

УДК 338.45

Г. В. Ортіна,
докторант, Академія фінансового управління Міністерства фінансів України

НАПРЯМИ РОЗВИТКУ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ РЕАЛЬНИМ СЕКТОРОМ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ПОДОЛАННЯ НАСЛІДКІВ КРИЗОВИХ ЯВИЩ

G. Ortina,
doctoral student Academy of Financial Management, Ministry of Finance of Ukraine

AREAS OF CORPORATE GOVERNANCE REAL ECONOMY IN CONDITIONS OF OVERCOMING CRISIS

Систематизовано рекомендації щодо напрямів розвитку корпоративного управління реальним сектором економіки в умовах подолання наслідків кризових явищ, серед яких: надання пріоритету контролюючим, регулюючим і правоохоронним органам у забезпеченні функціонування належного корпоративного управління; зміна орієнтації в системі контролю менеджменту — від корпоративного управління до корпоративного контролю; застосування диференційованого підходу у впровадженні та застосуванні найкращих практик корпоративного управління; запровадження обов'язкового розкриття суттєвої інформації щодо прогнозних факторів ризику; визнання інформаційної відкритості ринку капіталів як основи для побудови нової глобальної системи корпоративного управління; створення глобальних стандартів (прискорення переходу до міжнародних стандартів фінансової звітності та відображення в ній ключових моментів стану корпоративного управління).

Systematized recommendations on corporate governance trends of the real economy in terms of overcoming the consequences of the crisis, including: giving priority to supervisory, regulatory and law enforcement agencies in ensuring the proper functioning of corporate governance; change the orientation control system management — from corporate governance to corporate control; use a differentiated approach in the implementation and application of best practices of corporate governance; introducing mandatory disclosure of material information regarding the predictive risk factors; recognition of information openness of capital markets, as a basis for building a new global system of corporate governance; creating global standards (accelerating the transition to international financial reporting Standards and display it to the status of key corporate governance).

Ключові слова: держава, інновації, конкурентоспроможність, криза, промислова політика, реальний сектор економіки.

Key words: government, innovation, competitiveness, crisis, industrial policy, the real economy.

ВСТУП

У традиційних макроекономічних поглядах на кризу не враховується фактор поведінки суб'єктів господарювання. Однією з причин кризи, поряд із проблемами перегріву економіки розвинутих країн та накопичення сумнівних боргів, стала неефективність великих корпорацій, які свідомо брали на себе надмірні ризики та приховували наслідки від невдалої реалізації своїх проєктів. Така неефективність поширилася на весь світ, в тому числі і на Україну. Тому на сьогодні є особливо актуальним питання щодо того, на які моделі корпоративного управління необхідно орієнтуватися при визначенні напрямів та механізмів впливу українським регуляторам та компаніям.

Дослідженню питань розвитку корпоративного сектору та корпоративного управління в Україні присвячено низку наукових праць. Аналізу сутності й тенденцій розвитку корпоративного сектору та формі методів корпоративного управління присвячено праці О. Амоші, З. Варналія, О. Вінник, В. Геєця, В. Євтушевського, Г. Назарова, М. Небави, Л. Птащенка, Н. Супруна, Ю. Уманців, Л. Федулової.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Теоретичне обґрунтування й розробка методичних і прикладних рекомендацій щодо напрямів розвитку кор-

поративного управління реальним сектором економіки в умовах подолання наслідків кризових явищ.

РЕЗУЛЬТАТИ

Економічні інститути, які склалися за останнє десятиріччя, виявилися неадекватними на тлі кризи. Загострилася "агентська проблема" сфери корпоративного управління, яка полягає в приріччі між переважно короткостроковими інтересами менеджерів і довгостроковими інтересами власників.

Ще у 1997 році, внаслідок "Азіатської" кризи, було виявлено, що перебільшення значущості показника капіталізації та його використання в якості інтегрального показника успішності корпоративного управління стало причиною розвитку кризи. В умовах надмірної взаємодії та персонального схрещування з нефінансовими корпораціями банки не можуть самі надавати адекватну оцінку щодо вартості бізнесу та уникати накопичення сумнівних боргів. "Азіатська" та нинішня криза дають підстави для висновку про те, що оцінка вартості корпорацій на підставі лише ринкової капіталізації є необ'єктивною.

Разом із тим, не дивлячись на недоліки та прогалини у сфері корпоративного управління, зокрема в реальному секторі економіки, принципи корпоративного управління, кодифіковані в документах ОЕСР, та дослідження щодо напрямів удосконалення механізмів корпоративного управління, які здійснювалися за

останнє десятиріччя в розвинених країнах, на сьогодні залишаються такими ж актуальними.

Так, аналіз законодавства та виявлення тенденцій розвитку корпоративних відносин за останнє десятиріччя у країнах з розвинутою економікою свідчать про те, що форми ведення бізнесу були, в основному, злагодженими. Держава стимулювала розвиток середніх та малих форм бізнесу не тільки певними податковими пільгами, а й наданням серйозної методичної підтримки. Існувала диференціація підприємств у залежності від критерію публічного обігу цінних паперів, на підставі чого й здійснювалось регулювання діяльності компаній. До публічних компаній висувались більш високі вимоги, пов'язані в першу чергу із прозорістю та звітністю.

Корпоративне управління як найбільш помітна тенденція державного регулювання у сфері корпоративних відносин включає в себе забезпечення добросовісної, відповідальної та прозорої корпоративної поведінки й підзвітності. Низка значних корпоративних скандалів (Maxwell Group, Mirror Group, Enron в США, Vivendy Universal у Франції, Parmalat в Італії та інші) зумовила підвищену увагу до регулювання цієї сфери корпоративних відносин. Як наслідок, була розроблена та прийнята низка документів у сфері регулювання корпоративних відносин. Найбільш важливі з них: Закон Сарбейнса-Окслі, доповідь Ламфалуссі, доповідь Вінтера, доповідь Хіггса та Доповідь Департаменту торгівлі й промисловості щодо реформи законодавства про компанії (Великобританія) [1].

В умовах глобалізації та прагнення до вільного обігу капіталів питання реформування корпоративного законодавства та вирішення проблем взаємозв'язку стандартів корпоративного управління й конкурентоспроможності ринку капіталів набуває все більшого значення. Рівень розвитку корпоративного управління та корпоративного права має позначатися на привабливості фінансових ринків як для можливих емітентів цінних паперів, потенційних інвесторів, реального сектору економіки.

З одного боку, регулятори на ринку цінних паперів і корпоративного управління, повинні бути жорсткими в питаннях захисту інтересів інвесторів, з іншого — необхідно розуміння того, що регулювання, особливо жорстко нормоване, тих чи інших процесів, не є рушієм розвитку ринків. Воно саме по собі не вирішує всіх питань, це лише засіб, який забезпечує умови для функціонування ринкових механізмів.

Спостерігається така закономірність: що менше регулювання, то більшу премію вимагають інвестори за свої високоризиковані інвестиції на ринках з нерозвинутим рівнем законодавчого регулювання корпоративних відносин. З іншого боку, надмірне регулювання також є неприйнятним, оскільки втрати від законодавчих та інших регулятивних втручань у ринкові процеси перевищують ті премії, що дає ринок. Наслідком такої ситуації є те, що інвестори виводять свої капітали з неефективних ринків. Причому від цього страждають не тільки самі інвестори, а й національні економіки, які втрачають інвестиції. Тому основне завдання регулювання полягає в підтримці балансу між недорегульованістю (порушення прав, шахрайство, втрата впевненості інвесторів у захищеності свої капіталів) і зарегульованістю ринків.

На ринках з розпорошеною системою корпоративної власності більш детальна увага законотворчих органів і регуляторів приділяється питанням регулювання аудиторської діяльності та стандартів професійної придатності аудиторів. Також особливе значення надається посиленню механізмів внутрішнього фінансового контролю в самій компанії для унеможливлення незаконного використання майна компанії з боку менеджменту за умов, коли в корпорації немає контролюючих акціонерів і менеджмент має в ній повну економічну владу.

При розгляді можливих регуляторів необхідно розуміти першопричини процесів, які потребують регулятивного втручання. Приміром, у чому полягає проблема відтоку капіталу з американських фондових ринків: внаслідок неефективності самих ринків через надмірну зарегульованість, особливо після ухва-

лення закону Сарбейнса-Окслі, чи через те, що інші ринки просто стали більш привабливими й конкурентноздатними?

Під впливом процесів глобалізації ринкові механізми різних систем почали наближуватись один до одного, тим самим сприяючи змінам регулятивних інститутів. Водночас зміни не можуть відбуватися за однаковим сценарієм. Проте єдине, що повинно бути забезпечене всіма регуляторами, — це гарантування стану інформаційної відкритості [5; 6].

Європейські фінансові регулятори поступово вносять зміни до європейського наднаціонального законодавства у сфері корпоративного управління. Ці зміни стосуються, насамперед, Кодексів корпоративного управління — внесення змін в одну з перших Директив ЄС про надання Кодексам корпоративного управління обов'язкового характеру. Пропонується зафіксувати цю норму у внутрішньонаціональному законодавстві як відомий принцип "comply or explain" (виконай або поясни). Це означає, що компанія, яка не прийме і не буде слідувати встановленому кодексу корпоративного управління, повинна пояснити регулятору чи інвесторам, чому утримується від прийняття й наслідування загальнорозповсюдженої практики. Таке регулювання покликане посилити значення "м'якого права" — норм поведінки, що панують на міжнародному рівні й не мають обов'язкового характеру. За таких умов може стати можливою уніфікація різних національних стандартів корпоративного управління [1].

Вже сьогодні можна сказати, що кодекси найкращої практики корпоративного управління переслідують спільні для багатьох країн інтереси. Розкриття інформації, згідно з кодексами в різних країнах світу регулюються в таких напрямках: розкриття інформації за принципом "дотримайся, або поясни причини недотримання"; добровільне розкриття інформації; добровільне розкриття інформації із заохочувальними стимулами; добровільне розкриття інформації, однак деякі положення носять обов'язковий характер.

Очікуваний результат від дотримання кодексів найкращої практики для більшості країн багато де в чому спільний: покращення результатів діяльності компаній; покращення якості корпоративного управління; підвищення конкурентоспроможності; розширення можливостей доступу до капіталу; підвищення якості інформації про корпоративне управління, що надається фондовому ринку; підтримка довгострокового творення ціннісних переваг та стійкого росту; покращення якості управління ради директорів; підвищення довіри зі сторони інвесторів розвитком стандартів корпоративного управління.

Кодекси найкращої практики корпоративного управління орієнтовані переважно на лістинговані компанії; частково на приватний сектор, фінансові інститути, державні підприємства; однак також заохочується участь будь-яких компаній.

Світова фінансово-економічна криза дозволила оголити реальну картину в сфері корпоративного управління та визнати недосконалість регулювання корпоративних відносин, а також недоліки в механізмах корпоративного управління. Виявлена нездатність цих механізмів у захисті компаній від надмірних ризиків. Більш того, серед причин, що потягли за собою розвиток світової фінансової кризи вважається також і проблема недосконалості механізмів корпоративного управління. Нинішні проблеми заставляють звернути увагу на відповідність кодексів найкращої практики корпоративного управління вимогам реальності. Принципи корпоративного управління ОЕСР мають бути переглянуті на адекватність по основним ключовим позиціям [2]. Уроки світової фінансової кризи для корпоративного управління полягають у розумінні наступних ключових моментів.

Взаємозв'язок глобальних ринків. Криза викрила, що в XXI ст. національні кордони не можуть стояти на шляху потоків капіталу, і відповідно на шляху розповсюдження фінансових криз. Порушення на одному з ринків здатні викликати серйозні збої на інших, навіть дуже віддалених ринках. Сьогодні виникає розуміння, що всі питання пов'язані з ринками і їх управління, регулювання, фінансової звітності та аудиту повинні бути глобально

орієнтованими. Криза також виявила нездатність ринкового саморегулювання та реагування в непередбачуваних умовах. Загальний стан ринку залежить від стану всіх його структурних частин і потоку капіталів між ними. На шляху до економічної стабільності та уникненні нових криз виникає необхідність в регулюванні ринків та регулюванні системно важливих інститутів [3].

Світова криза виявила такий системний недолік механізмів корпоративного управління, як управління ризиками: недоліки в методах ризик-менеджменту; високий рівень ризику; приховування менеджментом інформації про потенційні ризики.

Це та викривлення системи стимулів вказують на недостатній контроль з боку правління. Недосконала система стимулів і винагород спонукала менеджмент на ризики в підвищених розмірах, що зіграло ключову роль у впливі на чутливість підприємств до шоків та породило розвиток нежиттєздатного стану бухгалтерського балансу.

За оцінкою зарубіжних дослідників, основними недоліками діючої практики корпоративного управління в кризовий період стали такі [4]: єдиний стандарт найкращої практики корпоративного управління; кращі моделі корпоративного управління розробляються для великих, зареєстрованих на біржі фірм (часто вони не підходять для малих фірм); політика просування англо-американської моделі як глобального стандарту; "м'які" закони не завжди виконуються; наявність хороших принципів корпоративного управління не гарантує їх виконання; нестача стратегічного напрямку в корпоративному управлінні; недоліки в інтеграції і професіоналізмі членів правління, в їх виборі, оцінці дій і стимулюванні; нестача ноу-хау в управлінні ризиками на рівні ради директорів.

При впровадженні найкращої практики корпоративного управління не враховуються деякі загальні риси і відмінності корпоративного управління лістингованих компаній і компаній, що не котуються на біржі; великих та дрібних підприємств; відкритих акціонерних товариств з розпорошеною власністю і компаній сімейного бізнесу; національну приналежність компаній.

Напрями розвитку корпоративного управління в посткризовий період мають базуватись на новому баченні побудови системи корпоративного управління реальним сектором економіки. Новий акцент корпоративного управління полягає в здатності фірм діяти як далекоглядна і ефективна організація, яка проявляє і стратегічне лідерство і контроль, а також орієнтація на застосування кращих методів в різних юридичних контекстах і бізнес-моделях.

Правління як фактор вартості. Головними умовами для успіху і розвитку фірм є стратегічно налаштований склад команди правління; конструктивна і відкрита структура правління; орієнтація і акціонерів і всіх заінтересованих осіб на спільні критерії успіху. Головним удосконаленням в побудові системи корпоративного управління на рівні правління має стати людський чинник. Має бути розуміння важливості компетенції в управлінні ризиками. Основна роль Ради директорів компанії полягає в створенні довгострокової ціннісної перспективи для своїх акціонерів, клієнтів, співробітників і суспільства.

Уроки світової фінансово-економічної кризи для корпоративного управління спонукали регуляторів здійснювати зміни у таких напрямках: контролюючі, регулюючі і правоохоронні органи мають стати ключовими в забезпеченні функціонування належного корпоративного управління; нагального вирішення проблеми в системі контролю менеджменту — правління повинно змінити орієнтацію від корпоративного управління до корпоративного контролю; застосування диференційованого підходу у впровадженні та застосуванні найкращих практик корпоративного управління; необхідно запровадити обов'язкове розкриття суттєвої інформації щодо прогнозних факторів ризику; інформаційна відкритість ринків капіталів має стати основою побудови нової глобальної моделі корпоративного управління; створення глобальних стандартів (прискорення процесу переходу до міжнародних стандартів фінансової звітності та

відображення в ній ключових моментів стану корпоративного управління).

ВИСНОВКИ

Україні, безперечно, необхідно враховувати міжнародний досвід та рекомендації міжнародних інститутів, проте не імпортувати прямо правові застосування та рекомендації, оскільки більшість таких правових норм орієнтована на розпорошену форму корпоративної власності, тоді як Україна належить до держав з висококонцентрованою формою власності, а однією із основ побудови нової системи корпоративного управління реальним сектором економіки є диференційований підхід.

На основі узагальнення виявлених проблем у контексті світового досвіду визначено такі основні напрями регулювання корпоративних відносин, зокрема в реальному секторі економіки, які можуть бути запозичені українськими регуляторами: ключова роль у забезпеченні функціонування належного корпоративного управління має бути відведена контролюючим, регулюючим і правоохоронним органам; застосування диференційованого підходу у впровадженні та застосуванні належної практики корпоративного управління; запровадження обов'язкового розкриття інформації щодо прогнозних факторів ризику.

Література:

1. Степанов Д. Трансатлантичний діалог по корпоративному управлінню / Д. Степанов // Корпоративний юрист. — 2007. — № 12. — С. 51—56.
2. Kirkpatrick G. The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis [Електронний ресурс] // OECD. — 2009. — Pre-publication version for Vol. 2009/1. — Режим доступу: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf>>
3. Diplock J. Corporate Governance in the Post-Crisis World [Електронний ресурс] // Taiwan, Chinese Taipei. 28.10.2010. — Режим доступу: <http://www.seccom.govt.nz/speeches/2010/281010.shtml>>
4. Уманців Ю.М. Формування української моделі корпоративного управління / Ю.М. Уманців // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. — 2010. — № 4. — С. 10—13.
5. Бушев А.Ю. О балансе интересов акционеров при консолидации акций / А.Ю. Бушев, В.Ф. Попондопуло // Арбитражные споры. — 2004. — № 3. — С. 1—24.
6. Птащенко Л.О. Збалансованість економічних інтересів: інноваційні напрями державного і корпоративного стратегічного управління: монографія / Л.О. Птащенко. — К.: ЦУЛ, 2009. — 294 с.

References:

1. Stepanov, D. (2007), "Transatlantic Dialogue on Corporate Governance", *Korporativnyj jurist*, vol. 12, pp. 51—56.
 2. Kirkpatrick, G. The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis [Online] // OECD. — 2009. — Pre-publication version for Vol. 2009/1. — available at: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf>>
 3. Diplock, J. Corporate Governance in the Post-Crisis World [Online] // Taiwan, Chinese Taipei. 28.10.2010. — available at: <http://www.seccom.govt.nz/speeches/2010/281010.shtml>>
 4. Umantsiv, Yu.M. (2010), "Formation of the Ukrainian model of corporate governance" *Derzhavnyj informatsijnyj biuletен' pro pryvatyzatsiiu*, vol. 4, pp. 10—13.
 5. Bushev, A.Ju. and Popondopulo, V.F. (2004), "On balance the interests of shareholders with the consolidation of shares", *Arbitrazhnye spory*, vol. 3, pp. 1—24.
 6. Ptaschenko, L.O. (2009), *Zbalansovanist' ekonomichnykh interesiv: innovatsijni napriamy derzhavnoho i korporativnoho stratehichnoho upravlinnia* [Balance of economic interests: Innovative directions of state and corporate strategic management], TsUL, Kyiv, Ukraine.
- Стаття надійшла до редакції 19.07.2015 р.*