

Н. В. Бичкова

Одеський національний університет імені І. І. Мечникова

СТРУКТУРА ВЛАСНОСТІ НАЦІОНАЛЬНИХ КОРПОРАЦІЙ ТА ЇЇ ВПЛИВ НА ЕФЕКТИВНІСТЬ ФІНАНСОВО-ГОСПОДАРСЬКОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

У статті представлено аналіз залежності структури власності корпорації та ефективності її господарювання у контексті теорії агентських відносин, досліджено вплив структури власності на ефективність діяльності національних корпорацій в умовах трансформації економіки України.

Ключові слова: корпорація, структура власності, концентрована власність, ідентифікація власника.

Корпоративний сектор національної економіки, представлений різними за організаційно-правовим статусом підприємствами недержавної форми власності, що був створений у процесі приватизації та корпоратизації, за сучасних умов забезпечує вагомий внесок у створення валового внутрішнього продукту, формує реальні передумови техніко-технологічного оновлення та модернізації економіки, є партнером держави у реалізації інноваційної моделі економічного розвитку.

Особливості функціонування корпоративної форми власності забезпечують корпорацію можливістю постійно розширювати обсяг залучених фінансових ресурсів шляхом збільшення акціонерного капіталу, здобувати переваги економії від масштабів виробництва, диверсифікації та спеціалізації виробництва. Проте реалізація зазначених переваг породжує проблему узгодження інтересів акціонерів та команди менеджерів-управлінців, яким власники корпорації змушені делегувати функції управління у разі недосконалості чи неможливості злагодженого самостійного управління. Чим більше акціонерів, тим більш розпорошеною є структура власності корпорації, тим складнішим стає процес управління корпорацією.

У випадку розпорошеної структури власності ефективність механізмів внутрішнього корпоративного контролю через створення та делегування повноважень раді директорів (наглядовій раді) є обмеженою внаслідок зниження мотивації дрібних акціонерів до управління, що, в свою чергу, створює передумови для опортуністичної поведінки найманих менеджерів. З іншого боку, концентрація власності в руках кількох крупних акціонерів також несе певні витрати для корпорації: наявність конфліктів у разі дискримінації інтересів дрібних акціонерів, надлишковий контроль за діями менеджерів, зниження мотивації до праці та самостійності менеджменту, використання інсайдерської інформації на власну користь.

Враховуючи динамічний розвиток корпоративного сектора як постсоціалістичних країн, так і країн із розвиненою економікою, питання впливу структури власності на ефективність діяльності корпорацій є предметом ба-

гатьох наукових досліджень. Насамперед, слід відзначити наукові розробки таких зарубіжних вчених, як А. Берлі, Р. Вішни, Г. Демсеца, К. Лена, Г. Мінза, Р. Морка, А. Шляйфера. Також слід відзначити праці російських економістів: С. Авдашевої, С. Гурієва, Т. Долгоп'ятової, Р. Ентова, Р. Капельшнікова, П. Кузнецова, А. Муравьова, А. Степанової. Серед вітчизняних дослідників проблематики розвитку корпоративного сектора слід відзначити Т. Березянку, О. Поважного, А. Сірко, Б. Стеценко, В. Суторміну, Л. Федулову, М. Чечетова та ін. Проте окремі аспекти розвитку корпоративних відносин в Україні є недостатньо висвітленими. Зокрема, питання виявлення залежності між існуючою структурою власності вітчизняних корпорацій та показниками фінансово-господарської діяльності корпорацій.

Метою даної статті є визначення впливу структури власності провідних національних корпорацій на ефективність їх діяльності в умовах подальшого перерозподілу прав власності.

Ключовими характеристиками корпоративної форми власності є її юридична самостійність, обмежена відповідальність власників, що заснували товариство, та відокремлення власності від управління та контролю. Тобто до корпорацій за економічним змістом можна віднести усі товариства акціонерного типу, незалежно від форми власності, та похідні форми, які представлені інтегрованими корпоративними структурами (концерни, холдинги, конгломерати, асоціації та ін.).

Відокремлення функцій власності і контролю від управління зазвичай досліджується у контексті теорії агентських відносин та моделі «принципал-агент», що були розроблені в працях економістів інституціонального напрямку (Р. Коуз, М. Дженсен, У. Меклінг та ін.). В термінах агентської теорії відділення функцій власності від управління призводить до появи агентських витрат, що пов'язані із необхідністю створення системи контролю за діями менеджерів та суттєво впливають на ефективність діяльності корпорації.

Дослідження структури власності передбачає виявлення залежності ефективності перерозподілу капіталу всередині компанії від ступеня розпорошеності чи концентрації власності. Розпорошена форма власності виникає при наявності значної кількості власників невеликих пакетів акцій, що не здатні здійснювати ефективне управління власною компанією та змушені передавати права контролю особливому суб'єкту управління — команді менеджерів. З моменту опублікування праці А. Берлі і Г. Мінза «Сучасна корпорація та приватна власність» оцінка впливу структури власності на ефективність діяльності корпорації стала предметом активних наукових дебатів [1]. В цій роботі вперше була обґрунтована необхідність відокремлення власності від контролю у сучасній корпорації, оскільки дрібні акціонери не здатні налагодити ефективного контролю за діяльністю менеджерів. При цьому саме концентрована корпоративна власність, на їх думку, виступає найпростішим способом усунення неефективності, що породжується її розпорошеністю.

Проте, за деякими оцінками, результати дослідження кореляції між концентрацією власності, контролем за управлінням і ростом курсової вар-

тості акції компанії навіть в країнах зі стабільною ринковою економікою досить неоднозначні. Деякі з них підтверджують, що концентрація власності призводить до покращення роботи корпорацій в розвинутих галузях з нескладною технологією. Інші дослідники, які вивчають причинно-наслідкові зв'язки, висувають гіпотезу про те, що структура власності швидше залежна, аніж незалежна змінна. Є також припущення про те, що в деяких галузях промисловості висококонцентрована власність корисна, тоді як в інших навпаки, але ринок завжди спрямує фірму до оптимального рішення. Деякі нюанси існують також в залежності від розміру корпорації. Разом з тим концентрація власності в корпорації має і витрати, пов'язані з можливими конфліктами інтересів між крупними і дрібними акціонерами.

Зазначені розбіжності у трактування результатів, на нашу думку, пов'язані із такими чинниками, як вибір різних показників оцінки ефективності (рентабельність активів/продажів, показник Q Тобіна та інші), недостовірністю та неповнотою фінансової інформації, нерепрезентативністю вибірок тощо. Загальна характеристика емпіричних досліджень щодо впливу концентрації власності на ефективність діяльності корпорацій складена та представлена у таблиці 1 [2].

Аналіз наукової літератури з основних проблем корпоративного розвитку підприємницького сектора економіки свідчить про те, що ключовим питанням впливу концентрації власності на ефективність функціонування корпорації є визначення типу чи ідентифікації власника, що концентрує в своїх руках певну кількість акцій [3, с. 10]. Це пов'язано в першу чергу з тим, що різні типи власників можуть мати різні цільові функції та різні витрати контролю за діями управляючих менеджерів.

Можна виділити такі типи власників, які зацікавлені в привласненні додаткового прибутку корпорації: менеджери, зовнішні, національні та іноземні інвестори, держава.

Існує точка зору, що компанії, якими керують менеджери-власники, демонструють більшу ефективність у порівнянні з іншими типами власників. За результатами дослідження, проведеного М. Дженсеном та У. Менклінгом, збільшення належної керівництву частки акціонерного капіталу стимулює їх до максимізації прибутку та покращує результати роботи корпорації. З іншого боку, збільшення частки менеджерів у капіталі фірми також сприяє їх «обкопуванню» (entrenchment), що особливо збільшує витрати у разі низької кваліфікації менеджера [4, 5]. Інші дослідники стверджують, що характер впливу власності менеджерів на ефективність діяльності корпорації є залежним від країни базування, тобто залежить від традицій розподілення прав власності [6, с. 59].

Зовнішні інвестори (комерційні, некомерційні та кредитно-фінансові установи), які не націлені на рейдерські та спекулятивні операції, також зацікавлені у підвищенні ефективності діяльності підприємства. Передбачається, що зовнішні інвестори сконцентровані на максимізації прибутку фірми та отриманні високих дивідендів, для чого здатні здійснювати жорсткий контроль за витратами. Якщо поділяти зовнішніх власників на

Таблиця 1

Зведена таблиця по дослідженням концентрації власності та ефективності

Дослідження, рік	Показник концентрації	Показник ефективності	Вплив концентрації на ефективність
Г. Демсец і К. Лен, 1985 р.	Частка 5 найбільших акціонерів/ Коефіцієнт Херфіндала	Рентабельність	Концентрація — результат політики максимізації добробуту акціонерів, не впливає на ефективність, ендеогенна
Р. Морк, А. Шляйфер, Р. Вишни, 1988 р.	Частка топ-менеджерів	Q Тобіна	Нелінійний вплив, один максимум
Р. Капелюшніков, 2000 р.	Частка найбільшого акціонера	Наповненість портфеля заказів та ін.	Нелінійна залежність, компанія ефективніша, коли концентрація нижча
П. Кузнецов, А. Муравйов, 2000 р.	Частка акцій трьох найбільших акціонерів	Q Тобіна/ Рентабельність	1) Усі власники: крива форми U, мінімум при 56 % концентрації; 2) Приватні власники: від'ємна залежність, якщо у держави нема блокуючого пакета
Т. Долгоп'ятова, 2004 р.	1) Висока; 2) Середня; 3) Низька; 4) Частка зовнішніх власників; 5) Частка менеджерів	Поточні фінансові результати/ Інвестиційна політика компанії	1) Високий рівень концентрації — кращі технології, агресивна інвестиційна політика; 2) Середній — високі показники поточної діяльності; 3) Низький — слабкі показники поточної діяльності; 4) Позитивна залежність між часткою зовнішніх власників та ефективністю; 5) Позитивна залежність між часткою менеджерів та ефективністю
І. Івашковська, А. Степанова, 2009 р.	1) Частка залучених до управління акціонерів; 2) Частка менеджерів; 3) Частка інституційних інвесторів; 4) Частка держави	Q Тобіна	1) Концентрація власності у залучених акціонерів позитивно впливає на ефективність; 2) Концентрація власності в руках менеджерів та інституційних інвесторів несуттєво впливає на ефективність; 3) Збільшення частки власності держави негативно відбивається на корпоративній ефективності

національних та іноземних, то більшість дослідників поділяють точку зору, що підприємства з іноземною часткою у капіталі є більш ефективними, оскільки вони мають високі інвестиційні та кредитні рейтинги, ефективно та швидко проводять реструктуризацію, впроваджують новітні технології та використовують сучасні моделі оптимізації організаційної структури [7, 8, 9].

Проте національні підприємства мають свої певні переваги над іноземними компаніями. Так, вони добре знають ринок, мають відпрацьовану систему розрахунків з контрагентами, можуть мати зв'язки із місцевими та державними органами влади. З іншого боку, за певних обставин зазначені чинники знижують стимули до реструктуризації, підвищують корупційні ризики.

Реалізація функцій держави як власника проявляється у володінні державними органами більшою частиною капіталу підприємства (більш 50 %) та/або контролі над ними (наприклад, шляхом призначення державних чиновників). Найчастіше недостатню ефективність державних підприємств пояснюють «тепличними» умовами господарювання і бюрократизацією управлінського апарату. Крім того, держпідприємства обмежені певними економічними, соціальними, юридичними рамками, не мають достатньої підприємницької свободи в умовах, коли необхідно швидко реагувати на нові економічні обставини. Але найголовнішою причиною низьких мікроекономічних показників державних та змішаних підприємств порівняно з приватними є зосередження державної власності у тому спектрі галузей, які з тих чи інших причин є малорентабельними і навіть збитковими, непривабливими для приватного капіталу. Проте світова практика свідчить, що у тому випадку, коли державі належить крупний пакет акцій підприємства, вона може жорсткіше контролювати дії менеджерів та досягти успіху у стратегічно чи соціально важливих галузях.

Аналізуючи особливості розвитку процесів корпоратизації в Україні, можна відзначити, що реальні передумови широкомасштабної приватизації і корпоратизації, зокрема, відсутність розвиненого ринкового середовища, техніко-технологічно застаріла матеріальна база більшості підприємств, брак вільних фінансових коштів, політична невизначеність перспектив розвитку суспільства виключили саму можливість ефективного перерозподілу прав власності як результат відсутності чіткого розуміння сутності та призначення корпоратизації, що у кінцевому підсумку призвело до значних структурних диспропорцій формування корпоративного сектора [10, с. 25]. Як наслідок постприватизаційного перерозподілу прав власності, на даний момент підприємницький сектор характеризується процесами формування «закритих» підприємств і перерозподілу інсайдерської власності на користь керівників та зовнішніх інвесторів.

Результати багатьох досліджень свідчать, що чим нижчим є рівень економічного розвитку країни та недосконалішою існуюча в ній інституціональна система, тим вищий рівень концентрації акціонерної власності [9, с. 162]. Концентрація капіталу в Україні є найвищою серед усіх країн Центральної та Східної Європи [11].

Згідно зі звітом міжнародної рейтингової агенції Fitch Rating про «Корпоративне управління в Росії, Казахстані та Україні» станом на 9 березня 2009 р., на протязі останніх років більшість компаній країн СНД покращили розкриття інформації про структуру власності, підвищивши її прозорість [12]. Проте, рівень прозорості структур власності все ще суттєво різниться в окремих країнах. Помітний прогрес був досягнутий

крупними російськими компаніями. Але обмежене розкриття інформації про фактичних бенефіціарів/власників продовжує переважати в компаніях невеликого і середнього розміру в Казахстані і Росії, та по всьому спектру компаній в Україні. Також аналітики агенції відмічають загальну тенденцію серед компаній країн СНД до концентрації власності, що хоча, на їх думку, і не виключає гідного рівня корпоративного управління, проте непрозорість таких структур часто обмежує транспарентність бізнес-процесів та прийняття рішень.

Отже, непрозорість структур власності вітчизняних корпорацій та неповнота фінансово-статистичної звітності певним чином обмежує аналіз впливу структури власності корпорації на її ефективність. Використовуючи окремі дані щодо функціонування провідних корпорацій України, проаналізуємо вплив структури власності найбільш прибуткових компаній корпоративного сектора на ефективність їх діяльності.

Як вже було зазначено, наразі не існує єдиного підходу до оцінки ефективності діяльності підприємств. Показником ефективності господарювання може виступати рентабельність, зростання ефективності та випуску [2]. Альтернативними показниками можуть бути бухгалтерський прибуток, дохідність акціонерного капіталу, ринкова вартість акцій та коефіцієнт Q Тобіна, а також рентабельність активів та продажів [13]. Проте, враховуючи специфіку українського податкового законодавства та обліку, не має сенсу брати за основу показник виручки від реалізації товарів, робіт та послуг, що включає непрямі податки. Не є інформативним показником також і активи — дуже часто на промислових підприємствах вони збільшені до невиправданих розмірів шляхом фіктивної оцінки майна. Тому найбільш доцільним за таких обставин при оцінюванні економічних масштабів діяльності підприємства є орієнтація на чистий дохід підприємства.

На основі рейтингового дослідження 500 найбільш прибуткових компаній України за результатами першого півріччя 2009 року можна відзначити, що першу десятку компаній представляють підприємства гірничо-металургійного та нафтогазового комплексів України. Так, перше місце в рейтингу займає ЗАТ «Систем Кепітал Менеджмент» з чистим доходом 82,13 млрд грн [14]. Також до першої десятки увійшли ПАТ НАК «Нафтогаз України», ТОВ Метінвест Холдинг, ВАТ Арселорміттал Кривий Ріг, ВАТ Маріупольський меткомбінат ім. Ільіча, ВАТ МК «Азовсталь», ВАТ Алчевський металургійний комбінат, ТОВ ТНК-ВР Комерс, ЗАТ Лінік, ТОВ ДТЕК. Ключові показники фінансово-господарської діяльності даних компаній представлені у таблиці 2.

Дослідження структури власності корпорації передбачає виявлення частки капіталу, що належить окремому акціонеру. Саме частка власності визначає ступінь впливу окремого акціонера на систему корпоративного управління товариством, що у вузькому розумінні представляє сукупність правил та норм (механізмів), що забезпечує захист власників акцій від опортуністичної поведінки менеджерів. За допомогою корпоративного управління власники мотивують та контролюють менеджмент, який, в свою чергу, працює на підвищення вартості компанії і на користь власників. Розгляне-

мо особливості впливу акціонерів на корпоративне управління в залежності від їх частки в акціонерному капіталі товариства [16, с. 103]:

Таблиця 2

Ключові показники фінансово-економічної діяльності найбільш прибуткових корпорацій України, млрд грн* [15]

Назва підприємства	Галузева належність	Чистий дохід	Чистий прибуток	Активи
«System Capital Management» (SCM)	Управління підприємствами	82,13	14,09	139,0
ПАТ НАК «Нафтогаз України»	Добування, транспортування природного газу Управління підприємствами	61,96	11,67	92,54
ТОВ Метінвест Холдинг	Управління підприємствами, стратегічне управління гірничо-металургійним бізнесом SCM	30,18	1,41	16,75
ВАТ Арселорміттал Кривий Ріг	Підземне видобування залізної руди, виробництво коксу чавуну, сталі та феросплавів	22,1	4,67	14,57
ВАТ Маріупольський меткомбінат ім. Ільча	Вирощування зернових та технічних культур, виробництво чавуну, сталі та феросплавів	21,72	1,36	13,17
ВАТ МК «Азовсталь»	Виробництво агрохімічної продукції, чавуну, сталі та феросплавів	21,23	1,95	19,16
ВАТ Алчевський металургійний комбінат	Виробництво чавуну, сталі та феросплавів	15,32	-0,35	11,80
ТОВ ТНК-ВР Комерс	Нафтогазова галузь Управління підприємствами	14,81	-0,48	1,04
ЗАТ Лінік Лісічанський нафтопереробний завод	Нафтогазова галузь	14,48	-0,79	2,16
ТОВ ДТЕК	Добування та збагачення кам'яного вугілля Управління підприємствами	12,96	0,11	18,07

* станом на 01.07.2009 р.

– акціонери, які умовно володіють однією акцією і практично не впливають на діяльність товариства;

– акціонери, які володіють більш ніж 10 % статутного фонду (10 % + 1 голос). Можуть вимагати скликання позачергових зборів акціонерів; вносити пропозиції щодо порядку денного загальних зборів, які мають бути враховані обов'язково; вимагати проведення ревізійною комісією перевірок фінансово-господарської діяльності товариства;

– акціонери, у власності яких перебуває 25 % статутного фонду + 1 голос, мають право блокувати рішення загальних зборів з питань внесення змін до статуту товариства, припинення його діяльності, створення, ре-

організації та ліквідації дочірніх підприємств, затвердження їх статутів і положень;

– акціонери, що володіють 40 % голосів (великий блокуючий пакет акцій), можуть блокувати проведення зборів акціонерів;

– акціонери, у власності яких перебуває 50 % + 1 голос (контрольний пакет акцій), можуть приймати рішення, які вимагають простої більшості голосів: обрання та відкликання членів правління, наглядової ради, ревізійної комісії; затвердження правил процедури і інших внутрішніх документів, визначення організаційної структури товариства; змінення статутного фонду товариства;

– акціонери, що володіють 60 % статутного фонду, мають більш реальні важелі впливу, оскільки такий розмір пакета може забезпечити кворум на загальних зборах;

– 75 % голосів (абсолютний контрольний пакет акцій) — можуть приймати практично будь-які рішення; такі акціонери є повноправними власниками акціонерного товариства.

На основі даних Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку України структура власності найбільш прибуткових корпорацій досліджена та представлена у таблиці 3.

Таблиця 3

Структура власності найбільш прибуткових корпорацій України, % [17]

Назва підприємства	Частка власників великих пакетів акцій
«System Capital Management» (SCM)	SCM Ltd. (Кіпр) 100 % акцій — фіз. особа Р. Ахметов
ПАТ НАК «Нафтогаз України»	100 % акцій — Міністерство палива та енергетики України
ТОВ Метінвест Холдинг	51,15 % — Metinvest B. V (Голландія) 48,85 % — «SCM»
ВАТ Арселорміттал Кривий Ріг	95,1 % — ArcelorMittal Duisburg GmbH (Англія)
ПАТ Маріупольський металкомбінат ім. Ілліча	90,41 % — ЗАО «ІЛЛІЧ-СТАЛЬ»
ВАТ МК «Азовсталь»	74,09 % — Metinvest B. V (Нідерланди) 21,55 % — Metinvest International SA (Швейцарія)
ВАТ Алчевський металургійний комбінат	96,1 % — «Індустріальний союз Донбасу» (ІСД)
ТОВ ТНК-ВР Комерс	«British Petroleum» і «Alfa Access Renova» (AAR) — володіння на паритетній основі н/д
ЗАТ Лінік	Група ТНК-ВР Холдинг н/д
ТОВ ДТЕК	100 % DTEK Holding Limited (Кіпр)

Аналіз структури власності 10 найбільш прибуткових корпорацій України дозволяє підтвердити тезу про висококонцентровану структуру власності корпоративного сектора, але разом з тим дає підстави для висновку щодо надконцентрованості власності в руках вузького кола потужних власників-фізичних осіб, що «виросли» із керівників підприємства та сконцентрувалися лише на здійсненні зовнішнього наглядового контролю

над діяльністю підприємства. Дана група осіб отримала специфічну назву «50 сімей» [18]. Характерною рисою є і те, що часто вказані особи займають високі посадові щаблі, належать до парламентських або урядових кіл. Незважаючи на відсутність офіційної інформації, імена цих осіб є загальновідомими, як і те, що вони володіють юридичними фірмами — «дочками», між якими розподілені основні активи українських підприємств. Досить цікавим є той факт, що ядром найбільш успішних крупних компаній Росії також є «команда» із 3–7 осіб, тісно пов'язаних між собою неформальними зв'язками та спільним минулим досвідом, які називають себе «дружніми» чи «партнерськими» фірмами [19].

Таким чином, відзначимо, що незважаючи на наслідки впливу фінансово-економічної кризи, корпоративний сектор економіки України у 2009 р. продемонстрував позитивні тенденції щодо зростання прибутковості діяльності. Очевидним є факт, що підвищенню ефективності діяльності корпорацій сприяють багато чинників, проте структура власності є одним із основних компонентів фінансової архітектури корпорації, що безпосередньо впливає на можливості реалізації цільової функції корпорації від ступеня концентрації власності.

В сучасних умовах становлення та розвитку корпоративних відносин України концентрація власності сприяє підвищенню ефективності господарювання, оскільки лояльність акціонерів по відношенню до «своїх» компанії подовжує часовий горизонт прийняття рішень, полегшує реалізацію проектів з тривалими термінами окупності і дозволяє компаніям з концентрованою власністю легше переживати «кризові» часи. Проте можна погодитися із А. Сірکو, що тенденція до перерозподілу прав власності на користь керівництва корпорації може бути ефективною лише для короткострокового періоду, зважаючи на нефінансовий характер акціонування підприємств та несприятливість інституціональних факторів, коли керівник змушений використовувати багато неформальних факторів [20, с. 25]. Концентрована власність вітчизняних корпорацій, яка не припускає активної купівлі-продажу акцій на вторинному ринку, призводить до того, що зменшуються можливості розвитку фондового ринку як засобу мобілізації фінансових ресурсів, ефективного механізму їх структурного розподілу та перерозподілу між різними секторами економіки, між окремими господарськими суб'єктами, а також механізму стимулювання ефективної інвестиційної діяльності.

Також відзначимо, що на основі більш масштабних досліджень діяльності компаній в Україні виявлено наявність проблеми «обкопування» менеджерів, які володіють значними пакетами акцій в керованих ними компаніях [21, с. 13]. Менеджери розробляють різні засоби щодо збереження своєї влади та прагнуть всіляко обмежити право передавати свій голос іншим акціонерам. Проте у світлі набуття чинності нової редакції закону «Про акціонерні товариства», який суттєво перерозподіляє баланс влади та контролю всередині компанії на користь наглядових рад, можливим у перспективі є підвищення ефективності контролю наглядових рад над діяльністю менеджерів.

Такими чином, підсумовуючи вищевикладене, необхідно зазначити, що структура власності корпоративного сектора України є надконцентрованою та характеризується розподілом власності серед вузького кола фізичних осіб, формуючи тим самим особливий тип економічних відносин, що здобув назву «економіки фізичних осіб» (термін Г. Клейнера). В умовах недосконалості механізмів корпоративного управління консолідація власності стає інструментом захисту від рейдерських атак та створює передумови для поступового переходу від ворожих до дружніх поглинань та формування потужних інтегрованих бізнес-структур [16, с. 105].

В процесі дослідження впливу структури власності на ефективність господарювання корпорацій підтверджено доцільність концентрації капіталу у короткостроковій перспективі, що покращує фінансові результати окремих корпорацій та підвищує добробут її акціонерів, проте у довгостроковій перспективі концентрація власності призведе до «усихання» фондового ринку та звуження можливостей щодо залучення фінансових ресурсів на реорганізацію, модернізацію фірм, особливо малого та середнього бізнесу.

Формально, в Україні існує велика кількість міноритарних акціонерів, проте усі вони майже незахищені. Без належного державного регулювання розвитку великого капіталу, без створення умов для появи значної кількості міноритарних власників з правом голосу, трансформація влади у бізнес призведе до нівелювання статусу соціальної відповідальності власника та використання держави лише в якості інструменту набуття переваг у процесі боротьби за контроль над стратегічними джерелами прибутку. У зв'язку з чим перспективними напрямками подальших досліджень, на нашу думку, є розробка практичних заходів із вдосконалення корпоративного управління на основі збалансування інтересів усіх стейкхолдерів корпорації, впровадження механізмів нівелювання дискримінації міноритарних акціонерів та формування інституціональних умов підвищення правової та корпоративної культури громадян.

Література

1. Berle A. A., Means G. S. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Oxford University Press, 1997. — 641 с.
2. Анисинкова Д. С., Балясникова М. А., Волотовская О. А. *Обзоры: Агентские конфликты и концентрация собственности* / Д. С. Анисинкова // *Корпоративные финансы*. — 2010. — № 2 (14). — С. 84–93.
3. Кузнецов П., Муравьев А. *Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России: анализ «голубых фишек» фондового рынка* // П. Кузнецов, А. Муравьев / *Научные доклады РПЭИ*. — М., 2002. — 64 с.
4. Jensen M., Meckling W. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Capital Structure* / M. Jensen, W. Meckling // *Journal of Financial Economics*, October. — 1976. — V. 3 — № 4. — P. 305–360.
5. Morck R., Shleifer A., Vishny R. *Management ownership and market valuation: an empirical analysis* / R. Morck, A. Shleifer, R. Vishny // *Journal of Financial Economics*. — 1988. — № 20. — P. 293–315.
6. Stulz R. *Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control* / R. Stulz // *Journal of Financial Economics*. — 1988. — № 20. — P. 25–54.

Такими чином, підсумовуючи вищевикладене, необхідно зазначити, що структура власності корпоративного сектора України є надконцентрованою та характеризується розподілом власності серед вузького кола фізичних осіб, формуючи тим самим особливий тип економічних відносин, що здобув назву «економіки фізичних осіб» (термін Г. Клейнера). В умовах недосконалості механізмів корпоративного управління консолідація власності стає інструментом захисту від рейдерських атак та створює передумови для поступового переходу від ворожих до дружніх поглинань та формування потужних інтегрованих бізнес-структур [16, с. 105].

В процесі дослідження впливу структури власності на ефективність господарювання корпорацій підтверджено доцільність концентрації капіталу у короткостроковій перспективі, що покращує фінансові результати окремих корпорацій та підвищує добробут її акціонерів, проте у довгостроковій перспективі концентрація власності призведе до «усихання» фондового ринку та звуження можливостей щодо залучення фінансових ресурсів на реорганізацію, модернізацію фірм, особливо малого та середнього бізнесу.

Формально, в Україні існує велика кількість міноритарних акціонерів, проте усі вони майже незахищені. Без належного державного регулювання розвитку великого капіталу, без створення умов для появи значної кількості міноритарних власників з правом голосу, трансформація влади у бізнес призведе до нівелювання статусу соціальної відповідальності власника та використання держави лише в якості інструменту набуття переваг у процесі боротьби за контроль над стратегічними джерелами прибутку. У зв'язку з чим перспективними напрямками подальших досліджень, на нашу думку, є розробка практичних заходів із вдосконалення корпоративного управління на основі збалансування інтересів усіх стейкхолдерів корпорації, впровадження механізмів нівелювання дискримінації міноритарних акціонерів та формування інституціональних умов підвищення правової та корпоративної культури громадян.

Література

1. Berle A. A., Means G. S. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Oxford University Press, 1997. — 641 с.
2. Анисинкова Д. С., Балясникова М. А., Волотовская О. А. *Обзоры: Агентские конфликты и концентрация собственности* / Д. С. Анисинкова // *Корпоративные финансы*. — 2010. — № 2 (14). — С. 84–93.
3. Кузнецов П., Муравьев А. *Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России: анализ «голубых фишек» фондового рынка* // П. Кузнецов, А. Муравьев / *Научные доклады РПЭИ*. — М., 2002. — 64 с.
4. Jensen M., Meckling W. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Capital Structure* / M. Jensen, W. Meckling // *Journal of Financial Economics*, October. — 1976. — V. 3 — № 4. — P. 305–360.
5. Morck R., Shleifer A., Vishny R. *Management ownership and market valuation: an empirical analysis* / R. Morck, A. Shleifer, R. Vishny // *Journal of Financial Economics*. — 1988. — № 20. — P. 293–315.
6. Stulz R. *Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control* / R. Stulz // *Journal of Financial Economics*. — 1988. — № 20. — P. 25–54.

7. Степанова А. Н. Владеешь — управляй / А. Н. Степанова // Управление компанией. — 2008. — № 3. — С. 57–60.
8. Baldwin J. R., Dhaliwal N. Labour Productivity Differences Between Domestic and Foreign-Controlled Establishments in the Canadian Manufacturing Sector/ R. Baldwin, N. Dhaliwal // National Conference on Policy Research: Creating Linkages. — 2000. [Електр. ресурс]. — Режим доступу: <http://www.statcan.gc.ca/pub/11.../4067523-eng.htm>
9. Yudaeva K. et al. Does Foreign Ownership Matter? Russian experience / K. Yudaeva // Economics of Transition. — 2003. [Електр. ресурс]. — Режим доступу: <http://www.cefir.ru/index.php?l=rus&id=150>
10. Сірко А. В. Корпоративні відносини в перехідній економіці: проблеми теорії і практики / А. В. Сірко. — К.: Імекс, 2004. — 414 с.
11. Вичкова Н. В. Реструктуризація як механізм забезпечення ефективності процесів корпоративізації в умовах трансформації економіки Вісник ОНУ. — 2009. — Т. 14. — Вип. 15 (Економіка). — 148 с.
12. Костенко О. Стимули для прозорості / О. Костенко // Цінні папери України. — 2008. — № 1. — С. 17–20.
13. Корпоративное управление в России, Казахстане и Украине. Специальный отчет по странам СНГ — 2009 г.// Аналитический доклад компании *Fitch*. [Електр. ресурс]. — Режим доступу: www.fitchratings.ru/.../Corporate_Governance_090309_RUS.pdf
14. Brown D. J., Earle J. S. Competition and Firm Performance: Lessons from Russia / D. J. Brown, J. S. Earle // Working Paper № 154. — Stockholm Institute of Transitional Economy. — 2000. [Електр. ресурс]. — Режим доступу: <http://papers.ssrn.com>
15. Гвардія 500: рейтинг самых доходных компаний Украины // Проект издательского дома «Галицкие контракты». — 2009. — октябрь: [Електр. ресурс]. — Режим доступу: http://kontrakty.com.ua/gvard/rating/500_2009/500_2009.html
16. Венгер Л. А. Особенности структуры собственности у промышленности Украины / Л. А. Венгер // Научные труды ДонНТУ. Серия: экономическая. — 2007. — Выпуск 31–2. — С.101–105.
17. Офіційний сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України: [Електр. ресурс]. — Режим доступу: www.smida.gov.ua
18. Березянюк Т. В. Інституціональні проблеми розвитку корпоративного сектора / Т. В. Березянюк // Проблеми системного підходу в економіці. Зб. наук. пр. ІЕМ НАУ. — 2009. — № 4. [Електр. ресурс]. — Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/e-journals/PSPE/2009_4/Berezynko_409.htm
19. Капелюшников Р. О менеджерском, семейном и дружественном капитализме // Р. Капелюшников // Частный корреспондент от 11 января 2010 г. [Електр. ресурс]. — Режим доступу: http://www.chaskor.ru/article/rostislav_kapelyushnikov_14070
20. Сірко А. Стан та механізми залучення інвестицій у корпоративний сектор вітчизняної економіки / А. Сірко // Вісник ТАНГ. — 2005. — № 2. — С. 23–31.
21. Муравьев А. А., Талавера А. В., Билык О. А., Гречанюк Б. В. Результаты деятельности фирмы и смена менеджеров в Украине / А. А. Муравьев и др. // Российский журнал менеджмента. — 2009. — № 4. — С. 13–32.