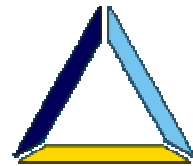


**ІНСТИТУТ ЕКОНОМІЧНИХ ДОСЛІДЖЕНЬ ТА ПОЛІТИЧНИХ
КОНСУЛЬТАЦІЙ В УКРАЇНІ**



Наукові матеріали № 21

Ірина Акімова та Герхард Швьодіауер

**Структура власності, корпоративне управління та показники
роботи підприємств: результати емпіричного дослідження
українських підприємств**

Липень 2003

**Рейтарська 8/5-А, 01034 Київ,
Тел.: + 38 044 228-63-42,
+ 38 044 228-63-60,
Факс: + 38 044 228-63-30
E-mail: institute@ier.kiev.ua
<http://www.ier.kiev.ua>**

Наукові матеріали № 21

Ірина Акімова, Герхард Швьодіауер

Структура власності, корпоративне управління та показники роботи підприємств: результати емпіричного дослідження українських підприємств

липень 2003

Ірина Акімова, Ph.D.: директор Інституту економічних досліджень та політичних консультацій. Доцент економічного факультету в Харківському державному політехнічному університеті. Викладання та дослідження в галузі макроекономіки та економічних реформ у країнах з перехідною економікою. Спеціалізація – структурні реформи та реструктуризація корпоративного сектору в Східній Європі.

Висловлюємо щире подяку Фонду Александра-фон-Гумбольда за підтримку.

Проф. Герхард Швьодіауер, професор політекономії на економічному факультеті Магдебурзького університету Отто-фон-Геріке (Німеччина). Наукові роботи: публікації, присвячені теорії олігополій, теорії ігор та загальній теорії рівноваги, макроеконометрії, економіці доквілля та народонаселення, страхуванню по старості та розподілу доходів, грошовій та фіскальній політиці. Сфери наукових досліджень: аналіз взаємодії грошової та фіскальної політики з позицій теорії ігор, макроекономічне застосування вираховуваних каліброваних моделей рівноваги. В останні роки активно займається проблемами економічної реформи в східно-європейських країнах з перехідною економікою.



Структура власності, корпоративне управління та показники роботи підприємств: результати емпіричного дослідження українських підприємств

Ірина Акімова, Герхард Швьодіауер

1 Вступ

У попередніх дослідження чинників, які здійснюють позитивний вплив на реструктуризацію у країнах з перехідною економікою, було виявлено, що вирішальну роль окрім конкуренції та жорстких бюджетних обмежень відіграє форма власності. Увага у цих дослідженнях зосереджувалась, головним чином, на дихотомізації державної та приватної форми власності. Було встановлено, що приватизація, як правило, мала позитивний вплив на реструктуризаційні заходи на колишніх підприємствах державної форми власності та показники їх роботи (див., наприклад, дослідження Меггінсона та Неттера (2001) та Дянкова і Муррелла (2002)). Інше питання полягає у визначенні ролі структури власності у показниках роботи підприємств в умовах перехідної економіки. Різні типи власників, наприклад, внутрішні у порівнянні з зовнішніми, сконцентровані у порівнянні з розсіяними, можуть відрізнитись за впливом, який вони мають на показники роботи в перехідний період, оскільки структура власності, створена в процесі приватизації, ще не адаптувалась до вимог корпоративного управління щодо максимізації ефективності управління підприємством. Структура власності має значення, оскільки відіграє певну роль у вирішенні проблем корпоративного управління.

У цій роботі, ми повідомимо про результати дослідження впливу структури власності на показники роботи 202 середніх та великих промислових підприємств у чотирьох регіонах України. Згідно результатів двох добре відомих досліджень показників роботи підприємств, корпоративного управління та форми власності, проведеного в Україні Естріном та Розевером (1999a, b), не було виявлено жодного позитивного впливу на показники роботи від аутсайдерів (в тому числі іноземних) як власників підприємств. Навпаки, покращення в результаті реструктуризації пов'язувались з інсайдерською (внутрішньою) формою власності, при чому очевидну неспроможність зовнішньої форми власності важко пояснити. У нашому дослідженні ми поділяємо погляд Нуті (1997), який вважає, що корпоративне управління не обмежується лише проблемою взаємозв'язку власників та керівника, яка полягає у моніторингу та контролюванні управління задля досягнення максимально високих дивідендів для акціонерів, а також охоплює проблему взаємозв'язку між власниками, яка полягає у вирішенні конфліктів інтересів між стейкхолдерами, які володіють акціями підприємства, та власне



акціонерами. Цей аспект проблеми корпоративного управління містить в собі гіпотезу немонотонного взаємозв'язку між показниками роботи підприємства та розміром пакету акцій, яким володіють стейкхолдери. Наша мета полягає у перевірці цієї гіпотези.

У Частині 2 цієї роботи ми окреслюємо два аспекти проблеми корпоративного управління, яка стосується підприємств перехідного періоду. У Розділі 3 подано короткий опис даних. У Розділі 4 описуються та інтерпретуються результати аналізу регресії, в якій ми знаходимо суттєвий позитивний немонотонний вплив керівника, працівника та, особливо, іноземного власника на показники роботи, які вимірюються обсягом продажу на працівника.

2 Структура власності та показники роботи: теоретичні міркування

Проблеми корпоративного управління виникають не в результаті самого по собі відокремлення функцій адміністративного контролю від власника, а від складної форми власності на підприємстві. У випадку наявності єдиного власника, який не займається управлінням, проблему посередництва можна вирішити шляхом створення механізмів моніторингу та схем заохочення керівництва переслідувати інтереси власника, якщо витрати на моніторинги менш, ніж загальний корисний результат, для власника, який несе витрати на моніторинг. Фактично, у цьому випадку відокремлення власників від управління більш вірогідно призведе до покращення показників роботи фірми, ніж у випадку, коли підприємством керуватимуть самі власники, оскільки власники-керівники отримують задоволення також від не-фінансових аспектів своєї участі, яким вони замінюють прибутки (Єнсен та Меклінг, 1976; Демсетц, 1983). Ця внутрішня поступка власників-керівників, які максимізують корисність, звичайно, як така не призводить до будь-якої соціальної неефективності, так само як і витрати на посередництво, які несе єдиний власник в результаті добровільної відмови від керування.

На підприємствах, власність (права контролю та права на чистий прибуток) на яких розподіляється між кількома особами з різними перевагами стосовно не-фінансових результатів чи часу виплати прибутку, можуть виникати конфлікти, якщо можливість передачі прав власності обмежується або законодавством, як у випадку товариств та закритих корпорацій, або значними недоліками фондового ринку. Такі конфлікти призводять до курсу дій, який не є оптимальним відносно критерію максимізації вартості, на яку могли б погодитись акціонери, не задіяні у керуванні відкритою корпорацією, акції якої продаються та купуються на ефективно функціонуючій фондовій біржі. Тому в країнах з розвинутою ринковою економікою товариства, зазвичай, створюються власниками зі схожими уподобаннями (наприклад, сімейний бізнес), або їх можна знайти у сферах діяльності, в яких специфічний людський капітал, наданий власниками, відіграє найбільшу роль, а власники фінансово добре диференційовані (Фама та Єнсен, 1985). На Україні, де великі колишні державні підприємства були приватизовані лише у незначній кількості як відкриті акціонерні товариства і де, у будь-якому



випадку, не існує ефективного фондового ринку, це правило не поширюється. Якщо в країнах з розвинутою ринковою економікою, в яких операційні витрати досягнення адекватної корпоративної форми та профілю власності відносно низькі, структура власності є ендогенною і близькою до рівноваги, то в країнах з перехідною економікою вони є результатом політичних та адміністративних рішень і, особливо в країнах, де реформи просуваються повільними темпами, екзогенними відносно показників роботи фірми та потреб реструктуризації. Саме через це можна очікувати, що емпірична кореляція між різними структурами власності та показниками роботи підприємства буде слабкою або непереконливою за даними для високорозвинутих економік (Демсетц та Лен, 1985), в той час як данні для країн з перехідною економікою можуть свідчити про вплив власності на показники роботи (Дянков та Муррел, 2002).

Акціонерні компанії (закритого чи відкритого типу), що з'явилися в результаті приватизації (чи, принаймні, корпоратизації) середніх та великих підприємств, характеризуються передачею управлінських функцій професійним найманим керівникам та різномірною структурою власності (якщо, як у деяких випадках, 100% акцій все ще не знаходяться в руках державного приватизаційного органу). Як зазначає Нуті (1997), для таких компаній потенційно властиві *два типи проблем корпоративного управління*:

- (i) забезпечення контролю акціонерів над свободою дій керівництва;
- (ii) вирішення конфліктів інтересів, що виникають у зв'язку з існуванням стейкхолдерів серед акціонерів.

Перший тип проблем корпоративного управління є класичним і йому було приділено багато уваги в літературі. Вона з'являється в результаті розпорошення власності серед акціонерів, як це має місце в компаніях з широким колом акціонерів у західних країнах чи в результаті ваучерної приватизації в країнах з перехідною економікою, або у формі розпорошеної власності всередині підприємства, наприклад, серед працівників, як це має місце в Україні. Оскільки маргінальні витрати окремого акціонера на моніторинг керівництва вищі ніж його маргінальні прибутки від цього, домінуючою стратегією серед акціонерів є безплатне користування зусиллями інших акціонерів. Одне із рішень цього роду дилеми корпоративного управління надає добре функціонуючий фондовий ринок у сенсі "ринку для корпоративного контролю" (Манне, 1965), який ставить неефективних керівників під загрозу втрати контролю та управління. В той час як так звана "англо-саксонська модель" базується на потенційній появі домінантного зовнішнього акціонера, так звана "німецько-японська модель" [див. Нуті (1997) та література, яку він цитує] розраховує на фактичну присутність одного головного стратегічного акціонера (або принаймні невеликої кількості власників великих пакетів акцій, можливо банків), які мали б стимули для посилення максимізації вартості та впливу на керівництво. Оскільки в країнах з перехідною економікою, таких як Росія та Україна, все ще не існує ефективного ринку для корпоративного контролю, більшість дослідників форми власності та показників роботи підприємств під час перехідного періоду пов'язують



свої сподівання щодо еволюції та благотворного впливу з реструктуризацією більш концентрованих структур власності, зокрема сконцентрованої зовні (та іноземної) власності. Варто також зауважити, що обидві моделі корпоративного контролю також спираються на працездатний ринок для вищого виконавчого керівництва, який на першому етапі перехідного періоду, зокрема в країнах СНД, теж був відсутній (Акімова та Швьодіауер, 2001). Без існування такого ринку не буде ні надзвичайно успішного посилення дисципліни серед виконавчого керівництва, ні значного поліпшення показників роботи в результаті можливої заміни цього керівництва.

В той час, як проблеми корпоративного управління класу (i) належать до типу *взаємовідносин між власником та менеджером*, клас (ii) стосується проблем *взаємовідносин між власниками*. Не всі типи конфліктів інтересів між різними групами акціонерів становлять проблему корпоративного управління, яка має згубні наслідки для показників роботи компанії. Один тип конфліктів, про який уже згадувалось вище у зв'язку з різномірною структурою власності та гетерогенними преференціями пояснюється недосконалістю ринку капіталу, яка різко виражена в країнах з перехідною економікою, реформи в яких просуваються повільно. Він може виникати між великими, стратегічними акціонерами, які переслідують довгострокові цілі максимізації вартості та малими приватними акціонерами, які більше зацікавлені в поточній виплаті дивідендів через їх обмежену ліквідність. З огляду на очевидні причини, ми не вважаємо це проблемою корпоративного управління. Ситуація повністю відрізняється у випадку *стейкхолдерів, які володіють акціями*, на чому наголошував Нуті (1997). Стейкхолдер – це економічний діяч, який має інтерес у фірмі чи у деяких видах її діяльності, який не базується на претендуванні на чистий дохід. Стейкхолдерами можуть бути постачальники матеріально-технічних ресурсів, наприклад, робочий колектив (керівники та працівники) та збутові чи переробні підприємства, клієнти, банки та інші кредитори, конкуренти, місцеві, регіональні чи центральні органи влади та ін. Категоризація акціонерів на стейкхолдерів та не-стейкхолдерів більш широка і в той же час важливіша ніж поширеніше розрізнення між “внутрішніми” власниками – які є особливим видом стейкхолдерів, що володіють акціями, у порівнянні з працівниками, в тому числі керівниками і членами їх сімей, які володіють акціями підприємства – і “зовнішні” власники, які можуть бути стейкхолдерами, а можуть і не бути. Зовнішні власники-стейкхолдери, напевно, мають особливе значення для перехідних економік на початкових стадіях реформ. Вони можуть бути фірмами, тієї ж або протилежної орієнтації, які перед приватизацією були разом з цим підприємством, підрозділами одного вертикально інтегрованого державного підприємства, банками, створеними з єдиною метою забезпечення фінансових потреб фірми, або “держава” на різних рівнях влади, якщо вона є одним із акціонерів. Стейкхолдери, які володіють акціями, можуть намагатись використати свій вплив для нав'язування підприємству політики, яка відповідає інтересам стейкхолдерів, але суперечить максимізації вартості і через це невігідна для інших акціонерів.



Стейкхолдер, що володіє акціями, має стимул експлуатувати інших акціонерів шляхом здійснення операцій, які суб-оптимальні з точки зору максимізації прибутку, лише якщо його "стейк", тобто частка в такій операції, більша ніж його частка у власному капіталі підприємства, тобто частка чистого прибутку. Якщо, наприклад, акціонер i , який володіє часткою $0 < k_i \leq 1$ акціонерного капіталу, також постачає частку (свій "стейк") $0 \leq s_i \leq 1$ від загальної кількості X певних матеріально-технічних ресурсів фірми, ринкова ціна яких дорівнює w , тоді його прибутки в якості стейкхолдера від закупівель компанії X за вищою ціною $w' > w$ вираховується як

$$(w' - w)s_i X,$$

а його збитки як акціонера дорівнюють

$$k_i (w' - w)X.$$

Якщо X – це загальна кількість певних проданих фірмою товарів, з яких клієнт-акціонер купує частку s_i , а w – це встановлена на товар ціна, в той час, коли ринкова ціна $w' > w$, ми приходимо до таких же виразів для підрахунку прибутків та відповідно збитків, як і приведено вище. У обох випадках очевидно, що чистий прибуток стейкхолдера, який володіє акціями, буде позитивним за умови якщо

$$s_i > k_i. \tag{1}$$

Такі "менш-збалансовані", як їх називає Нуті (1997), акціонери, а не стейкхолдери, що володіють акціями, як такі, є джерелом конфліктів між власниками, якщо вони отримують контроль над компанією. Для єдиного стейкхолдера, який володіє акціями, це може вимагати достатньо високого k_i (якщо заради простоти ми припустимо, що k_i є також часткою "голосуючої" акції). Але також однорідна група менш збалансованих акціонерів, які разом мають контролюючий інтерес в компанії, матимуть тенденцію до експлуатації інших акціонерів. Перший випадок – це власність, розсіяна між працівниками. Якщо X є загальним вкладом однорідної праці в акціонерний капітал, наданий n працівниками ($s_i = 1/n$), які разом володіють позитивною часткою $\alpha < 1$ акціонерного капіталу фірми, такого як $k_i = \alpha/n$, тоді кожен з них є менш збалансованим акціонером і матиме особисті стимули голосувати на користь підвищення заробітної плати. Лише якщо 100% фірми знаходяться у власності працівників ($\alpha = 1$) вони є збалансованими акціонерами і не мають стимулів переоцінювати вартість своєї праці.

Як показав Нуті (1997), стимул працівників надавати перевагу надмірній зайнятості залежить від умов, подібних до (1). Якщо акціонер i постачає частку s_i певного однорідного ресурсу (наприклад, праця), за який фірма платить певну ціну w , тоді він буде отримувати вигоду від закупівель фірми більше ніж максимізуюча прибуток кількість за умови, якщо

$$s_i > \beta k_i, \tag{2}$$



де $\beta = (w-m)/(w-c)$, а c – альтернативні витрати на постачання додаткової кількості ресурсу, m – середня вартість граничного продукту додаткового ресурсу (за умови спрощуючого припущення, що скорочення надлишкового ресурсу вдарить по кожній одиниці ресурсу з однаковою вірогідністю, а становище постачальників є нейтральним щодо ризику). Нуті (1997) припускає, що $m = c$, внаслідок чого $\beta = 1$, тобто рівнозначне (2) та (1). Якщо ж $c < m$, середня зарплата (або допомога по безробіттю), яку можна отримати для зайвого працівника за межами фірми, яка є меншою ніж його граничний продукт всередині фірми, що загалом цілком припустимо для деяких перехідних економік, тоді навіть на фірмі, яка на 100% перебуває у власності її працівників, працівники-акціонери будуть менш збалансованими акціонерами, а зайнятість буде суб-оптимально високою.

Коли α достатньо мала, щоб не дати групі працівників-акціонерів взяти контроль над зарплатами фірми чи політикою зайнятості, індивідуальна менша збалансованість буде нешкідливою. Лише коли α достатньо велика, наприклад, понад 50%, тоді будуть впроваджуватись експлуаторські інтереси. Важливо розуміти, що "групова дія" працівників-акціонерів не вимагає будь-якої прямої чи непрямой угоди про співпрацю між ними – у цьому випадку проблеми зобов'язання не існує (якщо не вважати, що саме голосування є затратним), оскільки підтримка зарплат чи підвищення зайнятості є домінантною стратегією для кожного члена групи. Таким чином, можливість експлуатації інших акціонерів менш збалансованими акціонерами залежить не від концентрації власності, а від розміру частки "голосуючих" акції, якими володіє однорідна група менш збалансованих акціонерів. Такі ж міркування чинні і для володіння акціями фірми її керівництвом, що відіграє значну роль у країнах з перехідною економікою на зразок України. Мала (але позитивна) α , вірогідно, матиме ефект позитивного стимулу для працівників-акціонерів, а також для керівників-акціонерів, тому що, коли вони зрозуміють, що у них недостатньо сил щоб нав'язати іншим власникам викривлену схему розподілу прибутків, вони можуть отримати прибутки лише від максимізації вартості фірми.

Таким чином, *головна гіпотеза* про кількісний зв'язок між показниками роботи підприємства та розміром власності працівників чи керівників у цьому підприємстві полягає у *не-монотонності* цього зв'язку: В рамках малої частки внутрішньої власності можна очікувати, що збільшення акціонерної участі працівників чи керівників у капіталі підприємства буде корисним, при більшій частці, коли поріг може знаходитись вище рівня, коли відповідна група отримує контролюючий вплив, показники роботи зазнають негативного впливу від більшої акціонерної участі працівників чи керівників.

У вищенаведеному описі конфліктів внутрішніх власників через наявність стейкхолдерів серед акціонерів ми, слідуючи Нуті (1997), зосередили увагу на однорідній групі менш збалансованих акціонерів, які можуть спонтанно синхронізувати свою поведінку під час голосування не вдаючись до таємних укладень домовленостей. Виникає питання, як можна розширити аналіз на неоднорідних стейкхолдерів-акціонерів. Зрештою, у реальному світі робоча сила підприємства не є однорідною – вона складається з різних підгруп згідно навичок, віку,



службового рангу та ін. Якщо частка пакету акцій на руках працівників розподіляється в цілому між ними більш-менш рівномірно, одна підгрупа навряд чи зможе здійснювати контролюючий вплив на інших, їй доведеться об'єднатись з іншими підгрупами для того, щоб повністю використати потенційну владу прав працівників на власність. Певні зусилля потрібно буде інвестувати у створення схеми, яка дасть кожній підгрупі стимул для голосування за це. Те ж саме стосується і стейкхолдерів-акціонерів, які постачають матеріально-технічні ресурси чи є клієнтами фірми. Вони відрізняються серед іншого за продукцією, яку вони продають або купляють, а також за обсягом та вартістю відповідних закупівель чи продажу. Візьмемо, наприклад, винятковий випадок, коли стейкхолдери-акціонери є фірмами, кожна з яких постачає різні матеріали. Тоді кожен з акціонерів-постачальників, якщо від не володіє 100% фірми, є менш збалансованим акціонером згідно визначення (1), оскільки за визначенням $s_j = 1$. Проте визначення "стейку" як частки акціонера у обсязі постачання матеріально-технічних ресурсів фірмі не дійсне у випадку неоднорідних постачальників, а умова, згідно якої для групи постачальників n різних матеріалів та ресурсів $k_1 + \dots + k_n$ буде вище порогу отримання контролю, не достатня для того, щоб експлуатувати інших акціонерів. Для того, щоб надати кожному з них стимул для укладення таємної домовленості проти інших акціонерів, щоб зробити їх менш збалансованими акціонерами у відповідному сенсі, умова

$$g_i/g > k_i \quad (3)$$

має задовольнятися для всіх $i = 1, \dots, n$, де g_i – прибуток акціонера-постачальника i а g – сума всіх прибутків. Якщо y_i означає вартість продажу постачальника i фірмі за ринковою ціною, а y – відповідну загальну вартість продажу групи, тоді

$$y_i/y > k_i \quad (4)$$

буде відповідною умовою меншою збалансованості, за якої всі постачальники n матимуть вигоду від загального підвищення вартості їх альтернативних витрат (ринкових цін). Якщо k_i подібні за розміром, але їх частки продажу досить різні, стейкхолдери-акціонери не захочуть погоджуватись на підвищення їх збутової ціни вище рівня ринкових цін на такий же відсоток, оскільки це явно порушить умову (3).

Результатом є те, що для неоднорідних груп стейкхолдерів-акціонерів операційні витрати на прийняття до рішення про об'єднання прав голосу задля розподілення прибутку на не вигідних для інших акціонерів умовах, очевидно, будуть значними та підвищуватимуться зі збільшенням кількості коаліційних партнерів, які потрібні для того, щоб зайняти контролюючу позицію. При вузькому діапазоні акціонерної власності, що перебуває в руках зовнішніх стейкхолдерів, збільшення їх частки в акціонерному капіталі може не привести до посилення стимулів для підтримки максимізації вартості, скоріше всього, вони намагатимуться таємно домовитись з керівництвом. Таким чином, вищий відсоток акціонерного капіталу в руках зовнішніх стейкхолдерів як групи не потребує досягнення немонотонного ефекту, що



прогнозується для внутрішніх власників, особливо працівників. Зокрема, якщо зовнішні власники складаються як зі стейкхолдерів-акціонерів, так і "чистих" акціонерів, вони не мають конкретної спільної зацікавленості у посиленні політики, що максимізує вартість на фірмі, у випадку чого емпіричний ефект сконцентрованої ззовні власності на показники роботи буде незначним.

3 Дані

Емпіричний аналіз базується на даних дослідження, проведеного у 2001 – 2002 році серед середніх та великих промислових підприємств в Україні за період з 1998 по 2002 рік. В **Таблиці 1** представленні окремі вибіркові характеристики.

Таблиця 1
Вибіркові характеристики

	% від загальної вибірки
<i>Регіональний розподіл:</i>	
Київ	31,7
Львів	20,8
Харків	39,6
Суми	7,9
<i>Галузевий розподіл:</i>	
Машинобудування	47,2
Легка промисловість	15,2
Харчова промисловість	12,9
Будівельні матеріали	5,6
Деревообробна	5,1
Хімічна промисловість	3,9
Інші	10,1
<i>Розмір (число працівників у 2000 році):</i>	
100-250	18,4
251-500	39,3
501-1000	27,0
>1000	15,3
<i>Тип власності підприємства:</i>	
Корпоратизовані державні фірми	17,6
Приватизовані підприємства	82,4

В дослідженні увагу було зосереджено на розвитку структури власності з 1998 по 2000 рік. Всі компанії у вибірці були колишніми державними підприємствами, які були, принаймні, корпоратизовані. У 2000 році 82,4% були "приватизовані" в тому сенсі, що менше 100% їх власного капіталу перебували в державній власності. Ми розрізняємо сім наступних категорій власників:

- a) держава;
- b) інсайдери підприємства:



- керівники ("менеджери");
 - неуправлінські робітники ("працівники");
- с) зовнішні українські власники:
- українські фінансові організації;
 - українські не-фінансові організації;
 - українські приватні домогосподарства;
- д) іноземні власники.

В **Таблиці 2** подано деякі статистичні данні щодо відсотку акціонерного капіталу, який перебував у руках кожного типу власників у 2000 році:

Таблиця 2

Структура власності компаній, охоплених дослідженням у 2000 році. Описові статистичні показники

Групи власників	Середнє (стандартне відхилення)	Мін.	Макс.
Держава	11,6 (24,2)	0	100
Інсайдери, в т.ч.	47,9 (34,8)		
Керівники	17,5 (18,9)	0	86
Працівники	30,4 (34,8)	0	95
Українські зовнішні організації	17,8 (25,1)	0	81
Іноземці	7,2 (18,5)	0	75
Українські домогосподарства	15,5 (20,4)	0	84

У 2000 році найбільш помітною характеристикою структури власності було переважання внутрішньої власності. У порівнянні з 1998 роком середній розмір власності працівників зменшився на 5 відсоткових пунктів, в той час як частка акціонерної власності керівників дещо збільшилась (приблизно на 1,5 відсоткових пунктів). Відображаючи продовження процесу приватизації в Україні, середня частка держави в акціонерному капіталі також зменшилась. Відповідно збільшилась частка сконцентрованої зовнішньої власності: українські фінансові організації (які у 2000 році володіли 5%-ми) – на 1,5 відсоткових пунктів, українські не-фінансові організації на 2,5 відсоткових пунктів, а іноземна власність – на 2,5 відсоткових пунктів. З 1998 по 2000 рік зміни у власності відбувались у 23% фірм у вибірці. Як сприйняття опитаних керівників, так і об'єктивні данні вказують на те, що сконцентрована зовнішня власність посилилась: 12% фірм зазнали змін у типі їх основних власників, майже у двох третинах випадків внутрішні власники втратили свої позиції більшості, у 55% випадків на користь українських організації та іноземних власників. Зміни у відсотковій частці власності великих акціонерів додатково проливає світло на розвиток сконцентрованої власності. У 1998 році середня частка найбільших акціонерів в акціонерному капіталі (розглядаючи керівництво як єдиного акціонера) становила близько 38%, у 2000 році



вона збільшилась майже до 44%. Чотири наступних найбільших акціонери в обох роках володіли трохи більше ніж 9% загального акціонерного капіталу. Якщо у 1998 році у 44,4% випадків керівництво фірми було найбільшим акціонером, то у 2000 році це число знизилось до 38,8%. Відсоткова частка підприємств з українськими фінансовими організаціями в якості найбільших акціонерів також зменшилась (з 8,5% до 6,2%), в той час, коли частка підприємств з українськими не-фінансовими власниками, в руках яких перебував найбільший пакет акцій, дещо збільшилась (з 17,1% до 17,8%), а частка підприємств з іноземцями серед числа найбільших акціонерів зросла суттєво (з 10,3% до 15,5%).

В дослідженні подається також деяка інформація щодо акціонерів-стейкхолдерів. В **Таблицях 3 та 4** показано, що у деяких компаніях у виборці, акціонери-стейкхолдери відіграють значну роль.

Таблиця 3

Акціонери-стейкхолдери у 2000 році

Акціонери	N (% фірм)
Клієнти	11 (10,7%)
Постачальники	9 (8,6%)
Банки	5 (4,9%)

Таблиця 4

Акціонери-стейкхолдери фірм у 2000 році: Участь у власності та комерційній діяльності фірми

	Середн.	Стнд. відх.	Мін.	Макс.	N спостережень
Відсоток акцій, якими володіють клієнти	40,0	27,6	1	79	11
Відсоток акцій, якими володіють постачальники	29,4	23,8	5	60	9
Відсоток акцій, якими володіють банки, що надають кредити фірмі	22,9	18,3	5	52	5
Продаж клієнтам-акціонерам як відсоток від загального продажу	35,9	32,4	2	99	11
Закупівлі у постачальників-акціонерів як відсоток у загальних закупівлях	27,9	35,3	1	99	9
Кредити від банку-акціонера як відсоток від загальних кредитів	15,0	11,0	5	15	5



4 Результати оцінок

Ми оцінюємо регресії найменших квадратів, пояснюючи показники роботи фірм змінними структури власності, наступним чином:

$$PERF_i = a + bCON_i + cOWN_i + dOWN_i^2 + \varepsilon_i \quad (5)$$

Для $PERF_i$ ми беремо "продуктивність праці" i (тобто, продаж на працівника), CON_i – вектор контрольних змінних (для галузі, кількості працюючих, числа конкурентів, продуктивності праці за попередній рік, частки бартеру у загальному продажі за попередній рік). Для змінної власності OWN_i ми беремо відсоток акцій, якими володіють держава, керівники, працівники (чи інсайдери разом), українські сконцентровані зовнішні власники (тобто, фінансові та не-фінансові організації) й іноземні власники. Ми оцінюємо вплив власності на показники роботи окремо для кожної категорії власності, а також для комбінації всіх типів власності (за винятком українських приватних домогосподарств). Змінна OWN_i входить до рівняння не лише лінійно, але й у квадраті: Якщо параметри c та d відрізняються за знаком, отримуємо немонотонний зв'язок між показниками роботи та власністю В **Таблиці 5** подано результати оцінок продуктивності праці та структури власності у 2000 році.

Рівняння 1 у Таблиці 5 показує продуктивність праці як лінійно-квадратичну функцію розміру акціонерної власності працівників, що означає максимальний позитивний вплив власності працівників, коли пакет акцій у руках працівників становить біля 47%. Збільшення частки працівників в акціонерній власності до цієї межі призводить до підвищення показників роботи підприємства, збільшення власності працівників понад цю межу робить працівників менш збалансованими акціонерами і надає їм контроль над підприємством, що призводить до зниження показників його роботи. Рівняння 3 дає подібний результат для власності керівників, проте із статистично незначним квадратичним членом. Для власності інсайдерів як такої (рівняння 4) не-монотонність є знову таки суттєвою. Регресія з "українською сконцентрованою зовнішньою власністю" як єдиною змінною власності не дає статистично значущих результатів і не ввійшла до таблиці 5. Якщо розглядати проблему корпоративного управління, головним чином, у перспективі відносин власник-менеджер між зовнішніми власниками, які зацікавлені у максимізації власності, та керівниками, цей результат буде важко інтерпретувати. Це більш правдоподібно у світлі теорії корпоративного управління про менш збалансованих акціонерів-стейкхолдерів. Збільшення володіння акціями в руках сконцентрованих зовнішніх власників (аутсайдерів) надає більше впливу для акціонерів-стейкхолдерів і тоді вплив на показники роботи підприємства буде, скоріше, негативним. Дуже вірогідно, що це стосується частини фірм у вибірці, що робить змінну "українська сконцентрована зовнішня власність" несуттєвою. Фактично, якщо оцінювати рівняння показників роботи з відсотком акцій, що перебуває у руках клієнтів, як змінну власності окрім державної, внутрішньої та іноземної власності (**Таблиця**



6), тоді акціонерна власність клієнта здійснює суттєвий негативний вплив на продуктивність праці.

Таблиця 5
Регресії показників роботи

	1	2	3	4	5
Дихотомічні галузеві змінні	γ	γ*	γ	γ*	γ**
Розмір, 2000 р.(зайнятість)	-0,001 (0,001)	-0,001 (0,001)	-0,001(0,001)	-0,0006(0,0009)	-0,002(0,001)*
N конкурентів	-5,2 (4,0)	-1,9(2,7)	-6,0(4,3)	-2,3(3,0)	-6,2(5,2)
Продуктивність праці, 1999 р.	1,45(0,27)**	1,13(0,16)**	1,1(0,27)**	1,0(0,88)**	1,2(0,35)**
Бартер, 1999 р.	-0,24(0,10)**	-0,06(0,07)	-0,23(0,10)**	-01,7(0,88)**	-0,24(0,10)**
Державна власність	-	-	-	-	-0,33(0,43)
Державн. власн. у квадраті	-	-	-	-	0,003(0,005)
Власність керівників	-	-	0,95(0,55)*	-	0,35(0,63)
Власн. керівн. у квадраті	-	-	-0,01(0,009)	-	0,002(0,002)
Власність працівників	0,94(0,39)**	-	-	-	0,27(0,45)
Власн. працівн. у квадраті	-0,01(0,004)**	-	-	-	-0,006(0,004)
Власність укр. аутсайдерів	-	-	-	-	0,33(0,47)
Власн. укр. аутсайдерів у квадраті	-	-	-	-	-0,005(0,006)
Іноземна власність	-	1,56(0,64)**	-	-	1,71(0,72)**
Іноземн. власн. у квадраті	-	-0,02(0,01)**	-	-	-0,02(0,01)**
Власність інсайдерів	-	-	-	0,50(0,28)**	-
Власн. інсайд. у квадраті	-	-	-	-0,004(0,002)**	-
Стала	17,6(13,3)	7,6(9,2)	25,9(13,5)*	10,6(10,5)	10,5(10,6)
Adj R sq	0,61	0,64	0,59	0,60	0,74
F	8,9**	12,0**	8,10**	10,0**	8,7**

Регресія найменших квадратів, залежна змінна-продуктивність праці у 2000 р. (продаж у тис. грн. на працівника), коефіцієнти (стнд. помилки), змінні власності у 2000 р. (% акцій), *p<0,1; **p<0,05

**Таблиця 6**

Вплив акціонерної власності клієнта

	Продуктивність праці, 2000 р. (залежн. змінна)
Дихотомічні галузеві змінні	γ**
Розмір, 2000 р.	-0,0009(0,002)
Бартер у продажі, 2000 р.	-0,09(0,04)
Число конкурентів, 2000 р.	-0,87(1,8)
Продуктивність праці, 1999 р.	0,99(0,10)**
Державна власність, 2000 р.	-0,03(0,05)
Внутрішня власність, 2000 р.	-0,002(0,04)
Іноземна власність, 2000 р.	0,09 (0,09)
% акцій в руках клієнтів, 2000 р.	-0,13 (0,07)*
Стала	32,4(8,2)**
Adj R sq.	0,8756
F	29,5**

Регресія найменших квадратів, залежна змінна-продуктивність праці у 2000 р. (продаж у тис. грн. на працівника), коефіцієнти (стнд. помилки), змінні власності у 2000 р. (% продажу), * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$

Результати для іноземної власності особливо стійкі. Рівняння 2 у Таблиці 5 пояснює продуктивність праці як значну лінійно-квадратичну функцію розміру іноземної власності в акціонерному капіталі. Підвищення іноземної частки власності має позитивний вплив на показники роботи до порогу в 39%, вище якого збільшення частки іноземної акціонерної власності починає мати слабший вплив. Якщо включити всі типи власності у регресію (рівняння 5), лише іноземна власність залишиться суттєво значущою з приблизно однаковим пороговим значенням (43%). Ми оцінювали такі ж рівняння для продуктивності праці у 1999 році, відповідний контроль та структуру власності у 1998 році (**Таблиця 7**).

Ми отримали суттєві результати знову для змінної іноземної власності з дещо нижчим критичними пороговими значеннями (32% для іноземної власності як єдиної змінної власності, 26% для іноземної власності у поєднанні з іншими типами власності).

Як можна інтерпретувати такий результат, згідно якого іноземна власність вище рівня, який значно не дотягує до переважаючої власності, чинить все менший позитивний вплив на показники роботи підприємства. Одним із пояснень цього, звичайно, може бути те, що іноземні власники також, будучи менш збалансованими акціонерами, купують контролюючий пакет акцій компанії і використовують свій вплив для викачування прибутків.

**Таблиця 7**

Регресії показників роботи у 1999 році

Дихотомічні галузеві змінні	γ^{**}	γ^{**}
Розмір, 1999 р.(зайнятість)	-0.0001 (0.0005)	-0.0006 (0.0005)
Число конкурентів	1.05 (0.8)	0.90 (1.1)
Продуктивність праці, 1998 р.	0.78 (0.04)**	0.75 (0.06)**
Бартер, 1998 р.	0.01 (0.005)*	0.02 (0.009)**
Державна власність	-	0.05 (0.11)
Державна власність в квадраті	-	-0.0002 (0.001)
Власність керівників	-	-0.20 (0.26)
Власність керівників у квадраті	-	0.004 (0.005)
Власність працівників	-	0.02 (0.13)
Власність працівників у квадраті	-	0.001 (0.001)
Власність укр. аутсайдерів	-	-0.11 (0.15)
Укр. зовн. власність у квадраті	-	-0.11 (0.15)
Іноземна власність	1.92 (0.8)**	2.59 (0.82)**
Іноземна власність у квадраті	-0.03 (0.01)**	-0.05 (0.01)**
Стала	-2.1 (4.5)	-5.0 (5.6)
Adj R sq	0.91	0.95
F	72.2**	53.6**

Регресії найменших квадратів, залежні змінні: продуктивність праці у 1999 році, коефіцієнти (стнд. помилки); змінні власності у 1998 році (% акцій), * $p < 0.1$; ** $p < 0.05$

Альтернативна інтерпретація, яку ми вважаємо правдоподібною, полягає в тому, що не-монотонність ефекту іноземної власності залежить від інституційного середовища, яке все ще несприятливе для переважаючої іноземної власності. У середовищі, в якому неформальні зв'язки, корупція, непередбачуваність регулювання та оподаткування, слабке примусове виконання контрактів через суди та ін. відіграють значну роль, іноземні інвестори як постачальники не лише фінансового капіталу, але й нової технології, менеджерського ноу-хау та можливостей прибуткового ринкового збуту матимуть більшу вигоду від альянсу з українськими партнерами, які знають особливості місцевого бізнесового середовища. Існують деякі свідчення на користь цієї інтерпретації. При проведенні дослідження у керівників запитували, чи перешкоджають розвитку бізнесу, а якщо перешкоджають, то наскільки (за чотирьохбальною шкалою) малі хабарі для уникнення застосування регулювань, для уникнення податків, або для отримання державних послуг; неефективне примушення виконання комерційних контрактів, підкуп арбітражних суддів, хабарі для впливу на законодавство та ін. Рівняння для показників роботи, які ми оцінювали по підгрупах тих фірм, які взагалі не вважають ці аспекти бізнесового середовища як



перешкоди, показують відсутність суттєвого впливу іноземної власності, в той час, як для додаткової підгрупи іноземної власності він є суттєвим та монотонним (**Таблиця 8**).

Таблиця 8
Регресії для підгруп

	Великі хабарі для впливу на законодавство	Великі хабарі для впливу на законодавство	Хабарі арбітражним суддям	Хабарі арбітражним суддям	Малі хабарі для уникнення регулювань чи сплати податків	Малі хабарі для уникнення регулювань чи сплати податків
	Не перешкода	Перешкода	Не перешкода	Перешкода	Не перешкода	Перешкода
Продуктивність праці, 1999 р.	0,70 (0,18)**	2,5 (0,35)**	0,66 (0,24)**	2,3 (0,32)**	0,84 (0,19)**	2,3 (0,3)**
Кількість працівників, 2000 р.	0,006 (0,008)	-0,003 (0,003)	0,002 (0,02)	-0,002 (0,003)	0,0005 (0,001)	-0,003 (0,003)
Дихотомічні галузеві змінні	Ү	Ү*	Ү	Ү*	Ү	Ү*
Число конкурентів, 2000 р.	-3,4 (4,9)	-4,4 (4,9)	-8,2 (7,3)	1,28 (4,4)	-2,9 (4,4)	-2,4 (4,3)
Бартер, 2000 р.	0,02 (0,08)	-,13 (0,11)	0,01 (0,14)	-0,16 (0,09)	-0,04 (0,13)	-0,11 (0,08)
Іноземна власність, 2000 р.	-8,1 (5,4)	3,56 (0,83)**	-4,2 (15,0)	2,6 (0,77)**	0,93 (1,0)	3,3 (0,71)**
Іноз. Власність 2000 р., у квадраті	0,48 (0,28)	-0,058 (0,01)**	0,27 (0,77)	-0,04 (0,01)**	-0,01 (0,01)	-0,053 (0,01)**
Стала	24,6 (17,3)	40,7 (21,7)*	32,2 (25,7)	13,2 (16,8)	4,8 (15,4)	24,3 (16,8)
Adj R sq.	0,785	0,802	0,734	0,749	0,672	0,794
F	11,2**	11,3**	7,0**	10,7**	8,7	13,3**
N	110	58	91	80	65	89

Регресія найменших квадратів, залежна змінна-продуктивність праці у 2000 р. (продаж у тис. грн. на працівника), коефіцієнти (стнд. помилки), змінні власності у 2000 р. (% акцій), *p<0,1; **p<0,05

Змінна іноземної власності також суттєва та не-монотонна для тих підгруп фірм, які повідомляють про нечасті випадки малої корупції і не є членам лобістської групи та вважають регулювання достатньо передбачуваним, в той час, як це не суттєво для показників роботи інших фірм (**Таблиця 9**). Це означає, що показники роботи підприємств, які значною мірою покладаються на обхід та маніпулювання адміністративними і юридичними правилами не отримують вигоди від іноземної власності.



Таблиця 9
Регресії для підгруп

	Нечаста мала корупція	Часта мала корупція	Досить передбачуване регулювання	Не передбачуване регулювання	Члени лобістських груп	Не-члени лобістських груп
Продуктивність праці, 1999 р.	1,2 (0,55)**	1,1 (0,29)**	1,1 (0,20)**	1,11 (0,14)**	0,66 (0,19)**	1,94 (0,28)**
Кількість працівників, 2000 р.	0,04 (0,01)**	-0,0004 (0,003)	-0,005 (0,006)	-0,005 (0,002)*	-0,0002 (0,003)	-0,008 (0,004)**
Дихотомічні галузеві змінні	γ	γ	γ	γ*	γ**	γ**
Число конкурентів, 2000 р.	0,71 (3,3)	-1,7 (3,4)	-2,6 (4,2)	-3,3 (1,9)	-4,3 (6,0)	-1,8 (2,7)
Бартер, 2000 р.	-0,09 (0,10)	-0,05 (0,04)	-0,10 (0,08)	-0,15 (0,03)**	-0,06 (0,15)	-0,14 (0,07)**
Іноземна власність, 2000 р.	28,9 (6,7)**	0,18 (0,74)	2,3 (0,90)**	-0,31 (0,48)	0,77 (4,7)	1,10 (0,56)**
Іноз. власність 2000 р., у квадраті	-0,60 (0,14)**	-0,002 (0,01)	-0,03 (0,01)**	0,024 (0,01)	-0,01 (0,01)	-0,01 (0,009)
Стала	-34,4 (18,8)*	-20,0 (17,5)	23,0 (13,8)	19,8 (14,5)	15,6 (18,4)	21,3 (11,1)*
Adj R sq.	0,850	0,610	0,644	0,95	0,805	0,642
F	11,3**	6,98**	9,8**	61,2**	9,6**	9,6**
N	92	80	91	79	54	147

Регресія найменших квадратів, залежна змінна-продуктивність праці у 2000 р. (продаж у тис. грн. на працівника), коефіцієнти (стнд. помилки), змінні власності у 2000 р. (% акцій), * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$

5 Резюме та висновки

В роботі досліджується вплив структури власності на показники роботи приватизованих (або, принаймні, корпоратизованих) українських підприємств. Дані були отримані в результаті проведення дослідження у 2001 році на 202 середніх та великих промислових підприємствах за період з 1998 по 2000 рік. Структура власності вимірювалась за відсотком акцій, якими володіє кожен тип власників (держава, керівники, працівники, українські сконцентровані зовнішні власники, іноземні власники), показники роботи вимірюються за допомогою продажу на працівника. На відміну від попередніх досліджень реструктуризації підприємств в Україні, проведеного Естроном та Розевером (1999 а, b), ми виявили суттєвий вплив структури власності на показники роботи у випадку власності керівників, працівників та іноземців. Ефекти власності нелінійні: вони збільшуються в діапазоні, нижчому від контрольного рівня акціонерної власності, і зменшуються, коли наближують до переважаючої власності. У випадку акціонерної



власності керівників та акціонерів ми пояснюємо цю не-монотонність акціонерними інтересами цих груп власників. Нелінійність ефектів іноземної власності, яка найбільш стійка, ми пояснюємо швидше інституційним середовищем, яке не сприятливе для переважаючої іноземної власності.

Бібліографія

- Akimova, I. and G. Schwödiauer (2001): Determinants of Enterprise Restructuring in Ukraine: The Role of Managerial Ownership and Human Capital. FEMM Working Paper 18, Magdeburg, University of Magdeburg.
- Demsetz, H. (1983): The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 375-390.
- Demsetz, H. and K. Lehn (1985): The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93, pp. 1155-1177.
- Djankov, S. and P. Murrell (2002): Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey. *Journal of Economic Literature*, 40, pp. 739-792.
- Estrin, S. and A. Rosevear (1999a): Enterprise Performance and Ownership: The Case of Ukraine. *European Economic Review*, 43, pp. 1125-1136.
- Estrin, S. and A. Rosevear (1999b): Enterprise Performance and Corporate Governance in Ukraine. *Journal of Comparative Economics*, 27, pp. 442-458.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen (1985): Organizational Forms and Investment Decisions. *Journal of Financial Economics*, 14, pp. 101-119.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Manne, H. (1965): Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 73, pp. 110-120.
- Meggison, W. and J. Netter (2001): From State to the Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. *Journal of Economic Literature*, 39, pp. 321-389.
- Nuti, D. M. (1997): Employeeism: Corporate Governance and Employee Share Ownership in Transitional Economies. In M. J. Blejer and M. Skreb (eds.), *Macroeconomic Stabilization in Transitional Economies*, Cambridge, Cambridge.