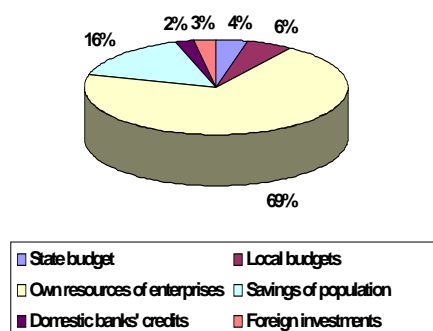
в реальном исчислении, так и по отношению к ВВП. В первом полугодии 2000 масштаб инвестиционной активности возрос на 21,1% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года, а доля инвестиций в производство увеличилась с 69,4% до 73,9%. В то же время доля инвестиций в промышленность в общем объеме инвестиций постоянно возрастала и достигла 48,1% в 2000 году по сравнению с 37,2% в 1995.

<sup>1</sup> См. "Ukraine. Restoring growth with Equity: A Participatory Country Economic Memorandum", World Bank Country Study, Kyiv, 1999.

Главным источником капитала для предприятий были и остаются их собственные доходы (рисунок 4). Возрастание объемов просроченной кредиторской и дебиторской задолженности в экономике свидетельствует о том, что капиталовложения часто финансируются путем накопления задолженности или расширения практики применения бартерных схем. Лишь 3,8% инвестиций были профинансированы напрямую из государственного бюджета (для сравнения, в первой половине 1999 года – 7,8%), что можно объяснить использованием скудных бюджетных ресурсов преимущественно на обслуживание долга и на финансирование социальных программ. Объемы кредитов, предоставленных коммерческими банками реальному сектору возросли в абсолютном исчислении, а их доля в общей структуре инвестиций в основной капитал выросла с 0,8% в первом полугодии 1999 года до 2% за тот же период 2000 года.

Вторичный выпуск акций акционерных компаний становится важным источником ресурсов для некоторых компаний. По состоянию на 1 марта 2000 года зарегистрировано 78 новых выпусков акций на общую сумму 889 млн. гривен. Таким способом предприятиям удалось привлечь ресурсы на сумму 119,9 млн. гривен, что составляет 4,9 % от общего зарегистрированного объема выпуска акций. Наибольший выпуск акций произошел на двух шахтах – 112 млн. гривен и 107 млн. гривен соответственно, а также на одном металлургическом комбинате – 240 млн. гривен.

**Рисунок 4. Структура инвестиций по источникам финансирования, I<sup>е</sup> полугодие 2000**

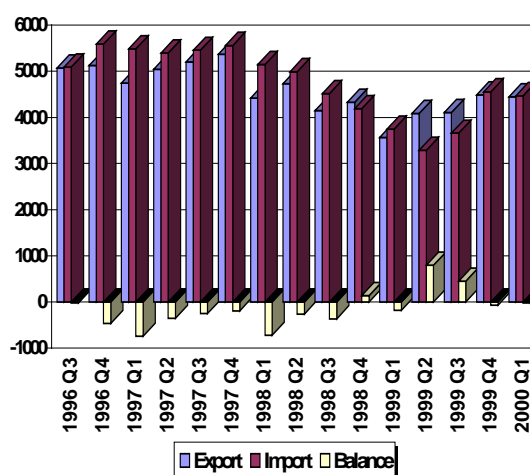


Приток прямых иностранных инвестиций начал набирать темпы в Украине лишь в 1999 году. На 1 января 2000 года объем прямых иностранных инвестиций составил 3247,9 млн. долларов США и только за 1999 год увеличился на более чем 60% (для сравнения: на 1 января 1999 года этот показатель составлял 2 млрд. долларов США). За первый квартал 2000 года уже удалось получить прямых иностранных инвестиций на сумму 245,3 млн. долларов, что в 1,5 раза превышает показатель аналогичного периода прошлого года.

Вместе с тем, этот показатель в несколько раз меньше, чем в Польше или Венгрии как в абсолютном выражении, так и в пересчете на душу населения. Тот факт, что в 2000 году в Украине наблюдается значительный рост прямых иностранных инвестиций, является одним из важнейших признаков улучшения ситуации со времен финансового кризиса 1998 года.

Внешняя торговля представляет собой одну из наиболее динамичных отраслей украинской экономики. За период с 1994 по 1997 год товарооборот во внешней торговле постоянно возрастал. Так, экспорт вырос на 22,3%, а импорт – на 21,6%. В течение последних двух лет (1998-го и 1999-го) в Украине наблюдался спад во внешней торговле. В 1999 году объем экспорта товаров и услуг был ниже

*Рисунок 5. Баланс внешней торговли, 1996-2000*



уровня 1994 года на 407 млн. долларов, в то время как импорт – на 2770 млн. долларов США. За счет значительного сокращения импорта наблюдается положительный баланс в торговле, начиная с конца 1998 года и на протяжении 1999 года, что происходит впервые с 1994 года. Частично это было вызвано девальвацией гривны в результате финансового кризиса 1998 года. Первый квартал 2000 года был достаточно благоприятным для внешней торговли Украины: экспорт товаров и услуг составил 3507 млн. долларов США, а импорт – 3935 млн. долларов США. Это означает, что объем экспорта увеличился на 24% по сравнению с аналогичным периодом 1999 года, а объем импорта вырос на 19,4%. Вместе с тем, товарная структура украинского экспорта ухудшилась. Основная доля в экспорте принадлежит металлургической промышленности (42,3%), сырьевым отраслям и химической промышленности. В то же время, наряду с экономическим ростом увеличилась зависимость Украины от импорта продукции промышленного назначения. Если в 1999 году соотношение импорта к готовой продукции составляло 44,45%, то в первом квартале 2000 года оно составило уже 61,5%, а за первую половину года – 62,1%. Такое повышение показателей произошло главным образом за счет значительного роста импорта энергоносителей по сравнению с их внутренним производством.

Торговые отношения Украины со странами СНГ, и главным образом с Россией, повлияли на обострение экономических проблем после экономического кризиса 1998 года. Хотя Украина и осуществила диверсификацию своего экспорта и импорта после распада Советского Союза, Россия все же осталась важнейшим торговым партнером. Более 55% украинского импорта приходится на долю стран СНГ, а экспорт Украины в эти страны составляет приблизительно 30%. Из них, доля России, которая остается главным торговым партнером, составляет в импорте 78% и 55% в украинском экспорте. Намного более важным моментом, чем первоначальная девальвация в России, было влияние дефолта России на международных финансовых рынках и спад экономической активности в России, повлекший снижение спроса на импорт из Украины.

## *2. Исторические условия формирования корпоративного управления в Украине.*

Модели корпоративного управления в Украине начали складываться в начале девяностых годов и впитали в себя многие отрицательные моменты переходного периода.

Советский закон о предприятиях 1987 года дал довольно широкие свободы предприятиям, главным образом их руководству и трудовым коллективам. Государственный (или министерский) контроль постепенно сокращался. Общественный контроль носил формальный характер и был слабым. Кроме того, он не сопровождался институциональными преобразованиями и созданием соответствующей законодательной базы. В то же время предприятия продолжали работать в условиях мягких бюджетных ограничений и стабильного государственного заказа, которые гарантировали предприятиям доступ к очень дешевым материальным и финансовым ресурсам. Государственные банки с энтузиазмом предоставляли им кредиты, не заботясь о гарантиях их возврата из будущих доходов. Предприятия могли также рассчитывать на прямое бюджетное финансирование и государственные субсидии в различных формах. Бюджетные расходы в Украине на поддержку предприятий и промышленности в 1991 году составили 45,8% расходов консолидированного бюджета Украины (или 15% ВВП). В полном соответствии с социалистическими традициями предприятия просто фиксировали в своей отчетности производственные затраты и прибыль, причем, зафиксированная в финансовых документах прибыль не приносила им какой-либо ощутимой выгоды, а убытки - не заставляли их изменять политику. Стимулирование труда в промышленном производстве, в отличие от кооперативов и совместных предприятий, было очень слабым.

Провозглашение Украиной своей независимости в 1991 году и последующее принятие ряда законодательных актов украинским парламентом, состоявшим в значительной мере из “красных директоров” и их сторонников, радикально изменили систему управления. Во-первых, украинские предприятия отныне не подчинялись Союзным министерствам в Москве. А ведь в то время во многих ведущих отраслях экономики Украина не имела ни своих министерств, ни ресурсов для их создания и эффективного функционирования. Управление и контроль за деятельностью таких “бесхозных” предприятий были переданы в ведение национальных регуляторных органов, которые в конце концов провалили эту работу. Во-вторых, либерализация цен в январе 1992 года, проведенная синхронно с российской, другие драматические перемены в экономической жизни страны, означали начало перехода к рыночной экономике. Предприятия осознали, что рано или поздно государство заставит их “жить по своим средствам”, т.е. принять решительные меры для работы в условиях жестких бюджетных ограничений. В-третьих, либерализация внешней торговли, которая до сих пор очень жестко контролировалась Москвой, открыла для предприятий новые горизонты, особенно, если учесть существовавшую в то время систему субсидирования производства и валютную политику. В-четвертых, одним из первых документов, принятых парламентом независимой Украины, ликвидировался Комитет народного контроля – один из немногих на то время национальных институтов общественного контроля за руководством

предприятий. В-пятых, стало очевидным, что на повестке дня встает вопрос о революционной реформе системы права собственности.

*Модель принципала-агента: действие в переходных экономиках.*

Само понятие модели принципала-агента в переходной экономике есть извращенным. В отличие от бывшего Советского Союза, где полный контроль за менеджерами осуществлялся государством, сам вопрос, кто есть «принципалом», а кто есть «агентом» в корпоративном управлении остается совершенно непонятным сейчас в Украине. В старой системе, где преобладали административные методы руководства, для топ менеджеров предприятий было совершенно ясно, кто есть принципал и какими способами поощрения и наказания он располагает. Первое и главное – менеджеры должны были выполнять и перевыполнять планы, установленные министерством от имени государства. Сложная система вознаграждения позволяла менеджерам не только получать высокую зарплату и хорошие премии, но и иметь приличную квартиру, пользоваться первоклассными курортами, в виде главного поощрения – менеджер мог стать депутатом местного или даже центрального Совета. Во-вторых, они хорошо знали, что за невыполнение плана их конкретно уволят и, может быть, даже исключат из партии, что будет означать конец их благам, а также конец их карьеры. В-третьих, над менеджерами висел тройной контроль, который осуществлялся непосредственно государством, партийным секретарем и представителем КГБ. Кроме того, существовал так называемый Народный Контроль, который по сути был государственным контролем. Все виды этого контроля исчезли на украинских предприятиях, как только рухнула система, и предприятия пошли на приватизацию, где уже предполагался контроль частных собственников. Однако, в условиях распыленных пакетов акций, розданных бесплатно, менеджеры почувствовали себя «единственными настоящими владельцами заводов и фабрик» и совершенно не воспринимают своих рабочих, которые владеют маленькими пакетами акций как «принципалов». Отсутствие контроля со стороны государства за корпоративным поведением менеджеров и со стороны новых собственников привел к ситуации, когда «красные директора» фактически установили свой контроль над предприятиями и стали получать значительные выгоды от их деятельности.

В этих условиях «красные директора» постепенно становились фактическими хозяевами (обладающими правом распоряжаться) фондами и прибылью своих предприятий, открывая новую эпоху – эпоху теневой экономики и коррупции в Украине. Именно в это время проходят обкатку «схемы» личного обогащения, сделок через свои подставные фирмы-пиявки, разворовывания активов предприятий, странного бартера, вывода капитала за рубеж и т.д. Понятно, что часть полученного капитала направлялась на подкуп государственных чиновников и на оплату услуг криминальных и полукриминальных группировок, которые обеспечивали защиту и поддержку бизнеса, в том числе исполнение договорных обязательств.

В этих условиях в конце концов принимается окончательное решение о проведении массовой приватизации и корпоратизации предприятий. Несомненно, это было нелегкое политическое решение, учитывая расклад сил в

парламенте и обществе. Продолжительный и драматический процесс приватизации в Украине создал качественно новую ситуацию, в которой бывшие «красные директора» были поставлены перед выбором либо пытаться сохранить *status quo* в новой корпоративной одежде, либо попытаться утвердить новую форму экономического хозяйствования – корпорацию.

### 3. *Структура собственности и модели контроля*

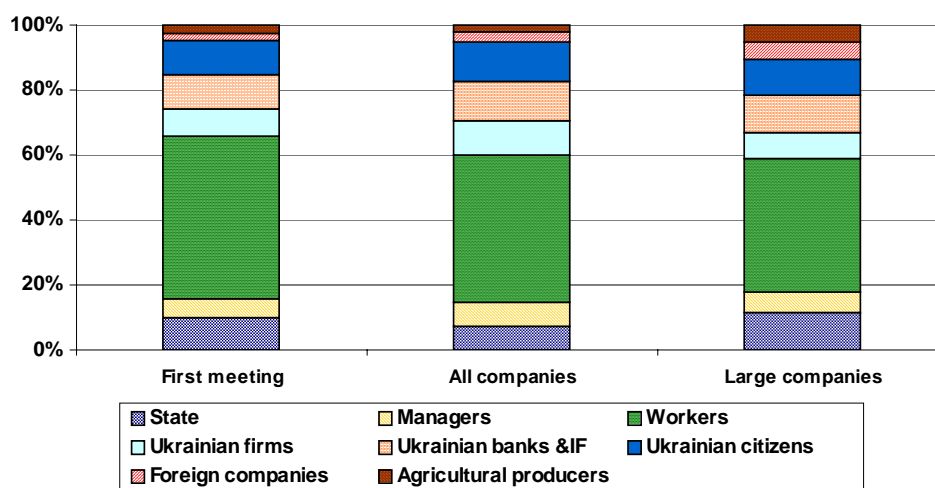
Структура собственности украинских компаний складывалась в ходе приватизационных процессов, происходивших на протяжении последних восьми лет, со всеми их особенностями и недостатками. Процесс приватизации можно разделить на этапы, три из которых практически завершились к 1998 году. На первом этапе приватизация проходила на своего рода экспериментальной основе лишь на тех предприятиях, которые выразили желание пойти на приватизацию. Затем, приватизация фактически была приостановлена парламентом. На втором этапе в основном обсуждались методы проведения приватизации. С таким нерешительным подходом было покончено в ноябре 1995 года, когда указом президента было положено начала третьего этапа – массовой приватизации. Последовавший за ним следующий этап был нацелен на замену «ваучерной» приватизации на продажу государственной собственности за денежные средства, привлечение крупных инвестиций как внутренних, так и зарубежных, а также должен был способствовать улучшению финансового положения в стране. Первые попытки проведения продаж за денежные средства начались с апреля 1996 года в виде коммерческих и некоммерческих конкурсов, денежных аукционов и продаж пакетов акций на фондовых биржах. Этот процесс способствовал определению реальной рыночной стоимости государственного имущества, оценка которого иногда искажалась в ходе произвольной оценки стоимости фондов.

Проведенное недавно Лондонской бизнес школой и Институтом реформ обследование предприятий позволило проанализировать эволюцию структуры собственности средних и крупных украинских предприятий на протяжении периода с момента первого собрания акционеров до весны 1999 года, в течение которого имел место также известный российский кризис августа 1998 года (Рис. 6).

Важнейшей задачей было получить ответ на вопрос, кто доминирует в структуре собственности украинских компаний – инсайдеры или аутсайдеры, а также происходят ли какие-либо сдвиги в ту или иную сторону. Эти вопросы чрезвычайно важны для дальнейшего анализа корпоративного управления и корпоративного поведения украинских компаний в переходный период. Проведенное обследование предприятий показало, что собственность инсайдеров в целом осталась как бы на прежнем уровне, и составляет около 55%, однако, можно проследить некоторую тенденцию продажи своих акций работниками менеджерам предприятий, а также сохранения своих пакетов акций при переходе на работу на другое предприятие (таким образом, они попадают в категорию «бывшие рабочие»). Вместе с тем, не наблюдается значительного перехода собственности от инсайдеров к аутсайдерам, а прослеживается лишь довольно незначительный переход от государства к аутсайдерам.

Украинским предприятиям вероятно еще предстоит пережить эволюцию структуры собственности. Трансформация структуры собственности, которая должна произойти на украинских предприятиях<sup>2</sup>, прежде чем на них произойдет серьезная реструктуризация, как показывают результаты обследования, еще не наступила. Более того, не наблюдается активной концентрации собственности в руках аутсайдеров. Так, в целом инвестиционные фонды владеют меньшими долями, чем на период первого собрания акционеров, в то время как доля украинских компаний и граждан в структуре собственности нашей выборки возросла. Одновременно, несколько выросла в целом доля зарубежных фирм, что само по себе является положительным моментом, однако рост был в пределах от 2% до 3,2%

**Рисунок 6. Структура собственности украинских компаний**



Если сравнивать структуру собственности абсолютно всех компаний (т.е. усредненной) со структурой больших компаний<sup>3</sup>, то станет очевидным, что в целом в больших компаниях доля, которая остается у государства, несколько большая, а доля инсайдеров составляет 47,4%, что на 7% меньше, чем в агрегированном варианте по выборке. Зарубежные компании владеют значительно большими долями в крупных компаниях, чем в среднем по всем предприятиям. Частично это объясняется тем фактом, что украинские олигархи приобретали свои акции через свои же зарубежные оффшорные компании. О чрезвычайно ограниченной роли, которую играют в корпоративном управлении украинские банки, наглядно видно из данных в Приложении 1, а именно: их доля незначительно выросла, но остается в целом меньшей 1%.

Результаты обследования дают дополнительную информацию о корпоративном управлении и стратегическом собственнике. Установлено, что в агрегированной

<sup>2</sup> Характерными преобразованиями структуры собственности в пост приватизационный период должны быть следующие: рабочие продают свои акции аутсайдерам и менеджерам; инсайдеры продают акции аутсайдерам; государство продает аутсайдерам; возникает в концентрированном виде собственность аутсайдеров в результате движения акций из рук в руки.

<sup>3</sup> Компании с более чем 1000 работающих.

компания количество руководящих работников (менеджеров), владеющих акциями, составляет 15, в то время как рабочих – 599 человек. Собственность украинских граждан и фирм крайне распылена и их число в среднем составляет соответственно 1065 и 6. Как правило, наиболее распространенное число акционеров, которые являются банками, иностранными гражданами и компаниями является один, а инвестиционные фонды – 2.

Если считать смену высшего руководства важным элементом эффективного корпоративного управления, то следует обратить внимание на достаточно высокий показатель компаний, на которых произошла смена генерального менеджера. Следует отметить, что аутсайдеры обеспечивают более эффективное управление, чем инсайдеры, если брать за основу данные о смене генеральных менеджеров, начиная с 1994 года (соответственно 57,95% аутсайдеры и 39,20% инсайдеры). Государство, кажется, также пытается ввести эффективное управление на предприятиях, где преобладает доля государственной собственности, сменив с 1994 года большинство генеральных директоров (83,33%).<sup>4</sup>

Другим важным индикатором корпоративных финансов является показатель инвестиционной активности предприятий (смотри Таблицу 1). Независимо от формы собственности, 17% предприятий, начиная с 1992 года, не делали инвестиций в основной капитал вообще. Те предприятия, которые инвестировали, значительно снизили объемы своих инвестиций, и лишь несколько увеличили объем инвестиций в реальном выражении. Как видно из результатов обследования, на перспективу наиболее предпочтительным является инвестирование за счет собственных средств. За ним следуют прямые иностранные инвестиции и кредиты банков. Вполне понятно, почему предприятия отказываются от инвестиций за счет банковских кредитов (банки предоставляют, главным образом, краткосрочные кредиты под исключительно высокий процент). Немногие предприятия планируют привлечь средства за счет дополнительного выпуска акций или облигаций. Интересно, что среди предприятий, которые предпочли бы осуществить выпуск акций или облигаций, либо такие, где значительно высокая доля инсайдеров (в пределах 68%) с существенным пакетом у менеджера (до 18%), либо те, на которых доминируют аутсайдеры (украинские фирмы или инвестиционные фонды), которые владеют до 67% акций.

Существует широко распространенная гипотеза о том, что компании, где преобладает инсайдерский контроль, из-за боязни прихода аутайдера откидают напрочь саму идею о дополнительном выпуске акций для привлечения капитала. Эта гипотеза не получила полного своего подтверждения, равно как и противоположная. Те некоторые предприятия с преобладающей долей инсайдеров, которые допускают возможность дополнительного выпуска акций для привлечения капитала, возможно, являются исключением, и это нельзя считать достаточным основанием для опровержения гипотезы. Более того, в некоторых случаях, когда менеджеры владеют более значительной долей через подставные фирмы, чем их официально зарегистрированная доля в реестре, они заинтересованы в

---

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

дополнительном выпуске акций для выкупа их этой подставной фирмой для получения большего контроля над своим предприятием. В целом понятно, что в большинстве случаев выпуск акций или облигаций является чрезвычайно сложной процедурой, связанной с высокими транзакционными затратами, и такой, которая в конечном итоге может не принести ожидаемого успеха. Это обусловлено несколькими факторами. Во-первых, и это самое главное – в Украине нет большого спроса на корпоративные ценные бумаги, и, во-вторых, нет опыта в их рекламировании и размещении, что также усугубляет ситуацию.

**Таблица 1. Предпочтительные источники инвестирования для украинских компаний,**  
(в процентах от общего числа компаний)

Внутренние источники	13.2%
Выпуск акций	3.3%
Выпуск облигаций	2.4%
Кредиты банков	7.1%
Прямые иностранные инвестиции	10.4%

Отсутствие эффективного собственника на многих уже приватизированных предприятиях является платой за политизацию процесса быстрой приватизации в пользу инсайдеров. Распыленная собственность может стать препятствием на пути утверждения эффективного корпоративного управления, т.к. возможность влияния аутсайдеров на менеджеров предприятия возрастает строго пропорционально их доли. Можно обнаружить некоторые свидетельства незначительной реструктуризации на предприятиях, независимо от их формы собственности. Однако, модели корпоративного поведения для компаний, где преобладают инсайдеры и аутсайдеры, несколько различны. В Таблице 2 представлены изменения в корпоративном поведении по различным направлениям деятельности по шкале от 1 (никаких изменений) до 5 (все изменилось) по различным видам собственности.

**Таблица 2. Реструктуризация по видам собственности с 1991**

	Доминирование доли государства	Доминирование частного собственника	Доминирование инсайдера	Доминирование аутсайдера
Новые инвестиции или изменения в технологии	1.92	2.23	2.25	2.26
Изменение поставщиков	3.42	3.15	3.23	3.05
Передача объектов социальной сферы	1.04	1.22	1.56	1.89
Продажа других объектов	2.00	1.45	1.38	1.56
Закрытие производств	1.75	1.42	1.33	1.52
Изменения в структуре управления	2.75	2.31	2.18	2.53

Перемены в руководстве	3.08	2.44	2.40	2.56
Изменения в составе Правления	2.45	2.07	1.98	2.29
Поиск зарубежных инвесторов	2.75	1.99	2.00	2.01

Здесь: 1- нет изменений; 2-незначительные изменения; 3-средние изменения; 4- многое изменилось; 5- изменилось все.

Данные Таблицы 2 свидетельствуют, что по четырем из девяти направлений компании в среднем делают меньше, чем «немного», независимо от вида собственника ( в т.ч. по передаче и продаже объектов, по закрытию производств). Только в изменении поставщиков все компании демонстрируют в среднем активность выше «средних изменений». Следует отметить, что относительно изменения структуры управления, численности и состава Правления, компании с доминирующей долей государства более активны, чем другие, а уже за ними следуют компании с доминирующей долей аутсайдеров. Явно заметно, что инсайдеры в этом вопросе наиболее консервативны.

Официальные данные Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку по 379 компаниям, представляют собой другой источник информации, который также позволяет оценить структуру собственности украинских компаний. В соответствии с этими данными, можно выделить таких крупных собственников как физические лица, иностранные компании и банки, украинские компании и банки, украинские инвестиционные фонды, холдинговые компании и государство. В Таблице 3 представлена структура этих компаний и доля самых крупных акционеров (которые владеют пакетами акций, которые превышают 5%)<sup>5</sup>.

**Таблица 3. Крупные акционеры украинских компаний**

Тип собственника	Крупнейший акционер		Крупные акционеры больших компаний	
	Количество компаний	В % от общего числа	Количество компаний	В % от общего числа
Менеджеры	Нет данных	Нет данных	0	1.63%
Физические лица	30	7.92%	0	0.77%
Иностранные компании или банки	26	6.86%	6	17.06%
Украинские предприятия	4	1.06%	0	0.20%
Украинские банки	2	0.53%	0	0.00%
Украинские инвестиционные фонды или холдинговые компании	25	6.60%	1	2.58%
Другие украинские фирмы	61	16.09%	2	11.84%

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

Государство	183	48.28%	11	32.14%
Мелкие собственники	48	12.66%	8	33.77%
<b>Всего</b>	<b>379</b>	<b>100%</b>	<b>29</b>	<b>100%</b>

Как видно из Таблицы 3, структура собственности 29 крупнейших компаний и всех 379 компаний, представленных в выборке, довольно различны. Прежде всего, иностранные компании и банки владеют более крупными пакетами в крупных компаниях, что соответствует результатам обследования 250 предприятий. Во-вторых, по данным Комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку за государством остается значительно меньшая доля в крупных компаниях, чем по всем компаниям выборки, а распыленность собственности в крупных компаниях более значительная, что само собой понятно. Следует также отметить, что к распыленной собственности относятся пакеты акций, которые составляют менее 5%. В-третьих, украинские инвестиционные фонды и холдинговые компании владеют меньшими пакетами в крупных предприятиях, чем по всей выборке. И, наконец, нет случаев, когда бы физическое лицо владело бы крупным пакетом акций в крупном предприятии.

#### *4. Роль крупных акционеров*

Архитекторы программы приватизации планировали, что на определенном этапе развития появятся крупные акционеры. Среди таковых они видели, прежде всего, инвестиционные компании и фонды, банки, трастовые компании, трудовые коллективы, менеджеров, партнеров по бизнесу, иностранных инвесторов и новых субъектов экономической деятельности. Реформаторы рассчитывали, что они станут играть в корпоративном управлении доминирующую роль, организуют и проведут реструктуризацию предприятий, то есть со временем станут эффективными собственниками. Однако, по большому счету, этого не произошло. Трастовые компании, собрав приватизационные сертификаты и сбережения населения, исчезли. Инвестиционные компании и инвестиционные фонды энтузиастов и оптимистов, которые обменяли свои инвестиционные сертификаты на приватизационные бумаги, вложили их в несколько компаний, которые в условиях экономического кризиса нуждались в дорогостоящей реструктуризации. Лучшее, что оставалось делать таким инвестиционным компаниям и фондам, не имевшим значительных финансовых ресурсов, - это занять выжидательную позицию и надеяться на лучшее экономическое будущее. За небольшим исключением, украинские банки не имели достаточного финансового и интеллектуального потенциала серьезно включиться в реструктуризацию предприятий. Там, где банки не владели контрольными пакетами, они просто продолжали играть роль пассивного портфельного инвестора, либо занимались простой перепродажей своих пакетов акций.

Менеджеры приватизированных предприятий, которые еще недавно отчаянно сражались за право приобретать 5% акций своих предприятий по льготной подписке, не меняли своего поведения и всячески боролись за то, чтобы

оставить все как есть. На некоторых предприятиях более рыночно продвинутые и гибкие менеджеры сумели пробить приватизацию в форме аренды с выкупом. Используя преимущества гиперинфляции, трудовые коллективы смогли приобрести существенную долю в своих предприятиях по номинальной цене, расплатившись при этом уже обесцененными деньгами. Более того, на некоторых из них, из-за боязни, что работники перепродадут свои акции на вторичном рынке, менеджеры протолкнули идею создания акционерных обществ, в уставной фонд которых вносились акции членов трудового коллектива. Задачей таких вновь созданных акционерных обществ было осуществление централизованного управления пакетом приватизированного предприятия. Во многих случаях экономические показатели таких предприятий были намного лучше остальных. На одном из крупнейших украинских предприятий – Мариупольском металлургическом комбинате им. Ильича, вновь созданное акционерное общество Сталь-Ильич осуществляет управление своим пакетом от имени большинства рабочих, успешно лоббирует в парламенте специальный закон, по которому остающиеся у государства 50% акций были бы на льготных условиях проданы этому же акционерному обществу. Закрытая акционерная компания «Трудовой коллектив Николаевского глиноземного завода» контролирует 26,4% акций одного из наиболее привлекательных производителя глинозема и сохраняет свою важную роль в управлении предприятием даже после прихода стратегического инвестора.

Быстрый процесс первичного накопления капитала, который начался в конце 80-х годов после появления кооперативов и получил ускорение с распадом Советского Союза, положил начало формированию промышленно-финансовых групп в Украине. Кооперативный и криминальный капитал, разворованные средства и присвоенная прибыль предприятий, сворованные бюджетные средства направлялись в уставные фонды инвестиционных компаний и инвестиционные фонды, трастовые компании, на создание банков и новых акционерных обществ. Значительная часть этого капитала легально пришла в виде иностранного капитала из-за рубежа, главным образом, от оффшорных компаний. Не будучи официально оформленными по формальному признаку как промышленно-финансовые группы, в действительности такие образования являлись типичными промышленно-банковскими холдингами. Главной целью таких объединений было установление контроля над группой предприятий или даже отраслями промышленности и их финансовыми потоками. Контроль достигался путем приобретения акций в процессе приватизации, на вторичном рынке, получением доступа к управлению государственными пакетами акций таких предприятий, переводением счетов этих предприятий в свои банки, приобретением активов с использованием механизмов банкротства и т.д.

Неоднозначное историческое происхождение их первоначального капитала, прежние и настоящие технологии деятельности вынуждают такие группы скрывать какую-либо информацию о себе. Действительно, их структуру в горизонтальной и вертикальной плоскостях трудно определить на основе доступной информации. Трудно точно оценить их финансовую мощь, точно назвать все сферы их контроля, всех подконтрольных им субъектов. Негативное восприятие этих групп обществом выражается в неофициальном ярлыке, который наклеен на них – кланы и олигархи. По некоторым официальным прикидкам они контролируют от 30% до 40% отдельных отраслей

промышленности. Наиболее привлекательными для таких групп являются такие отрасли промышленности как генерация и распределение электроэнергии, поставки газа и топлива, производство металла и горнодобывающая промышленность, отдельные подотрасли машиностроения и сельского хозяйства. Роль промышленно-финансовых групп в корпоративном управлении можно оценить в диапазоне от «очень положительная» до «крайне отрицательная» в зависимости от множества моментов в каждом конкретном случае, например, от отрасли промышленности, регуляторных условий, поставленных ими задач и путей их достижения и т.п.

Как правило, большая роль в таких промышленно-финансовых группах отводится банкам. Анализ же банковской деятельности в Украине показывает, что сами банки не играют значительной роли в корпоративной собственности. Доля банков в корпоративной собственности не превышает 1%, а доля банковского капитала, который направляется на эти цели, также не превышает эту цифру. Общие инвестиции украинских банков в корпоративные ценные бумаги на начало 2000 года составляли 1,917 млрд. гривен, 891,66 миллионов из которых направлены в ценные бумаги на инвестиции, а остальная часть в ценные бумаги на продажу. Банки, которые входят в корпоративные группы, владеют крупными пакетами акций партнеров по бизнесу своих учредителей. В настоящее время члены таких промышленно-финансовых групп прибегают к выпуску дополнительных акций и корпоративных облигаций, т.к. в их положении они могут заручиться поддержкой членов своей группы и их банка, что служит гарантией успешного размещения ценных бумаг. Так, например, за 1999 год Комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку зарегистрировала дополнительные выпуски акций на общую сумму всего 1,474 млрд. гривен (при этом большая часть выпусков приходится на долю самих банков, которые находятся под давлением со стороны Национального банка Украины и вынуждены выполнять его нормативы), а облигации в этом году не выпускались вообще.

Нижеприведенные Таблицы иллюстрируют объем инвестиций банков в корпоративные ценные бумаги на продажу и на инвестиции.

**Таблица 4. Банковские инвестиции в корпоративные ценные бумаги на продажу**

(в миллионах гривен, на январь 2000 года)

<b>Название банка</b>	<b>Объем инвестиций</b>	<b>Рейтинг</b>
Украина	74.14	1
Приватбанк	71.83	2
Надра	67.19	3
Аваль	35.79	4
Укркомунбанк	19.4	5

**Таблица 5. Банковские инвестиции в корпоративные ценные бумаги на инвестиции**

(в миллионах гривен, на январь 2000 года)

<b>Название банка</b>	<b>Объем инвестиций</b>	<b>Рейтинг</b>
Славянский	85.14	1
Ощадбанк	84.48	2
ING Bank Украина	29.82	3
Проминвестбанк	27.97	4
Украина	15.09	5

Зарубежный стратегический инвестор рассматривается как один из наиболее эффективных собственников в Украине. Многие из них на практике продемонстрировали впечатляющие результаты даже не в лучшие для украинской экономики времена. Они оживили целые отрасли промышленности Украины, такие как табачная, производство пива и безалкогольных напитков, кондитерская, некоторые секторы пищевой промышленности. Такие инвесторы, как правило, делают крупные инвестиции, приносят передовые технологии и проводят серьезную реструктуризацию на своих предприятиях. Они считаются примерными налогоплательщиками и законопослушными хозяйственниками. С точки зрения корпоративного управления их роль можно считать чрезвычайно важной, т.к. они своим примером показывают украинцам, что даже в нынешних условиях возможно успешное и честное ведение бизнеса.

Между тем, имели место попытки ряда мировых производителей отстранить с рынка местных производителей и уничтожить их, путем получения контроля через свои оффшорные компании и украинские юридические лица. В подобных случаях довольно тяжело доказать, что целью таких приобретений является устранение украинского конкурента. Для того, чтобы избежать подобных проблем, Программа приватизации на 2000-2002 годы отдает предпочтение индивидуальным способам приватизации и так называемому «промышленному» инвестору (иностранному или местному производителю, или потребителю, или поставщику, который не является оффшорной компанией, и заинтересован в сохранении доли приватизируемого предприятия на рынке и производит аналогичную продукцию не менее трех лет). Кроме того, в отдельных случаях, зарубежные стратегические инвесторы, главным образом из России, несут с собой низкую корпоративную культуру, неприемлемые стандарты поведения, разрушают и без того слабую украинскую систему корпоративного управления.

Роль других институтов, таких как страховые компании и пенсионные фонды, чрезвычайно мала. Проблема в том, что украинский парламент до сих пор не принял законы о новой пенсионной системе, которая предусматривала бы создание двухуровневой системе пенсионного обеспечения с участием негосударственных пенсионных фондов, как элемента для добровольного пенсионного страхования. До настоящего времени, так называемые частные пенсионные фонды работали, главным образом, как страховые компании и

тесно привязаны к крупным предприятиям и банкам. Их инвестиции в корпоративные ценные бумаги очень незначительны и, как правило, осуществляются через свой же банк. Особенностью украинской действительности есть тот факт, что такие страховые компании и пенсионные фонды лоббируют для себя правила, которые позволили бы им больше инвестировать в недвижимость и банковский сектор и минимизировали бы требования по инвестициям в корпоративные ценные бумаги. По этой причине их инвестиции в корпоративные ценные бумаги до сих пор были незначительными, а роль в корпоративном управлении практически незаметной. Нынешнее положение и существующая тенденция не отвечают огромному потенциалу страховых компаний и частных пенсионных фондов в корпоративном секторе.

Кредитные союзы представляют собой неприбыльные депозитно-кредитные организации для членов-собственников. Фактически они являются кооперативами, которые дают займы деньги своим членам. Они предоставляют элементарные услуги физическим лицам и малому бизнесу, поддерживают небольшую разницу между процентами за депозит и кредит по сравнению с другими коммерческими банками. Кредитные союзы работают под надзором Национального банка Украины и законодательством им запрещено инвестировать в какие-либо ценные бумаги, в том числе и корпоративные.

Самым большим из крупных акционеров в Украине остается государство. Система осуществления государственного управления и контроля в акционерных компаниях остается достаточно сложной и непрозрачной. Менеджмент и контроль осуществляется несколькими государственными институтами, которым не хватает координации, единой стратегии и прозрачности в своей деятельности. Так, например, государство остается наибольшим собственником украинских корпораций. Система осуществления государственного управления акционерными обществами и контроля является довольно сложной и непрозрачной. Управление и контроль осуществляются несколькими государственными органами и страдают отсутствием координации, единой стратегии и открытости. Так, управление осуществляется Фондом государственного имущества Украины (ФГИУ), в некоторых случаях это право передано его местным отделениям или местным органам власти, а в некоторых случаях такое право передается государственным холдинговым компаниям или другим юридическим лицам. Процесс передачи права на управление и цели такой передачи очень часто не совсем ясны и непрозрачны. Контроль за использованием переданной в управление собственности не был действенным. Государство исповедует общий, а не индивидуальный подход к предприятиям. Например, в этом году правительство распорядилось, чтобы все предприятия с долей государственной собственности направили 50% своей чистой прибыли на дивиденды независимо от их планов развития и позиции по этому вопросу остальных акционеров. Во многих случаях решения о передаче в управление государственной собственности связаны с коррупцией государственных чиновников и кумовством. А с другой стороны, в случае неприбыльных и непривлекательных предприятий чиновники очень часто просто забывают об их существовании, не посещают собрания акционеров и не принимают участие в работе корпоративных органов. Некоторые региональные руководители делают все возможное для получения права контролировать

предприятия и вынуждать руководство этих предприятий финансировать всевозможные местные проекты и социальные программы. Даже в случаях с крупными предприятиями, которые напрямую управляются ФГИУ должностные лица иногда преследуют свои мелкие бюрократические интересы, которые абсолютно не совпадают с основной целью корпорации – максимизацией прибыли. Например, в связи с недавним мировым нефтяным кризисом правительство приостановило проведение аукционов по продаже нефти и приказало украинскому производителю нефти «Укрнафте» продавать нефть Госрезерву по фиксированной цене. Такое политически правильное решение с точки зрения главного акционера «Укрнафты» явно не совпадает с позицией остальных акционеров этой компании, которые настаивают на соблюдении принципа максимизации прибыли. Этот случай представляет собой типичный конфликт интересов, возникающий на большинстве предприятий с государственной долей собственности.

Для объективности следует отметить, что в некоторых компаниях, где у государства остается доля собственности, уровень корпоративного управления достаточно высок и экономические показатели таких предприятий сравнительно хорошие. Этот феномен объясняется тем, что в определенной ситуации менеджмент видит единственный путь для своего выживания в честной игре с государством и в уважении интересов остальных акционеров.

#### *5. Корпоративное поведение, финансы и реструктуризация*

В настоящее время процесс формирования корпоративных групп находится в начальной стадии. В случае с Украиной кажется естественным, что формирование корпоративных групп следует за созданием и укреплением сильных корпораций. Существующие корпоративные группы в форме государственных холдинговых компаний, такие как НАК «Нафтогаз Украины», «Укрзалізниця» и др., не следует рассматривать как полноценные корпоративные группы, т.к. они были созданы искусственно, находятся в постоянном процессе реорганизации и реструктуризации и действуют для обслуживания интересов государства. С прошлого года Украина стала свидетелем начала формирования корпоративных групп вокруг компаний, которые пережили в своем развитии определенный этап созревания. Речная судоходная компания «Укрричфлот» начала скупать крупные пакеты акций речных портов на Днестре и Десне. Химический концерн «Стирол» приобрел долю в Трипольском биохимическом комбинате. В городе Мариуполь четыре акционерных общества приняли решение образовать корпоративную группу «Азовмаш». Прежде эти компании были объединены в одно научно-производственное объединение и были разделены на различные юридические лица в процессе приватизации. После нескольких лет раздельной работы они решили объединиться в группу с целью восстановить свои позиции на рынке. Подобные процессы начались в металлургической, угольной, коксохимической промышленности, в железорудной отрасли, в пищевкусовой и безалкогольной промышленности.

Основное правило доходности акции, которая рассчитывается как процент дохода на обыкновенную акцию за определенный период и рассчитывается

путем деления чистой стоимости акции в начале отчетного периода на чистый доход, оставшийся после выплаты дивидендов по привилегированным акциям, но до выплаты дивидендов по обычным акциям, в настоящее время в Украине не применяется. Причина заключается в том, что большинство украинских акционерных обществ, разоренных длительным периодом приватизации и экономическим кризисом, являются в настоящее время убыточными, либо только начинают показывать небольшую прибыль. В этих условиях этот показатель не может точно определить, насколько эффективно сработали деньги инвестора. Обычно инвестор в Украине оценивает ожидаемый доход на акцию, который он намеревается получить в будущем.

Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку представляет официальные данные о состоянии украинского фондового рынка. Согласно ее Отчета на начало 2000 года в Украине насчитывалось 35260 акционерных обществ, в том числе 11850 открытых акционерных общества (33,6%) и 23410 – закрытых (66,4%). Капитализация фондового рынка в номинальном выражении составляла 31,021 млрд. гривен. Журнал *Emerging markets Factbook 1999* представил данные относительно капитализации компаний, прошедших листинг в Украине, в процентном выражении относительно ВВП, которые более или менее сравнимы с данными по таким странам с переходной экономикой как Словения, Словакия, Польша и Латвия.

На протяжении последних лет источники финансирования корпораций не претерпели значительных изменений. Основными поставщиками капитала корпорациям в Украине остаются коммерческие банки, которые на начало 2000 года выдали кредитов корпоративному сектору на сумму 21,131 млрд. гривен (сравните с дополнительными эмиссиями акций на общую сумму 1,474 млрд. гривен и отсутствием выпусков корпоративных облигаций в 1999 году вообще). Вместе с тем, просроченные кредиты оцениваются в размере 3,615 млрд. гривен, пролонгированные кредиты составляют 1,766 млрд. гривен и сомнительные кредиты – 692 млн. гривен. Кроме этого, компании ищут другие пути привлечения капитала. Для дополнительного финансирования компаний важную роль играют бюджетные расходы на народное хозяйство, хотя их доля в ВВП снизилась с 21,8% в 1994 году до 6,9% в 1998. Кроме прямого финансирования из бюджета украинские предприятия могут рассчитывать на получение средств из отраслевых фондов финансового регулирования, которые создавались за счет дополнительных налогов и сборов, либо за счет снижения налогооблагаемой прибыли предприятий. Государственная поддержка предприятий зачастую производится за счет инновационных фондов. В соответствии с Положением о государственном инновационном фонде одной из его функций является оказание финансовой, материальной и технической помощи предприятиям в производстве новых технологий и новых видов продукции, помощь в переоснащении предприятий для производства конкурентоспособной продукции, для создания новых рабочих мест. Однако, следует отметить, что такая помощь оказывается избранным предприятиям по субъективным критериям. Другой распространенной формой финансовой поддержки государства является использование резервных запасов из Государственного материального резерва и товаров, составляющих государственный запас. В соответствии с украинским законодательством функцией Госрезерва является оказание государственной помощи отдельным

отраслям промышленности, предприятиям и организациям в случае временных перебоев в поставках сырья, продовольствия, топлива и энергоресурсов, в случае возникновения на внутреннем рынке дисбаланса между спросом и предложением по отдельным товарам. Другой важной формой привлечения капитала является привлечение целевых кредитов коммерческих банков с санкции государства (например, предприятиям сахарной, угольной, кораблестроительной промышленности), выдача государственных гарантий по зарубежным кредитам. В 1992-1998 годах размер иностранных экспортных кредитов, полученных правительством или под гарантии правительства, превышал 2,5 млрд. долларов США. На 1 сентября 2000 года задолженность предприятий перед бюджетом за такие кредиты составляла 974 млн. долларов США. По некоторым оценкам выплаты государства по гарантированным им кредитам составляют 90% от суммы гарантий. Основная доля кредитов под гарантии правительства приходится на предприятия сельского хозяйства, сельскохозяйственного машиностроения, общего машиностроения и химической отрасли. Для того, чтобы изменить поведение должников правительство планирует с ноября 2000 года начать проведение аукционов по продаже корпоративных долгов государству с дисконтом 50%. Кроме вышеперечисленного, компании добиваются финансирования через Фонд государственного имущества Украины, Государственный фонд занятости населения Украины, Фонд социальной защиты инвалидов, через зарубежные донорские организации и т.д.

Анализ влияния финансового кризиса 1998 года на корпоративное управление показывает его положительное воздействие и даже некоторые улучшения, связанные с ним. Спекулятивный иностранный капитал, который убежал из Украины, оставил без денег и сверхприбылей от спекуляций с ценными бумагами местные инвестиционные организации. Пытаясь выжить в этих условиях институциональные инвесторы были вынуждены сконцентрировать свое внимание на экономическом положении своих компаний, проводить на них реструктуризацию и обеспечивать их прибыльную работу. С целью концентрации пакетов акций институциональные инвесторы начали создавать инвестиционные пулы для совместного проведения реструктуризации и корпоративных реформ. Финансовый кризис заставил большинство компаний пересмотреть свою финансовую и инвестиционную стратегию. Стало ясно, что в ближайшие два-три года невозможно будет привлечь капитал путем дополнительной эмиссии акций или выпуска облигаций. Банки, которые также тяжело пострадали от финансового кризиса (после реструктуризации их ОВГЗ и девальвации гривны) другими глазами взглянули на предприятия и перспективы сотрудничества с ними. Стало понятно, что альтернативы процессу реструктуризации нет. Структурные реформы национальной экономики потребуют много сил, ресурсов и времени. В то же время, оперативная реструктуризация предприятий и налаживание корпоративного управления может принести плоды их собственникам и национальной экономике в целом очень быстро.

## 6. *Выводы*

Эффективность корпоративного управления и финансовое положение акционерных обществ в Украине напрямую не зависят от структуры корпоративной собственности. Различные виды компаний могут демонстрировать хорошее управление и финансовое положение независимо от структуры их собственности. В условиях слабой законодательной, институциональной и регуляторной базы даже «эффективный собственник» может стать «эффективным вором» и терминатором для корпорации. Таким образом, ориентация исключительно на стратегического инвестора в надежде, что лишь он сможет изменить ситуацию в корпоративном управлении, есть иллюзорной и ошибочной позицией, какой в свое время была идея массовой приватизации, которая по замыслу ее архитекторов должна была решить все противоречия на микроэкономическом уровне и обеспечить эффективную работу предприятий.

Массовая приватизация не дала надлежащего импульса для налаживания корпоративного управления, неэффективная распыленная собственность по-прежнему доминирует в компаниях, а вторичный фондовый рынок практически мертв. Мы задаем себе вопрос, почему же корпорации в США и странах Западной Европы с еще большей распыленностью акций прекрасно работают без всяких там «стратегических инвесторов», и почему корпорации в Украине и России, которые имеют неплохой потенциал, имеют крупного собственника с полным контролем над корпорацией годами балансируют на краю пропасти? А достаточно ли принять новый хороший закон об акционерных обществах и десяток положений к нему, чтобы улучшить корпоративное управление, при сохранении нетронутыми бездействующими судебной и институциональной систем? Видимо, мы должны признать, что нет готового рецепта для решения проблем корпоративного управления в странах с переходной экономикой. Мы поняли, что опыт развитых стран нельзя механически перенести в украинскую среду и добиться успеха. Мы должны все признать, что не существует легкого решения проблемы. Переходная экономика требует переходных и промежуточных решений на пути к функциональной модели корпоративного управления.

На мой взгляд, решение вопроса лежит в системном подходе к проблеме корпоративного управления в Украине. Все заинтересованные лица, в том числе Правительство Украины, международные финансовые организации, другие иностранные организации должны провести всесторонний анализ всей среды, в которой находится корпоративное управление, определить ее слабые места, разработать стратегию и провести широкомасштабную корпоративную реформу. В эту реформу должны быть вовлечены все ветви власти, проводиться она должна под контролем Президента Украины, должна включать в себя сильную институциональную компоненту, затронуть многие отрасли права, сопровождаться мощной общественной кампанией. Стратегия реформы должна иметь внутреннюю логику и быть комплементарной в такой степени, что только все предусмотренные реформой меры, предпринятые и осуществленные в комплексе, приведут к успеху.

Приложение 1.

**Структура собственности  
по типам доминирующих собственников (%)**

Тип собственника	1999			Первое собрание акционеров		
	Все компании	Доминирование инсайдера	Доминирование аутсайдера	Все компании	Доминирование инсайдера	Доминирование аутсайдера
Государство	7.6	2.7	7.1	10.1	5.3	11.7
Трудовой коллектив	55.1	82.2	22.6	55.8	78.9	27.2
В том числе:	7.5	10.3	3.8	5.8	7.5	3.6
Менеджеры						
Рабочие	34.1	50.4	13.9	44.0	61.8	21.5
Бывшие рабочие	13.2	19.7	4.8	6.8	8.7	4.4
Украинские компании	10.8	2.3	23.4	8.0	2.2	16.9
Украинские банки	0.8	0.4	1.7	0.5	0.0	1.1
Украинские инвестиционные фонды	7.3	1.7	15.5	8.8	3.0	15.9
Граждане Украины	12.7	7.2	21.6	10.8	5.8	18.8
Иностранные граждане	0.2	0.7	0.4	0.2	0.0	0.4
Иностранные компании	3.2	1.9	4.7	2.0	1.5	2.6
Сельхозпроизводители	2.1	1.6	3.1	2.7	2.3	3.5

**Структура собственности украинских компаний**

