

## **ІНСТИТУЦІОНАЛІЗАЦІЯ РОЗВИТКУ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА ЕКОНОМІКИ**

*У статті розглядається актуальна проблема інституціоналізації розвитку корпоративного сектора. Приділяється увага забезпеченню стійкості корпорації через інституціоналізацію фондового ринку та ролі банків в інвестиційних процесах у корпоративному секторі економіки. Надається вирішальна роль загальним інституціональним умовам для ефективного функціонування корпорації.*

*Ключові слова: інституціоналізація, корпоративний сектор, дивіденди, корпоративні облигації, фондовий ринок, ліквідність фондового ринку.*

**Постановка проблеми.** Реформування економіки країни в останні десятиліття призвело до створення в ній потужного корпоративного сектора та інституту фондового ринку, за допомогою якого відбувається перерозподіл корпоративної власності, нагромадження капіталу та фінансування інвестицій. Процеси інтеграції в корпоративному секторі розглядаються поряд з процесами інтеграції фондових ринків. Вони гальмуються недосконалими загальними інституціональними умовами економічного розвитку. Це свідчить про недостатній рівень інституціоналізації економічних відносин у корпоративному секторі, необхідність вдосконалення інституціонального механізму функціонування фондового ринку, створення інституціональних умов для використання інвестиційного потенціалу кредитно-фінансової сфери, залучення комерційних банків до фінансування інвестицій у корпоративний сектор економіки через фондовий ринок тощо.

**Аналіз останніх публікацій.** Дослідженню інституціонального аспекту розвитку корпоративних відносин присвячені роботи А. Берлі, Д. Котца, Р. Коуза, Г. Мінза, Дж. Стиглиця, О. Уільямсона, Й. Шумпетера та ін. Останнім часом у роботах українських дослідників значна увага приділяється корпоративним відносинам та фондовому ринку в основному з позицій корпоративного управління. Серед них можна виділити роботи О. Батури, П. Буряка, В. Євтушевського, А. Мещерякова, В. Міщенко, Ю. Петруні, В. Рибалкіна, І. Сазонця та ін.

На сьогодні потребує уваги дослідження корпоративних відносин з позицій інституціональної теорії. Особлива увага має бути приділена інституціоналізації розвитку корпоративних відносин та створенню інституціональних умов для ефективного функціонування фондового ринку.

**Мета статті** полягає у визначенні особливостей інституціоналізації, які за умови існування інституту “влада – власність” забезпечують стійкість корпорації та її доступ до кредитно-фінансових ресурсів через використання фондового ринку та комерційних банків.

**Виклад основного матеріалу.** Розвиток корпоративного сектора економіки країни все більше визначається інтеграційними процесами на

основі залучення кредитних ресурсів і ресурсів фондових ринків, що ускладнюється серйозними інституціональними перешкодами. У цьому контексті до сьогодні маємо такі проблеми інституціонального характеру, як відсутність надійного інфорсменту контрактів та прав власності, корупцію, неефективну систему узгодження корпоративних суперечок тощо. Нерозв'язаною залишається проблема, яка має вирішуватися ще на початковому етапі ринкових перетворень. Це відсутність інституціонального розподілу між підприємницькою діяльністю та владою, що, з одного боку, дозволяє “своїм” корпораціям отримувати певні преференції від влади, а з іншого – руйнує правове поле, переводить звичайну конкуренцію в політичну площину, зменшує капіталізацію активів і заважає фондовому фінансуванню корпоративних підприємств. Така ситуація є наслідком існування в Україні специфічного інституту “влада–власність” [4, с. 5-7].

Використання інституту “влада–власність” в інтересах корпорації полягає в досягненні оптимального поєднання сили корпорації та можливостей, які надає наближеність чи віддаленість від влади, полегшенні доступу до кредитно-фінансових ресурсів, збільшенні обсягів її капіталу, розширенні меж її діяльності тощо. Досвід доводить, що зазначена оптимальність є основою для забезпечення стійкості корпорації в короткостроковій перспективі. Однак не може бути впевненості в її стійкості в довгостроковій перспективі, якщо майбутнє корпорації залежить від біржових спекулянтів і кон'юнктури. Для того, щоб послабити залежність від них, у діяльність корпорації можуть бути внесені корективи, які полягають у тому, що значну частину акцій можна реалізовувати не на біржі, де вони можуть перейти до будь-кого, а на основі прямих угод з іншими юридичними особами, причому в багатьох випадках продажі краще робити на взаємній основі. При цьому слід мати на увазі, що, незалежно від положень антимонопольного законодавства, корпорація сама може вибирати тих, хто буде тримати її акції. У цьому зв'язку зазначимо, що в Україні, де питома вага біржових угод на організованому фондовому ринку не перевищує 4-6 % усіх угод з цінними паперами, тобто більша частина фондового ринку перебуває в тіні, це є можливим. Із дев'яти існуючих фондових бірж тільки одна ПФТС працює в щоденному режимі, а обсяг біржових угод, укладених у 2007 р., на ПФТС становив 31,5 млрд. грн., або 94,3 % від загального обсягу торгівлі цінними паперами на всіх фондових біржах України [2, с. 384].

Інституціональний механізм фондового ринку забезпечує постійну ринкову переоцінку активів корпорацій, що дозволяє їм отримати додаткове зовнішнє фінансування в тому разі, якщо відбувається зростання ринкової оцінки їх активів. Сама по собі ринкова оцінка активів корпорацій часто є наслідком спекулятивних очікувань на фондовому ринку, які не завжди мають під собою реальні підстави, підкріплені результатами виробничої діяльності корпорацій. Така ситуація є свідченням того, що нефінансові корпорації знаходяться під значним впливом фондового ринку, а їх діяльність і навіть саме існування часто визначаються спекулятивними оцінками. Фондовий ринок як інститут інфраструктури ринку забезпечує

існування корпоративного сектора, вони тісно пов'язані між собою та не можуть існувати один без одного.

Для того, щоб мінімізувати наслідки спекулятивних коливань курсів акцій, забезпечити репутацію стійкої, надійної, беззбиткової корпорації, утворити потужне міжкорпоративне володіння акціями, яке мало залежить від біржової гри. Як наслідок, створюється вигідна для корпорації кумулятивність, коли її стійкість стає гарантією купівлі її акцій іншими, також стійкими корпораціями. Це посилює стійкість корпорацій покупців і продавців акцій. Це зовсім не означає, що акції не мають курсу, навпаки, корпорація-продавець зацікавлена в їх високому курсі.

Виявляється, що курс акцій може утворюватися не на основі високих дивідендів, а на основі стійкості тієї чи іншої корпорації. Дивіденди – це виплати акціонерам, і за інших рівних умов чим менше сплачується дивідендів, тим більше грошей залишається для поповнення активів корпорації. Оскільки корпорація намагається збільшити незалежність від біржових котировань, вона зацікавлена в тому, щоб стабільність курсів її акцій забезпечувалася не за допомогою високих дивідендів, а на основі її фінансових позицій, укріпленню яких сприяють низькі дивіденди.

Взагалі, проблема дохідності підприємств корпоративного сектора є надзвичайно складною. Корпораціям не завжди вигідно підвищувати дивіденди та збільшувати продажі акцій на біржовому ринку, тому вони обмежують відкритий продаж акцій, а інколи взагалі від нього відмовляються. Корпорація може тримати дивіденди на низькому рівні, але при цьому курси акції не лише не будуть падати, а й, навпаки, зростатимуть. Це відбувається тому, що акції, які купують з метою отримання доходу та для здійснення корпоративного контролю, є різними речами.

Корпоративний контроль встановлюється над капіталом і менеджментом даної корпорації для посилення її конкурентних позицій, а також для пом'якшення наслідків небезпечних для корпорації коливань кон'юнктури, що проявляється в коливаннях курсів акцій та значною мірою залежить від останніх. Очевидно, що зазначена стратегія має і певні недоліки. Вона не стимулює значну частину потенційних дрібних акціонерів інвестувати свої гроші в корпоративні цінні папери. Крім того, ще однією проблемою корпоративних відносин у країні є слабкий захист прав дрібних акціонерів. Хоча в нещодавно прийнятому Законі України "Про акціонерні товариства" зроблена спроба вирішити цю проблему юридичним шляхом [6, ст. 27-28].

Така стратегія поведінки корпорації виправдана тим, що інституціональна структура фондового ринку, який сформувався в країні, включає ще не розвинутий, але важливий ринковий інститут – інститут ліквідності. У теоретичному плані ліквідність ринку цінних паперів розглядається крізь призму онтологічної невизначеності майбутнього, що само по собі є достатньо складною теоретичною проблемою, спроба вирішення якої була зроблена в неокласиці. Вона виникла внаслідок відносної неефективності неокласичного ринку, асиметричності ринкової інформації, недосконалих умов контрактації тощо. Поява неоінституціональної теорії значною мірою зумовлена пошуком

шляхів розв'язання зазначеної проблеми через запровадження відповідних інститутів та інституціональних механізмів ринку.

Ліквідність слід розглядати як найбільш важливу інституціональну умову активізації зовнішнього фінансування інвестицій в корпоративному секторі економіки та необхідний чинник розвитку корпоративного сектора. Більш того, емпірично доведена пряма залежність між ліквідністю ринку цінних паперів і темпами економічного зростання в економіці. Пояснити це можливо тим, що ліквідність активів є важливим фактором їх ринкової вартості. Рівень ліквідності фондових інструментів визначає саме вторинний ринок. Чим краще організований вторинний ринок, тим продуктивніше виявляє себе первинний ринок – насамперед як джерело інвестиційних ресурсів. Таким чином, вторинний ринок завжди підтримує існування первинного.

Особливістю вітчизняного фондового ринку є невисокі інвестиційні рейтинги емітентів корпоративних цінних паперів. Корпоративні облігації, які випускаються під “загальне зобов'язання”, привертають увагу лише не схильних до ризику інвесторів. Тому для збільшення привабливості корпоративних облігацій для потенційних інвесторів необхідно зменшити їх кредитні ризики. Це може підвищити рейтинг облігацій у порівнянні з рейтингом корпорації-емітента, збільшити очікувану дохідність та зменшити вартість запозичення на фондовому ринку. Запровадження з 2006 року обов'язкового рейтингування облігацій та емітентів є важливим кроком у створенні дієвої системи захисту прав інвесторів та подолання необов'язковості у дотриманні принципів корпоративного управління.

Головне своє завдання, пов'язане з виконанням інвестиційної функції та забезпеченням розширеного відтворення, корпоративні цінні папери поки що не виконують, тому комерційні банки відіграють важливу роль інституціональних інвесторів корпоративного сектора економіки. Вони займаються перетворенням заощаджень в інвестиції, виробляють та реалізують довгострокову інвестиційну політику, визначають пріоритетні напрями кредитування виробництва. Кредитно-банківська система активно впливає на розвиток корпоративного сектора економіки, задовольняючи його потреби в грошах і кредитах. Так, за 2002-2007 рр. грошова маса збільшилася майже в 6 разів, монетизація ВВП – в 1,7 раза, залучені ресурси комерційних банків зросли більш як у 5 разів, кредитні вкладення в економіку – в 6,5 разів, крім того, банки є активними учасниками фондового ринку [3, с. 11].

Незважаючи на таку тенденцію, фінансування інвестицій лише незначною мірою відбувається за рахунок капіталізації нагромаджених в кредитній системі засобів. Сьогодні кредитна система України не забезпечує в необхідному обсязі процес фінансування та активізацію інвестиційних процесів в економіці. Питома вага кредитів банків, спрямованих на фінансування інвестицій у загальній сумі інвестиційних ресурсів, спрямованих в економіку України, становить приблизно 8 %. Навіть в останні роки, коли вдалося досягти достатньо стійких темпів економічного зростання, яке певною мірою було забезпечено позитивною динамікою інвестицій,

кредитна активність була низькою. Таку ситуацію можна пояснити тим, що значна частина кредитів спрямовується на задоволення поточних потреб господарювання, які мають тенденцію до збільшення.

Банківські кредити є найбільш поширеним інструментом залучення комерційних банків до операцій в реальному секторі економіки та умовою розширеного відтворення у ньому. Домінування такої форми фінансування корпоративного сектора економіки комерційними банками можна пояснити бажанням банків виступати в ролі кредитора, а не акціонера. Пояснити таку поведінку банків можна недосконалістю зазначених вище інституціонально-правових умов функціонування корпоративного сектора, що робить його недостатньо привабливим для будь-яких інвесторів.

Крім цього, слід зазначити ще один чинник стримування розвитку корпоративного підприємництва – це заборона банкам володіти більш ніж 10 % акцій промислових підприємств. Водночас законодавством України не поширюються обмеження щодо внесків банків у статутні капітали інших підприємств та організацій учасників фінансово-промислових груп (ФПГ) у частині інвестування коштів у розробку, розвиток і модернізацію виробництва кінцевої або проміжної продукції. Придбані банками корпоративні права власності та інші майнові права в цих випадках зберігаються за ними після реорганізації або ліквідації ФПГ [5, с. 43].

Таким чином, перспективи участі в капіталі нефінансових корпорацій мають всі підстави розглядатися комерційними банками як невизначені в найближчому майбутньому. Цей висновок підтверджується тим, що банки не проявляють помітного інтересу до придбання корпоративних прав у вигляді акцій, а віддають перевагу операціям з корпоративними облігаціями.

Для підприємств корпоративного сектора використання корпоративних облігацій, а не акцій є найбільш безпечним способом залучення коштів з метою фінансування інвестицій. У 2001 році корпоративні облігації зайняли друге місце за обсягами випуску серед цінних паперів в Україні, починаючи з 2003 року – перше місце за обсягами продажу на фондовому ринку. Зазначимо, що основним покупцем корпоративних облігацій (до 90 %) є комерційні банки, діяльність яких на фондовому ринку значною мірою визначає масштаби його функціонування. Дохідність облігацій корпоративного сектора економіки є значною і в 2005 році перевищила дохідність банківського сектора [1, с. 127].

Небажання багатьох банків виступати в ролі акціонера корпорацій реального сектора економіки проявляється також у тому, що вони віддають перевагу кредитним операціям з метою мінімізації трансакційних витрат, а також внаслідок існування значних ризиків, пов'язаних з недосконалим інфорсментом прав власності та контрактів у корпоративному секторі економіки.

У той же час обмеження дохідності та ліквідності фондового ринку, непрозорість джерел формування економічного результату корпорацій, завищені витрати зі збору та аналізу інформації незалежними інвесторами призвело до того, що входження кредитно-банківських установ до системи

власності та довірчих зв'язків корпоративних об'єднань дозволило їм інституціоналізувати власні інформаційні переваги над зовнішніми інвесторами.

Інституціоналізація відносин корпоративної власності забезпечує фіксацію існуючих майнових інтересів та контроль над усім технологічним ланцюгом. Наприклад, створення вертикально інтегрованих структур на основі корпоративних зв'язків у металургійному комплексі країни забезпечує майновий та фінансовий контроль у ланцюзі “електроенергетика – гірничозбагачувальні комбінати – металургійні комбінати – експорт”, що дозволяє ефективно забезпечити роботу на експорт і мінімізувати податкове навантаження. У такій схемі фондовий ринок являє собою інституціональний механізм формалізації ефекту від масштабу, отриманого шляхом вертикальної та горизонтальної інтеграції корпоративних підприємств, хоча в певному сенсі можна говорити про відновлення колишніх галузевих і міжгалузевих зв'язків на основі приватної власності.

**Висновки.** У реальному секторі економіки та на фондовому ринку існують різні принципи формування очікувань щодо прибутковості інвестицій, що передбачають наявність відмінних інституціональних механізмів ціноутворення на активи, в основі яких знаходяться різні моделі поведінки та мотивації економічних суб'єктів. Якщо для корпорацій придбання активів потребує довгострокової оцінки власної безпеки, можливого зростання, майбутньої кон'юнктури попиту на продукцію, похідного попиту на виробничі ресурси та поліпшення свого статусу, то фінансові інвестори орієнтовані на урахування факторів короткострокової дії, які визначаються насамперед спекулятивною діяльністю на фондових ринках.

З точки зору інституціональної теорії інституціоналізація кредитно-фінансової сфери є умовою подолання недорозвиненості фінансових ринків на сучасному етапі становлення корпоративних відносин та прискорення економічного розвитку. В інституціональному механізмі функціонування корпоративного сектора економіки діють не лише інститути кредитно-фінансової сфери, які являють собою елемент ринкової інфраструктури, а й інститути, які забезпечують прозорість відносин власності, господарських угод, інфорсмент прав власності та фінансових контрактів, формування культури контрактних відносин, сприяють підприємницькій ініціативі та мотивації. Відмічені процеси у кредитно-фінансовій сфері економіки країни є відображенням інституціональних тенденцій у корпоративному секторі, пов'язаних з процесом перерозподілу та специфікації власності.

### *Список літератури*

1. Бикова, А. А. Нагромадження капіталу в процесі економічного розвитку (історія, форми, інститути) [Текст] : монографія / А. А. Бикова, О. Ф. Івашина. – Дніпропетровськ : Наука та освіта, 2007. – 167 с.
2. Господарик, В. А. Інноваційні тенденції на фондових ринках Європи та шляхи створення цивілізованої моделі фондового ринку України [Текст] / В. А. Господарик // Макроекономічне регулювання інвестиційних процесів та впровадження стратегії інновативно-інноваційного розвитку в Україні : матеріали міжнар. наук.-практ. конф.,

- м. Київ (23-24 жовтня 2008 р.) : у 3 ч. / РВПС України НАН України. – К. : РВПС України НАН України, 2008. – Ч. 1. – 396 с.
3. Дзюблюк, О. Стратегія монетарної політики Національного банку України та її вплив на економічний розвиток [Текст] / О. Дзюблюк. – 2008. – № 1. – С. 8–15.
  4. Кіндзерський, Ю. Інституціональні аспекти відтворення у контексті структурних трансформацій [Текст] / Ю. Кіндзерський // Економіка України. – 2007. – № 1. – С. 4–11.
  5. Мещеряков, А. Створення фінансово-промислових груп у контексті проблем розвитку банківської системи України [Текст] / А. Мещеряков // Вісник Академії митної служби України. – 2007. – № 2. – С. 41–46.
  6. Про акціонерні товариства [Електронний ресурс] : Закон України від 17.09.2008 № 514-VI. – Режим доступу : [http:// zakon. rada. gov.ua](http://zakon.rada.gov.ua).

#### *Summary*

The important problem of institutionalization of corporate sector development is examined in the article. The issue of resilience of corporation through the institutionalization of fund market and role of banks in investment processes in the corporate sector of economy is investigated. The determining role of general institutional conditions for the effective functioning of corporation is proved.

Отримано 25.03.2009

Івашина, О.Ф. Інституціоналізація розвитку корпоративного сектора економіки / О.Ф. Івашина // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць.- Суми: УАБС НБУ, 2009.- Вип. 25.- С. 301-309.