

5. Постоянные изменения методик определения объемов межбюджетных трансфертов свидетельствуют о том, что данные механизмы являются новыми, отсутствует опыт их наработки, и оптимальное решение еще не найдено. Вместе с тем, Кабинет Министров Украины наглядно демонстрирует стремление к совершенствованию организации межбюджетных отношений, внедрению новых механизмов расчета трансфертов, поиску новых решений.
6. Механизмы расчета объема межбюджетных трансфертов достаточно громоздки, подвержены определенной субъективности, практически не используют экономические стимулы и нуждаются в дальнейшем совершенствовании.
7. Представленные в Бюджетном Кодексе разграничение доходных бюджетных источников между государственным и местными бюджетами и механизмы бюджетного выравнивания, на наш взгляд, далеко не оптимальны и нуждаются в дальнейшем совершенствовании.

#### Источники и литература

1. Д. Норт. Вклад неинституционализма в понимание проблем переходной экономики. <http://www.wider.unu.edu/northpl.htm>
2. Бушмин Е. Роль и место бюджетных процедур в системе государственных финансов // Вопросы экономики. – №5. – 2003. – С. 42– 49.
3. Р. Нуреев. Теория общественного выбора. Учебно-методическое пособие. Глава 12. Конституционная экономика // Вопросы экономики. – №7. – 2003. – С. 110– 127.
4. Бюджетный Кодекс Украины: Закон Украины от 21 июня 2001г. №2542–III // Голос Украины – 2001г. 24 июля.
5. Про затвердження Формули розподілу обсягу міжбюджетних трансфертів (дотацій вирівнювання та коштів, що передаються до державного бюджету) між державним бюджетом та місцевими бюджетами: Постанова Кабінету Міністрів України від 5 вересня 2001р. N 1195.

**Боднер Г.Д., Кусый М.Ю.**

#### **РЕФЛЕКСИВНАЯ СВЯЗЬ МЕЖДУ ХАРАКТЕРОМ КОРПОРАТИВНЫХ ОТНОШЕНИЙ И РАЗВИТИЕМ ФОНДОВОГО РЫНКА**

Реформирование экономики Украины направлено на развитие рыночных отношений во всех отраслях народного хозяйства. При этом одной из составляющих рынка как целостной системы является фондовый рынок, эффективное функционирование которого позволяет достичь высоких темпов развития экономики за счет привлечения инвестиций в наиболее перспективные и быстроразвивающиеся отрасли. При этом основная масса ценных бумаг, обращающихся на фондовом рынке, эмитирована корпорациями. В связи с этим в последнее время в Украине пристальное внимание уделяется развитию норм корпоративного управления, что в свою очередь, свидетельствует об актуальности данного исследования [1, 2, 3, 6].

В [2, стр. 237–240] рассмотрены две основные системы корпоративного управления – инсайдеров и аутсайдеров. Сравнительная характеристика аутсайдерской и инсайдерской систем представлена в таблице 1.

Рассмотрим сначала результаты внедрения этих систем.

В Японии и большинстве стран Европы в основном используется инсайдерская система корпоративного управления. Это объясняется тем, что контрольные пакеты акций подавляющего большинства корпораций этих стран находятся в руках финансово-промышленных групп (ФПГ).

**Табл. 1.** Сравнительная характеристика аутсайдерской и инсайдерской систем

Англо-американская модель (аутсайдерская система)	Западноевропейская и японская модели (инсайдерская система)
<b>ПРЕИМУЩЕСТВА</b>	
Ориентация на повышение стоимости компании, ее прибыльности в краткосрочном периоде; Высокая гибкость систем управления; Приспособление компании к мобильности внешней среды; Инновационность и достаточная рисковость проектов.	Ориентация на долгосрочное развитие компаний; Стабильность внутренних и внешних для компании факторов; Небольшие риски банкротств и разрушительных «конфликтов интересов»; Стабильные партнерские отношения в группе акционеров-инсайдеров (стратегические альянсы); Эффективный контроль за инсайдерами, в частности за менеджерами компании.
<b>НЕДОСТАТКИ</b>	
Характеризуется вражескими слияниями и поглощениями (по некоторым оценкам - 50% всех слияний и поглощений); Переоцененный фондовый рынок и как следствие - «перегретая» экономика.	Темпы роста и прибыльность японских компаний ниже, чем американских; Слабое внедрение инвестиционных проектов.

Источник: [3, стр. 238]

Поэтому корпоративное управление в таких корпорациях формируется с учетом интересов ФПГ. При этом интересы миноритарных акционеров (в т.ч. акционеров-нерезидентов), как правило, игнорируются. За счет такой структуры корпоративных отношений формируется финансово-экономическая стабильность ФПГ, которые зачастую и являются инициаторами учреждения той или иной корпорации для осуществления поставленных перед ФПГ целей. При этом внешние финансовые ресурсы для создания имущественного комплекса вновь создаваемой корпорации, как правило, не привлекаются: уставный фонд новых корпораций формируется за счет взносов членов ФПГ.

Как правило, отмечается ключевая роль банков из ФПГ в представительстве и контроле на уровне всех компонентов корпоративного управления и финансирования (структура управления строится на основе аффилированных отношений банков и корпораций).

Кроме того, в этих странах наблюдается слабый уровень развития биржевого и внебиржевого фондового рынка (в первую очередь, по нашему мнению, из-за слабой мотивации приобретения акций корпораций, где ФПГ играют роль «первой скрипки», для потенциальных инвесторов).

Англо-американская модель же ориентирована, в первую очередь, на массового инвестора. Экономика этих стран переживала бум в XVIII-XIX столетиях в том числе и потому, что развивалось корпоративное движение, в котором за счет мелких инвесторов быстро аккумулировался стартовый капитал для строительства железных дорог, промышленных объектов, средств связи и т.д. Это, в частности, позволило США за короткие сроки сформировать национальную высокоразвитую промышленность, начиная с нуля.

В ментальность жителей стран, где доминирует инсайдерская модель корпоративного управления, одной из составляющих входит наличие в стране разветвленной сети брокерских контор (по экспертным оценкам каждый третий американец активно «играет» на фондовом рынке). Это, в свою очередь, способствует развитию таких фондовых бирж как Чикагская, Нью-Йоркская, Филадельфийская, Лондонская, активная деятельность которых – на слуху у всего мира (при этом мало кто знаком с деятельностью фондовых бирж Японии и большинства стран Европы).

Следует сказать, что уровень разрешенности внутрикорпоративных конфликтов существенно зависит от многих факторов (а наличие внутрикорпоративных конфликтов и их своевременное и эффективное разрешение значительно влияет на вклад таких корпораций в ВВП, на их рыночную стоимость и на уровень эффективности инвестиций в такие корпорации): уровня развития корпоративных отношений, уровня их прозрачности, как в пределах одной корпорации, так и в пределах страны, уровня защищенности прав акционеров в существующем законодательно-нормативном поле, в котором функционируют корпорации и многих других.

Среди этих факторов существенное место занимает уровень развития и диверсификации национального фондового рынка, о чем будет говориться ниже.

В таблице 2 представлены факторы, влияющие на развитие фондовых бирж.

Рассматривая факторы из таблицы 2, можно сделать вывод об основных тенденциях развития национальной экономики.

В Программе развития фондового рынка Украины на 2001-2005 годы [3] указано, что ликвидный, надежный и прозрачный фондовый рынок должен обеспечивать реализацию национальных интересов Украины, способствовать усилению экономического суверенитета, в том числе путем:

- способствования поступления инвестиций в реальный сектор экономики;
- создания эффективной системы защиты прав и интересов инвесторов;
- создания благоприятных условий для развития институтов совместного инвестирования, в том числе негосударственных инвестиционных фондов;
- разработки эффективной системы организованной торговли, которая должна определять рыночную стоимость ценных бумаг отечественных эмитентов;
- концентрации и централизации торговли корпоративными ценными бумагами украинских эмитентов на организованном рынке на принципах конструктивной конкуренции и инновации.

Целью настоящей статьи является выявление рефлексивной (подробнее о рефлексивности см. в [5]) связи между характером корпоративных отношений и направлениями развития отечественного фондового рынка. Под рефлексивностью в рамках данной статьи условимся понимать взаимное влияние (в основном итерационного характера) двух объектов (в данном случае фондового рынка и доминирующей системы корпоративного управления) друг на друга по нижеследующей схеме.

Сравнивая интересы Украины, задекларированные в [3], а также позитивные факторы из таблицы 2, можно с уверенностью сказать, что современный украинский фондовый рынок большей частью продвигается (из-за перекоса в сторону инсайдерской модели корпоративного управления) в сторону от задекларированных в [3] направлений развития фондового рынка.

Рассматривая преимущества и недостатки обеих систем корпоративного управления, представленные в табл. 1, а также факторы развития биржевого дела, представленные в табл. 2, попытаемся определить, к какой из систем корпоративного управления и к каким стратегическим направлениям развития экономики тяготеет Украина.

Табл. 2. Факторы, влияющие на развитие фондовых бирж

Позитивные факторы	Негативные факторы
<ul style="list-style-type: none"> <li>• стремление страны вывести экономику из кризисного состояния;</li> <li>• обеспечение экономического роста;</li> <li>• развитие отраслей реального сектора экономики;</li> <li>• увеличение доходов населения;</li> <li>• повышение степени социальной защиты населения;</li> <li>• потребность народного хозяйства в инвестициях;</li> <li>• наличие теории трансформации сбережений в инвестиции;</li> <li>• потребность в механизме, позволяющем перераспределять временно свободные ресурсы между секторами экономики;</li> <li>• наличие внутреннего спроса на ресурсы.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• преобладание в структуре промышленного и народного потребления импортных товаров;</li> <li>• миграция капитала (внутренняя и внешняя);</li> <li>• наличие сектора теневой экономики;</li> <li>• слабая правозащитная база;</li> <li>• незащищенность инвесторов на фондовом рынке;</li> <li>• нелегальное распределение капитала и материальных ресурсов;</li> <li>• риск экономических и финансовых операций;</li> <li>• неразвитость фондового рынка;</li> <li>• слабая инвестиционная база;</li> <li>• политическая нестабильность;</li> <li>• отсутствие механизма трансформации сбережений в инвестиции;</li> <li>• недостатки в развитии кредитно-финансовой системы;</li> <li>• перекосы в структуре экспортно-импортного баланса;</li> <li>• ошибки в реформировании реального сектора экономики;</li> <li>• неподготовленная приватизация государственной собственности;</li> <li>• ошибки государства в эмиссии ценных бумаг;</li> <li>• недоверие к операциям на фондовом рынке и фондовым биржам;</li> <li>• низкая инвестиционная активность юридических и физических лиц;</li> <li>• отсутствие инвестиционной культуры.</li> </ul>

Источник: [4, стр. 67]

При инсайдерской модели корпоративного управления имеем следующую итерационную схему рефлексивности:

- 1) Скупка контрольного пакета акций (более 50%);
- 2) Изменение доминирующей системы корпоративного управления в корпорациях с аутсайдерской на инсайдерскую с учетом, прежде всего, интересов нового собственника;
- 3) Выбытие акций корпорации с инсайдерской моделью корпоративного управления из листинга вследствие снижения мотивации инвесторов в приобретении таких финансовых инструментов;
- 4) Снижение уровня конкуренции в борьбе за контрольные пакеты акций и, как следствие, снижение активности биржевого фондового рынка;
- 5) Снижение эффективности фондового рынка как регулятора инвестиционных процессов в стране, что к слабой инфраструктуре рынка ценных бумаг и, как следствие, к снижению активности всех участников биржевого фондового рынка.
- 6) Повышение активности внебиржевого фондового рынка, приводящее к повышению возможности скупать контрольные пакеты акций на бесконкурентной основе.
- 7) = 1) – Итерационный цикл повторяется...

Альтернативная схема (при доминирующей аутсайдерской модели корпоративного управления) выглядит следующим образом:

- 1) Борьба эмитентов за включение их ценных бумаг в биржевой листинг путем повышения уровня и прозрачности корпоративного управления и улучшения финансовых показателей деятельности предприятия;
- 2) Повышение интереса со стороны инвесторов к ценным бумагам эмитента (прежде всего, выражается в повышении биржевой активности по таким ценным бумагам);
- 3) Попадание в биржевой листинг ценных бумаг эмитента вследствие повышения мотивации инвесторов в приобретении таких финансовых инструментов;
- 4) Повышение уровня конкуренции в приобретении ценных бумаг эмитента и, как следствие, повышение активности биржевого фондового рынка;
- 5) Снижение привлекательности внебиржевого фондового рынка, приводящее к снижению возможности скупать контрольные пакеты акций на бесконкурентной основе;
- 6) Общее улучшение инвестиционного климата в стране и повышение роли биржевого рынка в торговле ценными бумагами.
- 7) Ценные бумаги действительно становятся финансовыми инструментами для привлечения инвестиций, а не (как это происходит в предыдущей рефлексивной схеме) способом стать полновластным хозяином предприятия.
- 8) Повышение эффективности фондового рынка как регулятора инвестиционных процессов в стране приводит к повышению активности на фондовом рынке институтов совместного инвестирования, негосударственных пенсионных фондов, частных инвесторов. В свою очередь, это приведет к совершенствованию инфраструктуры рынка ценных бумаг и, как следствие, к повышению активности всех участников фондового рынка.
- 9) = 1) – Итерационный цикл повторяется...

Рассмотрим, как осуществлялись эти процессы в Украине до 2006 года.

Становление отечественной модели корпоративного управления связано с влиянием ряда факторов, определяющих ее характеристики. Одним из самых важных из них, безусловно, является приватизация. Не рассматривая ее положительные аспекты, которые, конечно, присутствуют, отметим, что негативное влияние на дальнейшее развитие экономики страны оказывали не столько методы приватизации, сколько слабость рыночных институтов, которые должны были обеспечивать текущую и перспективную его эффективность, и прежде всего абсолютная слабость фондового рынка на тот момент.

Как известно, на первом, сертификатном, этапе приватизации главными действующими лицами были работники предприятия и его менеджмент, которые пользовались определенными льготами при продаже акций. Все это способствовало беспрецедентному по масштабам распределению акций среди мелких собственников: на 48 аукционах за приватизационные имущественные сертификаты (ПИС) были реализованы 3 029 906 ПИС и на 30 специализированных аукционах – 51 475 761 компенсационный сертификат. Причем, за один приватизационный сертификат были приобретены в среднем акции на 124,84 грн., за компенсационный сертификат – на 28,25 грн. Анализ данных о величине предлагаемых пакетов акций акционерных обществ и их доли в суммарном фонде приватизированных предприятий в течение 1995-1999 гг. свидетельствует о выраженной тенденции к их снижению. Если в 1995 г. доля предложенных к продаже пакетов в суммарном уставном фонде составляла 25%, то в 1997г. – 13,5%, в 1999 – лишь 11,3% [6, с. 9].

Учитывая специфику отечественного законодательства, не трудно сделать вывод, что такие пакеты не могли позволить сконцентрировать их покупателям достаточные руководящие полномочия и установить контроль над предприятием. По этим признакам можно судить о приближении отечественного реального состояния корпоративного управления в то время к англо-американской модели. Но присущая этой системе значительная роль фондового рынка не срабатывала, как в сфере финансирования, так и для обеспечения механизмов контроля со стороны акционеров. В период массовой сертификатной приватизации не существовало и действенной системы раскрытия информации акционерными обществами.

На втором этапе приватизации, за денежные средства, большинство покупателей (а это были представители крупного, как отечественного бизнеса, окрепшего к тому времени, так и российского, с отдельными представителями дальнего зарубежья) стремилось приобрести максимально возможный пакет акций, дополнительно формируя его на вторичном рынке. Следует отметить, что круг участников денежной приватизации является достаточно ограниченным - это известные финансово-промышленные группы, которые могут противостоять иностранным претендентам.

Если проанализировать сложившуюся постприватизационную ситуацию с точки зрения становления национальной модели корпоративного управления, то можно выявить черты, присущие как англо-американской (аутсайдерской), так и японской и западно-европейским (инсайдерским) моделям. Но стремление крупных собственников «закрывать» принадлежащие им предприятия от внешних инвесторов, игнорирование возможностей фондового рынка для привлечения капиталов, пренебрежение интересами мелких акционеров свидетельствует о тяготении к последней из названных моделей, то есть инсайдерской.

Особая роль в существующей модели корпоративного управления отводится государству, причем не всегда это влияние находится в рамках общепринятых цивилизованных отношений государства и бизнеса. С точки зрения регулятивного влияния государство, несмотря на тенденцию снижения количества акционеров, должно обеспечить максимальное соблюдение их прав (в первую очередь, миноритарных акционеров).

Мировой опыт небезосновательно доводит, что даже самая совершенная инсайдерская модель корпоративного управления со временем все больше перенимает признаки аутсайдерских, рыночных моделей. При этом не надо исключать и противоположного процесса, в том числе и в Украине, особенно в связи с наличием значительной экспортной направленности самых крупных отечественных предприятий. С другой стороны, работа на международных рынках требует четкого соблюдения установленных там правил игры, среди которых обеспечение прав акционеров, прозрачность находятся не на последнем месте.

Характеристика уровня развития фондового рынка, и, в первую очередь, организованного рынка, его состояния в стране также свидетельствуют о доминирующей модели корпоративного управления.

К каким же последствиям на фондовом рынке привели описанные выше приватизационные процессы в Украине?

За последние несколько лет в стране появилось много собственников крупных пакетов акций отечественных эмитентов. Вот несколько примеров скупки контрольных пакетов акций:

- ФПГ «Росалюминий» – владелец контрольного пакета акций ОАО Николаевский глиноземный завод;
- ФПГ «Миттал стил» – ОАО «Криворожсталь»;
- ФПГ «Райффазен» – АК АППБ «Аваль»;
- Национальный резервный банк России – ЗАО Пансионат «Море»;
- ФПГ «SEB» (Швеция) – АБ «Ажио»;
- ФПГ System Capital Management – Горнообогатительные комбинаты (ГОКи);
- Компания «АВК» – кондитерские фабрики;
- ФПГ «Петрокоммерц» – «Ориана» и Калушское химобъединение.

Не оставили без внимания процесс выкупа контрольных пакетов акций ФПГ «Приват», ФПГ «Финансы и кредит», ФПГ «Лукойл» и другие.

В контексте такой картины в структуре собственности украинских эмитентов рассмотрим проблемы современного фондового рынка.

Рассматривая динамику объема торгового оборота всего рынка ценных бумаг, характеризующегося постоянным ростом, необходимо отметить значительное снижение объемов организованного рынка. Так, если первый из названных показателей увеличился с 1999 по 2004 год в 19,1 раза, с 16,8 до 321,3 млрд. грн., то удельный вес объемов организованного рынка в общем объеме торгового оборота отечественного рынка ценных бумаг снизился с 11,3% в 1999 г. до 1,7% в 2003 г. В 2004 году наблюдается рост данного показателя до 2,9%, но это значительно ниже его значений, сложившихся в предыдущие годы [7].

Что же касается биржевого рынка, то динамика соответствующих показателей характеризует его положение как близкое к критическому. Доля торгового оборота биржевого рынка в общем объеме торгового оборота организованного рынка ценных бумаг снизилась с 47,2 в 1999 г. до 8,9% в 2003 г. и в торговом обороте всего рынка ценных бумаг, соответственно, с 5,4 до 0,16%. При этом необходимо отметить, что количество фондовых бирж увеличилось с пяти в 1999 г. до восьми в 2003 г., однако общий торговый оборот бирж снизился за этот период почти в 3 раза. В 2004 г. положение на организованном и на биржевом рынках несколько улучшилось, что в большой степени связано с ростом объема торгового оборота всего рынка ценных бумаг с 203 млрд. грн. в 2003 г. до 321,3 млрд. грн. в 2004 г., то есть в 1,58 раза [7].

Сделаем некоторые выводы из вышесказанного:

- постприватизационная ситуация на фондовом рынке Украины можно охарактеризовать как период доминирования инсайдерской модели корпоративного управления;
- последние внутрикорпоративные конфликты (Никопольский завод ферросплавов, Криворожский металлургический комбинат и др.) показали - насколько остро стала проблема эффективного корпоративного управления и его доминирующей модели в стране;
- усиление позиций ФПГ в структуре корпоративной собственности не только приводит к усилению монополизма, но и к ослаблению активности фондового рынка (в первую очередь биржевого и организационно оформленного внебиржевого рынка);
- повышение прозрачности корпоративных отношений и эффективности работы фондового рынка будет способствовать появлению класса эффективных собственников без существенного ущерба для миноритарных акционеров;
- повышение прозрачности фондового рынка приведет к объективному участию в продаже пакетов акций, находящихся сейчас в руках государства (по состоянию на начало 2003 г. количество акционерных обществ с государственной долей от 25% + 1 акция равняется 794, с государственной долей от 50% + 1 акция – 354 [2]), что существенно повысит международный имидж нашей страны.

### Источники и литература

1. Национальные принципы корпоративного управления Украины (утверждены решением ГКЦБФР № 571 от 11 декабря 2003 г.) // ssmssc.gov.ua.
2. Задахайло Д.В., Кібенко О.Р., Назарова Г.В. Корпоративне управління. – Х.: Еспада, 2003. – 688 с.
3. Программа развития фондового рынка Украины на 2001-2005 годы // газета «Цінні папери України». - № 52 (140) от 28.12.2000 г.
4. Чалдаева Л.А. Теоретические и методологические аспекты исследования механизма функционирования фондовой биржи // Финансы и кредит (Россия). – № 4 (118) 2003г., – с. 66–80.
5. Сорос Дж. (George Soros). Алхимия финансов. – М.: Инфра-М, 1996. – 415 с.
6. Стеценко Б. Становлення вітчизняної моделі корпоративного управління в контексті світового досвіду// Цінні папери України. – 2004, №29. – С. 8–9.
7. ssmssc.gov.ua.

### Ломаченко Т.И.

### КЛАССИФИКАЦИОННЫЕ КОНЦЕПЦИИ ИННОВАЦИОННОГО РАЗВИТИЯ

Большинство ученых и специалистов в вопросе о состоянии современного категориального аппарата теории инноваций выражают мнение, что необходимо определиться с самим термином инновация. Если проследить развернутый понятийный аппарат, предлагаемый учеными для описания теории инноваций, то он базисно предопределяется смысловым контекстом, заложенным в термине инновация.

Статья является составной частью научных разработок, которые входят в план НИР Крымского института бизнеса.

Целью статьи является уточнить терминологию используемую в современной научной литературы по вопросу сформированного категориального аппарата теории инноваций.

Задачами является:

1. Обосновать используемый концептуальный базис построения категории инновация.
2. Разграничить предметную область применения определений в отношении категории.

Анализ литературных источников:

Вопросы состояния современного категориального аппарата теории инноваций были рассмотрены в работах: Краюшкина О.В.[1], Водачек Л., Водачкова О.[2], Завлина П.Н. [3], Чухно А.А. [4].

Однако в этих работах не предложен результат формализации категориального аппарата теории инноваций.

Большинство ученых и специалистов при вступлении в дискуссию по вопросу что есть инновация,