

Кубликов Владимир Константинович
д.е.н., доцент
Одесский национальный экономический университет

ФУНДАМЕНТАЛЬНОЕ ПРОТИВОРЕЧИЕ ФОРМИРУЮЩЕЙСЯ СИСТЕМЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ УКРАИНЫ

Среди ключевых особенностей развития национальной модели корпоративного управления в Украине необходимо выделить: перманентный процесс перераспределения собственности в корпорациях; специфические мотивации многих инсайдеров, связанные с контролем финансовых потоков и «выводом» активов корпорации; слабую роль традиционных «внешних» механизмов корпоративного управления; неэффективный или политизированный государственный инфорсмент.

В Украине, как и в континентальной Европе, используется общепринятое деление права на публичное (организация государства и его отношения с частными лицами) и частное (регулирование и защита интересов частных лиц). Частное право, в свою очередь, подразделяется на две основные части: гражданское (общие нормы, регулирующие отношения частных лиц) и торговое (отношения частных лиц в связи с извлечением прибыли). "Торговые товарищества" рассматриваются как отрасль торгового права, а "акционерные общества", в свою очередь, как часть "торговых товариществ" ("хозяйственных товариществ и обществ").

Другим формальным различием является детализация (или отсутствие таковой) норм акционерного права в специальных законах. Специальные законы, относящиеся к акционерным обществам (АО) (помимо кодексов), имеются в настоящее время в большинстве стран, например, во Франции (закон о торговых товариществах 1966 г.), в Германии (закон об акционерных обществах 1965 г.). Практически во всех странах с транзитивной экономикой АО уже являются предметом того или иного типа правового регулирования. По французскому пути первой пошла Венгрия (закон о хозяйственных обществах 1988 г., поправки 1991 г.). Аналогичные законы (где АО регулируется наравне с другими видами обществ или товариществ) были приняты в Албании, Болгарии, Казахстане, Монголии, России и Украине.

В работе [1] показано, что ни одна из существующих моделей корпоративного управления не является совершенной. Точно так же ни в одной стране мира не достигнут 100-процентный уровень реализации наиболее компромиссных с точки зрения мировой практики Принципов корпоративного управления ОЭСР [2]. Ближе всего к нему приблизились

наиболее развитые страны, в первую очередь принадлежащие к англо-американской правовой системе. За ними следуют страны континентального права.

Анализ законодательства Украины с точки зрения наличия формальных общепринятых мер по защите прав акционера, показывает, что оно может быть оценено как достаточно высокоразвитое. Безусловно, в отечественном законодательстве об акционерных обществах присутствует значительное заимствование англо-американских механизмов защиты прав акционеров. Однако общие традиции европейского континентального права остаются доминирующими, что обуславливает и близость акционерного права Украины [3] к стандартам актов ЕС по формальным критериям, отраженным в Регламентах и Директивах Совета ЕС [4] (таблица 1).

Таблица 1

Наличие основных норм законодательства об акционерных обществах в Украине и странах ЕС

| Норма | Украина | ЕС |
|---|--|--------------------------------------|
| Жесткая и детальная процедура создания АО | Есть | Есть |
| Жесткая и детальная процедура поддержания размера уставного капитала АО | Есть | Есть |
| Регулирование создания филиалов, представительств и иных обособленных подразделений | Есть | Есть (в сфере отчетности) |
| Основные вопросы реорганизации | Есть | Есть |
| Возможность общества с одним участником | Есть | Есть (для закрытых/частных компаний) |
| Преимущественное право выкупа акций акционерами | Есть | Есть |
| Жесткие требования к отчетности и аудиту | Есть | Есть |
| Поглощение и защита прав миноритариев | Есть (необходима детализация) | Общие принципы в стадии обсуждения |
| Банкротство | Есть (необходима модификация законодательства) | Есть (минимально) |
| Инсайдерские сделки | Есть (минимально) | Есть (прямой запрет) |
| Ликвидация | Есть | Нет |

С другой стороны, анализ механизма формирования структуры собственности и ее перераспределение в условиях украинской специфики показывает, что этот механизм, прежде всего, выполняет функции, связанные с борьбой за контроль над предприятием. Характерной чертой перераспределения акционерного капитала в украинском корпоративном секторе является доминирование собственности инсайдеров (табл.2) [5].

Анализ таблицы 2 позволяет сделать вывод о том, что в стране за период с 2003 года по 2009 год наблюдается уменьшение доли в капиталах компаний акционеров, которые являются владельцами менее 15% и увеличение доли владельцев, которые владеют больше 80% акционерного капитала. Таким образом, структура акционерной собственности, которая сложилась в украинской экономике, может быть охарактеризована как высококонцентрированная.

Таблица 2

Изменения доли собственников в акционерных обществах Украины
(на 1 января)

| Год | Доля в капиталах компаний акционеров, которые являются владельцами свыше 5% акционерного капитала % | | | | | | | | |
|------|---|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| | <15 | 15-20 | >20-30 | >30-40 | >40-50 | >50-60 | >60-70 | >70-80 | >80-100 |
| 2003 | 27,6 | 5,2 | 6,0 | 8,3 | 8,7 | 12,1 | 10,8 | 9,7 | 11,6 |
| 2004 | 21,2 | 4,9 | 5,7 | 7,8 | 9,5 | 11,4 | 11,0 | 12,2 | 16,3 |
| 2005 | 21,0 | 3,9 | 5,4 | 6,7 | 8,0 | 10,1 | 12,1 | 14,5 | 18,3 |
| 2006 | 10,8 | 3,2 | 4,8 | 6,2 | 7,4 | 9,9 | 14,5 | 17,5 | 23,9 |
| 2007 | 4,8 | 3,8 | 11,0 | 6,1 | 9,5 | 10,0 | 11,1 | 12,1 | 31,6 |
| 2008 | 4,5 | 3,7 | 10,4 | 6,4 | 9,2 | 9,4 | 11,5 | 12,6 | 32,3 |
| 2009 | 4,5 | 3,7 | 9,9 | 6,0 | 8,7 | 9,6 | 12,5 | 11,6 | 33,6 |

Исходя из вышеизложенного, а так же с учетом целого ряда эмпирических данных можно говорить об устойчивом и фундаментальном противоречии формирующейся национальной системы корпоративного управления. Суть его состоит в том, что в сложившейся системе сосуществуют два принципиально противоположных подхода:

1. концентрация акционерного капитала, которая предполагает минимум правовых средств защиты акционеров;
2. англосаксонская правовая традиция, для которой характерна максимизация средств правовой защиты миноритарных акционеров.

Такое сочетание подходов привело к уникальной ситуации взаимной нейтрализации:

- с одной стороны, концентрация акционерного капитала и постепенное уменьшение доли мелких акционеров в принципе снижает

значимость широкого правового инструментария защиты миноритарных акционеров с точки зрения корпоративного сектора в целом, а сами инструменты защиты мелких акционеров трансформируются в инструменты корпоративного шантажа;

- с другой стороны, создание развернутой системы правовых средств защиты акционеров, в свою очередь, сдерживает дальнейший процесс концентрации акционерного капитала (как фактор обратного влияния права на экономические процессы).

При этом следует учесть, что защита своих интересов через дальнейшую концентрацию - это прерогатива крупных акционеров, прежде всего на заказное правоприменение.

В этой связи важным является вопрос о наличии экономических и институциональных предпосылок тяготения к той или иной классической модели корпоративного управления.

Модель с доминированием интересов мелких акционеров не столько невозможна в Украине, сколько достаточно сложна на практике. Реализация такой модели, потребует серьезной экономической ломки сложившихся к настоящему моменту отношений. Резкий акцент в пользу интересов миноритарных акционеров нарушает баланс интересов всех остальных субъектов корпоративных отношений. Роль мелких акционеров, тем не менее, принципиально важна для обеспечения прозрачности компаний.

Вместе с тем, недостаточная правовая защита миноритарных акционеров и сравнительно низкий уровень развития рынка ценных бумаг связаны между собой, как прямыми, так и обратными связями. Отсутствие ликвидности основной массы акций отечественных акционерных обществ на слабо развитом рынке ценных бумаг делает их владельцев по существу еще менее защищенными. Наличие такой ситуации, в свою очередь, способствует концентрации акционерной собственности и уменьшению рыночной мобильности акций.

Фактически в Украине в настоящее время формально присутствуют разрозненные компоненты всех традиционных моделей:

- относительно распыленная собственность при неликвидном рынке ценных бумаг и слабых институциональных инвесторах;
- устойчивая тенденция к концентрации собственности и контроля;
- элементы перекрестных владений и формирование сложных корпоративных структур разного типа.

Такая размытость украинской модели создает очевидные трудности для принятия решений в области экономической политики и права.

Особое значение на формирование национальной модели корпоративного управления оказывает тип финансовой системы, который доминирует в стране. Основным признаком, конституирующим тот или иной тип финансовой системы, является роль коммерческих банков в обеспечении деятельности и финансировании промышленных корпораций. В зависимости от значения банков в долговременном финансировании экономического роста можно говорить либо о банковско-ориентированной, либо о рыночно-ориентированной финансовой системе.

К настоящему моменту в Украине сложилась ситуация, когда ни один из указанных типов финансовых систем не только не доминирует, но, что важнее, функционирует в отрыве от промышленных корпораций. Банковская модель экономического роста доказала свою несостоятельность как в конце 90-х годов прошлого столетия, так и в 2008 – 2009 годах. Фондовый рынок как потенциальный механизм мобилизации финансовых ресурсов на протяжении всего времени своего развития не смог справиться с поставленными задачами.

В итоге единственный достоверный параметр, по которому можно попытаться определить тяготение к тому или иному типу финансовой системы – это структура и уровень концентрации акционерного капитала, которые обуславливают формы реализации права контроля.

Если исходить из того, что итогом многих этапов передела собственности в Украине станет высококонцентрированная собственность, правовые требования о раскрытии информации в существующем и тем более ужесточенном виде не имеют реальной почвы. Более того, они крайне слабо выполняются и сейчас.

Проблема выборочного правоприменения по заказу заинтересованных частных структур – ключевой недостаток современной отечественной модели, который носит системный характер и не устраняется правкой нормативных актов и кодексами корпоративного управления.

Украинская модель корпоративного управления формируется в рамках двух параллельных тенденций:

- менеджеры постепенно становятся контролирующими акционерами в корпорации, т.е. ключевой характеристикой является “капитализм управляющих”, ставших собственниками или “инсайдерский капитализм”;

- внешние акционеры по мере консолидации контроля сами начинают функционировать в качестве менеджеров или передают эти функции доверенному представителю группы акционеров, связанному с

ними не формальным контрактом, а целым комплексом экономических и внеэкономических интересов.

Очевидно, что это вынужденная ситуация, которая связана с целым рядом обстоятельств.

Во-первых, сохраняющееся слияние функций обусловлено тем, что при существующей внешней среде («серые» схемы корпоративных финансов, «оптимизация налогообложения», контроль финансовых потоков, вывод активов и т.д.), и сохраняющихся тенденциях борьбы за контроль, формальному собственнику необходимо устранить риск одновременной утраты, как титула собственности, так и контроля над финансовыми потоками.

Во-вторых, система организована по принципу двух, трех, четырех партнеров, которые делят и собственность (контроль), и бизнес. В таких общественных корпорациях возникают как минимум две проблемы.

Первая проблема это проблема краткосрочных инвестиций. Необходимо принять во внимание, что многие отечественные корпорации ориентируются на зарубежные центры прибыли, и в своей текущей деятельности максимально используют внутренние источники, включая псевдо-иностранные кредиты и т.п. Следует заметить, что в 2003-2007 годах усиливается процесс реинвестирования, именно украинскими собственниками, именно в виде различных форм псевдо-иностранных инвестиций. Следовательно, требование обеспечения прозрачности структуры собственности и финансов, т.е. любое ужесточение информирования может означать остановку процесса реинвестирования из-за границы.

Вторая проблема это реализация долгосрочной инвестиционной стратегии в таких корпорациях. Система партнерства предполагает ориентацию на текущие краткосрочные доходы, и, соответственно, возникают проблемы согласования и осуществления долгосрочной инвестиционной стратегии. Очевидно, что такая организация предполагает и жесткую систему минимизации потерь, связанных с оппортунистическим поведением менеджеров.

Возможность использования банковской системы Украины в качестве локомотива корпоративного управления и финансирования была взята на вооружение с начала текущего столетия и принесла отрицательный результат. В настоящее время банки по-прежнему не способны осуществлять долгосрочное внешнее финансирование реального сектора экономики в силу недостаточности собственных капиталов и коротких пассивов.

Некоторые страны с транзитивной экономикой смогли использовать прямые иностранные инвестиции для стимулирования корпоративных инвестиций и реструктуризации.

Следует отметить, что модель корпоративного управления, основанная на широком присутствии иностранных стратегических инвесторов в ключевых отраслях экономики, требует стабильного и тщательно культивируемого политического климата (при этом стабильность является ключевым моментом, о чем свидетельствует пример Китая). Хотя для Украины привлечение прямых иностранных инвестиций должно оставаться приоритетом в некоторых отраслях, значительный их приток в среднесрочной перспективе маловероятен.

В итоге можно выделить следующие принципиальные для перспектив формирования национальной модели корпоративного управления процессы:

- латентное состояние процесса разделения собственности и управления сохранится в среднесрочном периоде;
- финансовая система Украины в ее современном неопределенном состоянии не позволяет оценивать тяготение отечественной системы корпоративного управления к каким-либо классическим образцам;
- концентрация акционерного капитала является очевидным процессом, в рамках которого происходит не только консолидация контроля, но и реализация экономическими методами «самодостаточной» модели корпоративного управления;
- правовые новации в области собственно корпоративного законодательства (защиты прав акционеров) в значительной степени достигли своего предела с точки зрения существующих экономических условий;
- методы защиты прав акционеров не смогут получить дальнейшее развитие без адекватных общих мер в сфере инфорсmenta.

Литература:

1. Кублік В.К. Формування ринку цінних паперів в Україні: державне регулювання / В.К. Кублік. – Одеса. Астропринт. – 2008. – 328 с.
2. Принципы корпоративного управления ОЭСР. – ОЭСР, 1999 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.ricd.ru
3. Закон України «Про акціонерні товариства» від 17.09. 2008 , № 514-VI [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws>
4. База данных законодательства ЕС [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://europa.eu.int/eurllex/>.
5. Офіційний сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.ssmc.gov.ua

Аннотация

В статье рассмотрены ключевые особенности развития национальной модели корпоративного управления в Украине. Показано, что законодательство Украины с точки зрения наличия формальных общепринятых мер по защите прав акционера может быть оценено как достаточно высокоразвитое. При этом, характерной чертой перераспределения акционерного капитала в украинском корпоративном секторе является доминирование собственности инсайдеров. Сложившаяся ситуация позволяет говорить об устойчивом и фундаментальном противоречии формирующейся национальной системы корпоративного управления.

Анотація

У статті розглянуті ключові особливості розвитку національної моделі корпоративного управління в Україні. Показано, що законодавство України з точки зору наявності формальних загальноприйнятих заходів по захисту прав акціонера може бути оцінене як досить високорозвинене. При цьому, характерною рисою перерозподілу акціонерного капіталу в українському корпоративному секторі є домінування власності інсайдерів. Ситуація, що склалася, дозволяє говорити про стійке і фундаментальне протиріччя національної системи корпоративного управління, яка формується.

Annotation

In the article the key features of development of national corporate case frame are considered in Ukraine. It is retained that the legislation of Ukraine from point of presence of the formal generally accepted measures on defiance of rights for a shareholder can be appraised as highly developed enough. Thus, the personal touch of redistribution of equity in the Ukrainian corporate sector is prevailing of property of insiders. The folded situation allows to talk about steady and fundamental contradiction of the formed national system of corporate management.