

Можна стверджувати, що значною мірою економічна відсталість у світі пояснюється браком взаємної довіри,
Нобелівський лауреат Кен Арроу¹

Детермінанти корпоративного управління: свідчення перехідних економік (на рівні фірм), Україна²

ВІТАЛІЙ ЖЕКА*

АНОТАЦІЯ. У статті робиться спроба емпіричного дослідження детермінант вибору практики корпоративного управління корпораціями на ринку країн з перехідною економікою. У дослідженні представлено факти на рівні фірм з використанням фінансових та урядових даних про Україну. Зокрема, аналізуються фактори, які впливають на загальний рівень, а також окремі елементи корпоративного управління. Серед таких елементів ми розглядаємо права власників, прозорість, незалежність ради правління, незалежність керівника та власність. У цілому, ми вважаємо, що регуляторні галузеві чинники та фактори на рівні фірм є важливими, що відповідає попереднім дослідженням в інших країнах. Порівнюючи результати даного дослідження з попереднім³, ми дійшли висновку, що уряд у змозі забезпечити виконання та провести в життя кращі практики корпоративного управління в економіці, що зробило б українські підприємства привабливішими для іноземних інвестицій.

КЛЮЧОВІ СЛОВА. Корпоративне управління, права власників, прозорість, розкриття інформації, рада директорів, власність, структура власності, трансформація, довіра, етнічні розбіжності, релігія, політичне розшарування.

Вступ

У цій статті досліджено детермінанти практики корпоративного управління на рівні фірм у країні з перехідною економікою — Україні. Ми використовуємо індекси корпоративного управління, сконструйова-

* Віталій Жека працює в Українській групі продуктивності та ефективності (UPEG) в EERC/EROC та Львівській комерційній академії, к. 317, вул. Братів Тершаківців 2а, Львів, 79005, Україна, vzheka@eerc.kiev.ua. Наукові інтереси автора включають корпоративне управління та фінанси, теорії фірм, аналіз продуктивності та ефективності, міжнародну торгівлю. Його дослідження наявні у мережі наукових досліджень Social Science Research Network (SSRN) за адресою: <http://ssrn.com/author=574037>. В. Жека закінчив магістерську програму з економіки EERC в Києві та працює над кандидатською дисертацією у Львівській комерційній академії.

¹ Arrow, Kenneth, 1975, «Gifts and Exchanges», in *Altruism, Morality and Economic Theory*, edited by Edmund Phelps, New York: Russel Sage Foundation, pp. 13—28.

² Роботу над цією статтею підтримано індивідуальним грантом для молодих вчених № 04-83-3366 від INTAS.

³ Zheka V., «Corporate Governance and Firms' Performance in Ukraine» (March 2006). *CERT Discussion Paper*, DP06/05, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=877913>

© Віталій Жека, 2007

ні в дослідженні впливу корпоративного управління на результати роботи фірми, яке було проведене автором у 2006 році. У цьому дослідженні було наведено докази того, що якість корпоративного управління впливає на результати роботи управління. Цей ефект має економічний вираз: зростання загального рівня якості корпоративного управління (*UCGI*) на 1 пункт передбачає зростання чистих прибутків на 1 %; а зміна корпоративного управління з «найгіршої» до «найкращої» практики передбачає приблизно 40 % зростання чистих прибутків фірми. Коефіцієнт корпоративного управління є надзвичайно важливим для застосування звичайного методу найменших квадратів, є важливим в аналізі інструментальної змінної (*instrumental variable — IV*), регресійному аналізі з фіксованими ефектом (*fixed effect — FE*) та випадковим ефектом (*random effects — RE*), а також в аналізі інструментальної змінної з фіксованими ефектом чи випадковим ефектом. З погляду політики, він дає стимули фірмам у країнах з перехідною економікою (принаймні в Україні) для поліпшення їхньої практики корпоративного управління.

Але виникає питання: що впливає на вибір корпоративного управління фірмами? Це питання надзвичайно важливе, враховуючи, що фірми України, так само як і інших колишніх республік Радянського Союзу, не застосовують високі стандарти корпоративного управління, незважаючи на можливість отримання переваг од кращого управління. Тобто можуть існувати інші фактори, що впливають на рішення фірми застосовувати чи ні кращі стандарти корпоративного управління. У цій статті ми аналізуємо відносну важливість низки чинників для вибору фірмою стилю корпоративного управління. Важливо, що на противагу багатьом дослідженням ми емпірично досліджуємо фактори «довіри», наприклад, як політичне розшарування, релігія та етнічні розбіжності впливають на корпоративне управління. Серед інших детермінант ми аналізуємо специфічні чинники на рівні економіки, регіону та фірми. Усі ці фактори ми об'єднуємо в загальному індексі якості корпоративного управління, а також суб-індексах корпоративного управління — правах власників, прозорості/представленні інформації, незалежності ради правління та структурі власності.

Ця стаття робить внесок у дослідження детермінант корпоративного управління. Нам відомо про п'ять сучасних досліджень детермінант корпоративного управління. Два з них, проведені економістами Гілланом, Хартцеллем та Стаксом у 2004 році⁴, і Блеком, Ян-

⁴ Gillan, Stuart L., Jay C. Hartzell, and Laura T. Starks, 2003, «Explaining Corporate Governance: Boards, Bylaws, and Charter Provisions,» Working paper.

гом та Кімом 2005 року⁵, стосуються, відповідно, американських та корейських фірм. Інші три, проведені Дурневим та Кімом 2004 року⁶, Клаппером і Лавом 2003 року⁷ та Доджем, Керолаєм і Штульцем 2004 року⁸, є дослідженнями детермінант управління фірмами в багатьох країнах, насамперед у країнах, де формуються ринки (emerging markets). На противагу їм у цій статті проведено ґрунтовне дослідження країни з перехідною економікою — України⁹.

Україна має низку переваг, які роблять її важливою для аналізу. По-перше, зміни, зокрема в корпоративному управлінні, які відбуваються значно швидшими темпами, ніж у країнах, що розвиваються, зокрема завдяки масовій приватизації та швидкому розвитку «молодого» корпоративного сектора, який не існував протягом майже 70 років за радянських часів. По-друге, наявні дані охоплюють не лише найбільші фірми, а й малі та середні підприємства, тобто фактично понад 75 % загальних (відкритих) акціонерних товариств в Україні. На противагу іншим дослідженням ми визнаємо детермінанти корпоративного управління також для малих фірм, які не зацікавлені у виході на міжнародні ринки капіталів (принаймні у короткостроковій та середньостроковій перспективі). Отже, ми розглядаємо вибори корпоративного управління не лише як рішення для оптимізації результатів роботи, а й як культурний феномен. По-третє, індекс *UCGI* дозволяє статистично та економічно передбачити результати роботи фірми.

Ця стаття структурована таким чином. У частині 2 наведено огляд останніх досліджень з цієї проблематики. У частині 3 розглядаються дані, показники корпоративного управління та інші важливі змінні. У частині 4 ми подаємо результати оцінки. І в частині 5 зроблено висновки в нашому дослідженні про потенційні результати політики фірми.

2. Останні публікації та дослідження

⁵ Black, B., Jang, H. and Kim, W. (2005) Predicting firms' corporate governance choices: Evidence from Korea. Forthcoming, *Journal of Corporate Finance*.

⁶ Durnev, A., and E. Han Kim, 2004, «To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation», forthcoming in *Journal of Finance*.

⁷ Klapper, Leora F. and Inessa Love, 2003, «Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets,» *Journal of Corporate Finance*, forthcoming, available at <http://ssrn.com/abstract=303979>

⁸ Doidge, Craig Andrew, Karolyi, George Andrew and Stulz, Ren M., «Why are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More?» (September 2001). Dice Center Working Paper No. 2001-16. <http://ssrn.com/abstract=285337>

⁹ Нам відомі два інші емпіричні дослідження стосовно корпоративного управління в Україні:

Zelenyuk, V., Zhaka, V., 2006, «Corporate Governance and Firms' Efficiency: the Case of Transitional Country, Ukraine,» *Journal of Productivity Analysis*, V.25, Numbers 1/2, 143—169.

Zhaka, V., 2005, «Corporate Governance, Ownership Structure and Technical Efficiency: the Case of Ukraine,» abridged version of EERC MA Thesis (2003) published in *Journal of Managerial and Decision Economics*, Vol. 26, Issue 7, pp. 451—460.

Кількість публікацій про вибір стилю корпоративного управління нині збільшується швидкими темпами; і доки більшість досліджень стосується аналізу загального рівня корпоративного управління між країнами (наприклад, дослідження Дурнева та Кіма 2004 року; Гіллана, Хартцелля та Старкса 2003 року; Клаппера та Лава 2002 року; Ро 2003 року¹⁰; Томаса 2004 року¹¹; і численних статей ЛаПорта, Лопезаде-Сіланса, Шлафера та Вішни, наприклад, 1997¹² і 1998 років¹³), набагато менше досліджень присвячено аналізу окремих країн (наприклад, Блек, Янг та Кім 2005 р.). Крім того, важливі дослідження проведено з метою аналізу детермінант деяких особливих елементів корпоративного управління, наприклад, Рахеджа (2005 р.)¹⁴, Лен, Патро та Зао (2003)¹⁵, Еріксон, Парк, Райзінг та Шин (2003)¹⁶, Хермалін та Вайсбах (2003)¹⁷ досліджують детермінанти різних форм ради правління (питання розміру, незалежності, директора/голови); Берглоф та Паюст (2005)¹⁸, Аксю та Козедаг (2005)¹⁹ — детермінанти прозорості та розкриття інформації.

Досить мало досліджень існує щодо перехідних економік та країн, що розвиваються. Дурнев та Кім у дослідженні багатьох країн 2004 року використовують рейтинг корпоративного управління компанії «Credit Lyonnais Securities Asia» (CLSA) та «Standard and Poor's» для 853 фірм з 23 країн, що розвиваються, та 6 фірм з 4 країн з перехідною економікою (Росія, Польща, Угорщина та Чехія). Вони визначили, що кращі можливості для зростання, більші потреби у зовнішньому фінансуванні та деталізованіші права щодо операцій з готівкою сприяють кращому управлінню і розкриттю інформації. Клаппер та Лав 2003 року дослідили рейтинг корпоративного управління CLSA для 495 фірм з 14 країн, де формується

¹⁰ Roe, Mark J., 2003, «Political Determinants of Corporate Governance», Oxford University Press, <http://ssrn.com/abstract=472366>

¹¹ Thomas, Randall S., «The Increasing Role of Empirical Research in Corporate Law Scholarship: A Review of Mark Roe, The Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact». *Georgetown Law Journal*, Vol. 92, p. 981, 2004 <http://ssrn.com/abstract=655781>

¹² La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, 1997, «Legal Determinants of External Finance», *Journal of Finance*, vol. 52, pp. 1131—1150.

¹³ La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, 1998, «Law and Finance», *Journal of Political Economy*, vol. 106, pp. 1113—1155.

¹⁴ Raheja, Charu G., 2005, Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40(2), pp. 283—306.

¹⁵ Lehn, K., S. Patro, and M. Zhao, 2003, «Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards: 1935—2000,» Working Paper.

¹⁶ Erickson, John, Yun W. Park, Joe Reising and Hyun-Han Shin, 2003, «Board of Directors as an Endogenously Determined Institution and Firm Value: The Canadian Evidence,» Working Paper.

¹⁷ Hermalin, Benjamin E., and Michael S. Weisbach, 2003, Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic evidence, *Economic Policy Review* 9, 7—26.

¹⁸ Berglof, E. and Pajuste, A., 2005, «What do firms disclose and why? Enforcing corporate governance and transparency in Central and Eastern Europe», Working paper, Stockholm School of Economics.

¹⁹ Aksu, M., Kosedag, A., 2005, «Transparency and Disclosure Scores and Their Determinants in the Istanbul Stock Exchange», Working paper.

ринки та визначили чотири важливі детермінанти корпоративного управління — перспективи зростання, активи, результати діяльності і розмір фірми. Клаппер та Лав дійшли висновку, що фірми можуть частково компенсувати брак корпоративного управління в країні за допомогою підвищення власних стандартів корпоративного управління; проте, з іншого боку, спроможність фірм поліпшувати управління обмежується слабким законодавчим полем.

Аксю та Козедаг 2005 року дослідили детермінанти транспарентності/розкриття інформації для 52 найбільших фірм на Стамбульській фондовій біржі і виявили, що розмір фірми, фінансові результати та відношення ринкової ціни акції до їх бухгалтерської вартості є найкращими показниками транспарентності/розкриття інформації.

Блек, Янг та Кім 2005 року використовують індекс корпоративного управління в Кореї (на основі їх попередніх досліджень взаємозв'язку між корпоративним управлінням і результатами роботи фірми) для аналізу детермінант вибору корпоративного управління для низки визначених компаній. Основними результатами такого дослідження є те, що регуляторні фактори, специфіка галузі та розмір фірми мають важливе значення для вибору стилю корпоративного управління. Інші специфічні чинники на рівні фірми є менш важливими. Науковці зробили висновок, що чимало корейських фірм не вибирає стиль корпоративного управління з метою максимізації власної ринкової частки.

Гіллан та інші економісти 2003 року використали систему оцінки «Standard and Poor's» 1500 найбільших компаній та інших великих компаній, акції яких є у вільному продажу (загалом 2300 фірм, 4 роки), та гіпотезу, що фірми обирають практику управління на основі аналізу витрат/переваг. Автори визначили, що результати є важливими і для галузі, і для фірми, припускаючи, що структура управління насправді є функцією очікуваних витрат і прибутків залежно від обраних механізмів. Вони визначили, що специфіка бізнесу не домінує як чинник в обґрунтуванні варіацій загальної структури управління. Іншим результатом є те, що індекс ради правління негативно корелює з індексом власників, тобто використання окремих суб-індексів, а не загального показника може маскувати важливі зв'язки між механізмами управління та рисами контрактного середовища.

У цій статті ми використовуємо показник *UCGI*, розроблений автором у 2006 році [2], який виявився надзвичайно важливим показником причинно-наслідкового зв'язку результатів роботи фірми; причинно-наслідковий зв'язок було протестовано як з використанням фіксованих ефектів, так і змінних. Такий самий підхід використовувався Блеком та іншими економістами (дослідження 2005 року) в побудові індексу управління *KCGI* для обраних корей-

ських компаній. На противагу цьому підходу, як зазначає Блек, в інших дослідженнях використовуються міжкраїнові індекси (Дурнев та Кім 2004 року; Клаппер та Лав 2003 року), індекс управління CLSA та індекс прозорості «Standard and Poor's», які мають серйозні недоліки. Індекс CLSA index частково ґрунтується на суб'єктивних поглядах аналітиків, які можуть бути упередженими щодо доходів на акції; а індекс «Standard and Poor's» охоплює лише елементи прозорості корпоративного управління. Крім того, обидва ці показники мають невелике значення для вибору стилю корпоративного управління та не перевіряють причинно-наслідковий зв'язок наслідків управління.

Іншими відмінностями цієї статті по відношенню до нинішньої літератури є такі. По-перше, ми вивчаємо велику кількість українських відкритих акціонерних фірм (понад 75 % від загальної їх кількості), що охоплюють малі та великі фірми та, що важливіше, як ті, що представлені на біржах, так і не представлені. І поки інші дослідження використовують великі компанії, представлені на біржах, а також дослідження економіста Блека та ін. (наприклад, вони дослідили корейські компанії, представлені на біржах, з середньою бухгалтерською вартістю активів близько 1748 млн дол., але не менше 10 млн дол.). Проте теорія та практичні дані свідчать про те, що фірми з різним розміром обирають різні стилі управління.

По-друге, наскільки нам відомо, це перша спроба проведення глибокого емпіричного дослідження детермінант вибору фірмами типу корпоративного управління в перехідних економіках, особливо в колишніх республіках СРСР. Інші дослідження ґрунтуються на вивченні або розвинутих, або країн, що розвиваються, і ми не знаємо інших досліджень пострадянських країн. По-третє, на противагу попереднім публікаціям ми розглядаємо вплив соціальних факторів довіри на якість корпоративного управління на рівні фірми. Зокрема, ми додаємо такі регіональні змінні, як політичні, релігійні та етнічні відмінності, які виявилися вагомими показниками довіри.

Дослідження ступеня довіри є достатньо новою сферою економічної науки, що розвивається швидкими темпами в останні роки, особливо з часу виходу дослідження Р. Путмана²⁰ у 1993 році, де він показав, яким чином концепція соціального капіталу може використовуватися в кількісному аналізі різних економічних та соціальних питань. Пізніше дослідження (наприклад, Усланера 2002 року²¹) почали розглядати різні елементи соціального капіталу Путмана, насамперед наголошуючи на ролі соціальної довіри. Значна кількість публікацій в останні роки показа-

²⁰ Putnam, R., 1993, *Making Democracy Work. Civic Traditions in Modern Italy*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

²¹ Uslaner, Eric M., 2002, *The Moral Foundations of Trust*, Cambridge (UK): Cambridge University Press.

ла значний зв'язок між соціальною довірою та багатьма іншими економічними феноменами, такими, як економічне зростання, верховенство права та загальне управління, корупція, освіта і т. ін. (див. докладнішу інформацію у дослідженні Бйорнскова 2005 року²²).

З іншого боку, існують дослідження, автори яких ставляться до поняття довіри як до альтернативної стратегії розв'язання проблем, що виникають усередині фірми. Чамі та Фаленкамп²³ 2003 року розробили модель довіри та показали, яким чином довіра дозволяє розв'язати проблеми корпоративного управління та підвищити ефективність фірми. Як процитували Чамі та Фаленкамп 2002 року, у 1975 році нобелівський лауреат Кен Аррон написав: «Можна стверджувати, що значною мірою економічна відсталість у світі пояснюється браком взаємної довіри». Крім того, Арроу визначає взаємну впевненість, довіру, а не технології, природні ресурси чи інші фактори як такі, що є важливими для розвитку економіки. Фукуяма у дослідженнях 1995 року²⁴ та 2000 року²⁵ довів, що довіра поліпшує роботу всіх інститутів суспільства, зокрема бізнесу. Дослідники ЛаПорта та інші (у 1997 та 1998 роках) дійшли висновку, що довіра сприяє співробітництву у великих організаціях. Важливо, що стаття Чамі та Фуленкампа 2002 року, як і праці інших дослідників визначають, що створення довіри в культурі економічних та урядових інститутів є важливим і продуктивним підходом на мікрорівні.

За цією логікою ми пропонуємо використати детермінанти довіри як змінні, що пояснюють якість корпоративного управління на рівні фірми; приймаючи за гіпотезу те, що рівень довіри в регіоні є важливим детермінантом вибору фірмами типу корпоративного управління в цьому краї. Зокрема, на цю ідею надихнула праця Крістіана Бйорнскова 2005 року, в якій розглядаються детермінанти довіри та пояснюється вплив таких чинників, як політичне розшарування, релігійні та етнічні розбіжності.

3. Дані та вимірювання корпоративного управління

Модель та джерела даних викладені у статті автора 2006 року. Тут лише наведено стислий опис. Наші дані про фірми походять із щорічних фінансових звітів українських відкритих спільних компаній, що наявні у базі даних *Istock* ПФТС — Першої системи торгівлі акціями (<http://www.istock.com.ua>). В емпіричному дослідженні ми загалом вико-

²² Bjornskov, Christian, 2005, «The Determinants of Trust,» Ratio Institute Working Paper.

²³ Chami, R. and C. Fullenkamp, 2002, «Trust as a Means of Improving Corporate Governance and Efficiency,» IMF Working Paper, WP/02/33.

²⁴ Fukuyama, F., 1995, Trust, New York: Free Press.

²⁵ Fukuyama, F., 2000, «Social Capital and Civil Society,» IMF Working Paper, WP/00/74.

ристовуємо дані 18170 спостережень спільних підприємств, зокрема 7817 фірм у 2000 році, 5869 — у 2001 та 4484 у 2002 році.

Таблиця 1

Статистика елементів та індексів корпоративного управління

Елементи корпоративного управління	Кількість спостережень	Середнє	Стандартне відхилення	Мін.	Макс.
Загальний рівень якості корпоративного управління — UCGI	10153	65.40	13.411	20	96.66
I. Суб-індекс прав акціонерів	18170	10.57	3.7421	0	20
1. Реєстратор акціонерів: незалежний	18170	.9511	.2155	0	1
2. Регулярність засідань загальних акціонерів	18170	.6145	.4867	0	1
3. Надзвичайні засідання акціонерів та їх відвідування	18170	.0200	.1401	0	1
II. Суб-індекс транспарентності	18170	11.63	2.4264	0	20
1. Присутність номінальних акціонерів у компанії	18170	.9420	.2337	0	1
2. Вебсайт компанії	18170	.0002	.0128	0	1
3. Вчасність публікації щорічних фінансових звітів	18170	.8797	.3253	0	1
4. Публікація інформації підприємством про реєстратора у щорічних фінансових звітах	18170	.6774	.4675	0	1

Закінчення табл. 1

Елементи корпоративного управління	Кількість спостережень	Середнє	Стандартне відхилення	Мін.	Макс.
5. Публікація інформації підприємством про його аудитора у щорічних фінансових звітах	18170	.0335	.1799	0	1

6. Аудитор компанії	18170	.9587	.1989	0	1
III. Суб-індекс структури ради правління	10654	10.62	7.5218	0	20
1. Пропорція директорів, що не найняті на роботу	10654	.5311	.3760	0	1
IV. Суб-індекс процедур призначення ради директорів	11273	15.39	6.0365	0	20
1. Ненайнятий голова	11273	.5971	.4905	0	1
2. Голова/директор	11774	.9440	.2298	0	1
IV. Суб-індекс власності	18170	16.38	5.0116	0	20
1. Сума акцій усіх приватних власників	18170	.8955	.2403	0	1
2. Частка найбільшого акціонера	18170	.7445	.4361	0	1

Примітка: власні розрахунки на основі даних щорічного звіту OJSC, наявних у базі даних PFTS *Istock*.

Модель охоплює близько 76 % загальної кількості відкритих спільних акціонерних товариств України. Опис та статистика наявних даних включає змінні корпоративного управління, наведені в табл. 1 і 2. Середні результати роботи фірми у моделі — близько 20 млн грн, а загалом у межах від 5000 грн до 27 млрд грн.

У таблиці 1 наведено інформацію про змінні корпоративного управління, які ми маємо. Кожний елемент, крім незалежності ради правління та приватної власності, є змінною (дискретною 0-1), що показує наявність певного елемента управління на фірмі. Незалежність ради правління та приватна власність є безперервними змінними від 0 до 1.

Таблиця 2

Статистичні дані щодо інших змінних

Змінна	Кількість спостережень	Середнє	Стандартне відхилення	Мін.	Макс.
Політичне розшарування	18170	.1558	.0644	.0381	.2498
Релігійний фактор	18170	1117	599.0504	402	2813
Етнічні відмінності	18170	.1310	.0777	.0215	.2453
Метод приватизації за рахунок продажу акцій	18170	.6039	.4891	0	1

Метод приватизації за допомогою купівлі після лізингу	18170	.0120	.1089	0	1
Змінні результатів					
Чисті загальні доходи, тис. грн	18170	20200	331000	5	26900000
Вхідні змінні					
Фіксовані активи, тис. грн	18168	12600	78000	0.100	4390000
Зайнятість, робітники	18170	352	1788.355	3	126052
Регіональні змінні					
Захід (край)	18170	0.20	0.40	0	1
Схід (край)	18170	0.28	0.45	0	1
Центр (край)	18170	0.34	0.48	0	1
Південь (край)	18170	0.17	0.37	0	1
Змінні по галузі					
Послуги	18170	.1193	.3241707	0	1
Охорона здоров'я та туризм	18170	.0041	.063689	0	1
Комунальні послуги	18170	.0147	.1205522	0	1
Сільське господарство	18170	.1205	.3255873	0	1
Послуги зв'язку	18170	.0034	.0578454	0	1
Будівництво	18170	.1190	.3238473	0	1
Культура	18170	.0010	.0314598	0	1
Освіта	18170	.0007	.0267393	0	1
Фінансові послуги	18170	.0063	.0793058	0	1

Закінчення табл. 2

Змінна	Кількість спостережень	Середнє	Стандартне відхилення	Мін.	Макс.
Лісове господарство	18170	.0001	.0104912	0	1
Промисловість	18170	.4284	.4948603	0	1
Наука	18170	.0216	.1452919	0	1
Державні органи	18170	.0007	.0267393	0	1

Торгівля	18170	.0573	.2325114	0	1
Транспорт	18170	.1027	.3035708	0	1

Примітка: власні розрахунки на основі даних щорічного звіту OJSC, наявних у базі даних PFTS *Istock*.

У табл. 1 представлено перелік елементів корпоративного управління, доступні нам, та статистичні дані, що їх описують. Детальні пояснення стосовно вибору окремих суб-індексів корпоративного управління та окремих елементів наведені у статті автора 2006 року. Кожний елемент, крім незалежності ради правління та приватної власності, є дискретною змінною (0-1), що визначає наявність певного елемента управління на фірмі. Незалежність ради правління та приватна власність є безперервними змінними від 0 до 1.

Для визначення загального показника суб-індексів ми обчислюємо суму даних фірми по елементах кожного суб-індексу, ділимо її на кількість елементів та множимо цей показник на 20. Для суб-індексу структури контролюючої ради правління, незалежності ради правління ми множимо процент ненайнятих на роботу директорів (як частку від 0 до 1) на 20. Тож ми отримуємо п'ять суб-індексів: суб-індекс прав акціонерів (три елементи, що визначають незалежність реєстратора, регулярність загальних зборів акціонерів та проведення надзвичайних засідань акціонерів), суб-індекс транспарентності/розкриття інформації (шість елементів щодо наявності інформації про реєстратора та аудитора у річних фінансових звітах фірми, особливості аудитора фірми (чи є аудитор міжнародно визнаною компанією), наявність «номінальних» акціонерів у структурі власності фірми, вчасність публікації річних фінансових звітів і наявність вебсайта у фірм), суб-індекс структури ради правління (процент ненайнятих на роботу директорів ради), Суб-індекс процедур призначення ради директорів (зайнятість голови ради та розподіл функцій голови ради і директора) та суб-індекс власності (сума акцій усіх приватних власників та частка найбільшого акціонера). Кожний суб-індекс коливається у межах від 0 до 20.

Кореляція між окремими змінними

Таблиця 3

Кореляція між *UCGI*, кожним суб-індексом та іншими окремими змінними. Рівень значимості кожної кореляції наведено нижче. Статистично значимі значення кореляції (5 % чи вище) виділені жирним шрифтом.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(1) UCGI	1.00											
(2) Суб-індекс прав акціонерів	0.34 (0.00)	1.00										
(3) Суб-індекс транспарентності	0.18 (0.00)	0.17 (0.00)	1.00									
(4) Суб-індекс структури ради	0.81 (0.00)	0.05 (0.00)	-0.01 (0.15)	1.00								
(5) Суб-індекс призначення ради	0.78 (0.00)	0.03 (0.00)	-0.03 (0.00)	0.68 (0.00)	1.00							
(6) Суб-індекс власності	0.20 (0.00)	0.01 (0.08)	0.03 (0.00)	-0.17 (0.00)	-0.14 (0.00)	1.00						
(7) Релігія	0.05 (0.00)	0.08 (0.00)	0.09 (0.00)	0.01 (0.47)	0.01 (0.56)	0.02 (0.01)	1.00					
(8) Етнічна належність	0.04 (0.00)	-0.00 (0.52)	-0.04 (0.00)	0.07 (0.00)	0.03 (0.00)	-0.07 (0.00)	-0.44 (0.00)	1.00				
(9) Політичне розшарування	-0.04 (0.00)	-0.01 (0.21)	-0.00 (0.73)	-0.02 (0.04)	-0.02 (0.01)	0.03 (0.00)	-0.53 (0.00)	0.17 (0.00)	1.00			
(10) Ln(результати)	0.09 (0.00)	0.06 (0.00)	0.15 (0.00)	0.10 (0.00)	0.01 (0.14)	-0.05 (0.00)	0.03 (0.00)	0.08 (0.00)	-0.03 (0.00)	1.00		
(11) Ln(робітники)	0.01 (0.43)	0.02 (0.00)	0.08 (0.00)	0.01 (0.16)	-0.04 (0.00)	-0.02 (0.00)	0.01 (0.47)	0.06 (0.00)	-0.06 (0.00)	0.78 (0.00)	1.00	
(12) Ln(капітал)	0.10 (0.00)	0.03 (0.00)	0.10 (0.00)	0.13 (0.00)	0.05 (0.00)	-0.07 (0.00)	-0.02 (0.00)	0.11 (0.00)	-0.01 (0.25)	0.65 (0.00)	0.77 (0.00)	1.00

Примітка: власні розрахунки на основі даних щорічного звіту OJSC, наявних у базі даних PFTS *Istock*.

Ми визначаємо загальний Індекс корпоративного управління (*UCGI*) як суму суб-індексів. Таким чином, він має значення від 0 до 100, де фірми з кращим управлінням мають вищі значення показника. Його значення для кожної корпорації дозволяє судити про ступінь дотримання фірмою місцевих (та деяких міжнародних) стандартів корпоративного управління; хоча нашою метою є розгляд не окремих випадків, а визначення загальної тенденції для сукупності.

У табл. 3 наведено дані кореляції для *UCGI*, кожного суб-індексу та деяких інших обраних змінних. Більшість коефіцієнтів для індексу корпоративного управління та суб-індексів (9 з 15) є позитивними та важливими. Коефіцієнт кореляції між суб-індексом власності та двома суб-індексами ради правління є негативними та важливими, що означає зворотній зв'язок між незалежністю ради правління (та директора) і дисперсністю (розпорошеністю) приватної власності. Це стосується і спроможності держави, і великих акціонерів мати своїх представників у раді правління фірм. З іншого боку, це узгоджується з проблемами, пов'язаними з розпорошеною власністю у слабкому правовому середовищі.

4. Результати оцінки

У цій частині статті ми представляємо наші результати оцінки для визначення детермінант вибору типу корпоративного управління фірмами в Україні. Ми використовуємо загальний рівень та окремі елементи корпоративного управління (*UCGI*, суб-індекс прав акціонерів, суб-індекс транспарентності, суб-індекс процедури призначення ради правління, суб-індекс ради правління та суб-індекс власності) як залежні змінні. Результати та стандартні похибки представлено в табл. 4.

А. Регуляторні чинники

В цьому розділі ми розглядаємо та подаємо результати для факторів корпоративного управління, на які часто впливає державна політика. Метою державного втручання в цьому контексті може бути намагання непрямо досягти кращої практики управління у корпоративному секторі. Ми досліджуємо результати дії таких регуляторних факторів як характеристик структури власності, розмір компанії, соціальна довіра та методи приватизації.

Таблиця 4

Результати оцінки

Звичайні регресії за методом найменших квадратів зі стандартними похибками показника *UCGI* чи окремих елементів управління щодо регуляторних, галузевих і фірмових факторів. *, **, *** означають, відповідно, рівні значень у 10 %, 5 % та 1 %. Кількість спостережень та R-sq наведені для кожної регресії.

Регресія	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Залежні змінні:					
	UCGI	Права власності	Транспарентність	Структура ради	Процедура ради	Власність
Власність:						
— Банки	0.1485*** (8.23)	0.0265*** (5.21)	0.0083*** (2.97)	0.0922*** (9.94)	0.0700*** (9.06)	-0.0542*** (7.63)
— Зарубіжні організації	0.1241*** (8.82)	0.0188*** (5.67)	0.0125*** (5.47)	0.1056*** (14.86)	0.0460*** (6.59)	-0.0518*** (11.12)
— Інвестиційні компанії	0.1492*** (5.47)	0.0089 (1.55)	0.0145*** (4.14)	0.0832*** (5.44)	0.0524*** (4.86)	0.0201** (2.22)
— Спільні підприємства	0.0836* (1.83)	0.0161 (1.21)	0.0197*** (3.91)	0.0830*** (3.64)	0.0672*** (3.90)	-0.0609*** (4.26)
— Офшорні компанії	0.1729*** (12.99)	0.0251*** (7.04)	0.0070*** (2.92)	0.1089*** (17.28)	0.0575*** (10.39)	-0.0105* (1.84)
— Національні організації	0.1178*** (21.07)	0.0188*** (11.96)	0.0094*** (10.21)	0.0853*** (23.68)	0.0527*** (17.42)	-0.0481*** (29.84)
— Менеджери	0.0572*** (9.60)	0.0134*** (9.27)	0.0144*** (16.34)	0.0330*** (9.87)	0.0247*** (8.79)	-0.0159*** (8.37)
— Окремі особи	0.0839 (1.32)	-0.0430* (1.77)	-0.0691*** (2.70)	0.1089** (2.48)	0.0770*** (3.51)	0.0395* (1.79)

— Державні організації		−0.0130***	−0.0076***	0.0658***	0.0399***	
		(4.09)	(3.04)	(6.46)	(3.90)	
— Місцева влада		0.0022	0.0053	0.0543***	0.0430***	
		(0.35)	(1.31)	(4.10)	(3.73)	
— «Номінальні» акціонери		0.0227***		0.0965***	0.0487***	−0.0463***
		(5.01)		(11.01)	(5.74)	(8.31)
— Держава		−0.0059***	−0.0068***	0.0626***	0.0473***	
		(2.99)	(5.32)	(13.28)	(11.91)	
Концентрація власності	−0.0932***	−0.0099***	−0.0048***	−0.0054	−0.0011	
	(16.06)	(5.43)	(4.39)	(1.24)	(0.30)	
Ln(загальні активи)	1.9084***	−0.0317	0.0063	1.2844***	0.3343***	−0.4014***
	(7.70)	(0.77)	(0.23)	(10.18)	(3.14)	(6.51)
Log(капітал)	0.0236	0.0005	0.0880***	−0.1822*	0.0647	0.0294
	(0.11)	(0.01)	(3.55)	(1.68)	(0.72)	(0.52)
Log(трудові ресурси)	−1.7883***	0.0884***	0.1072***	−1.2914***	−0.7751***	0.2509***
	(10.49)	(2.59)	(4.93)	(14.55)	(11.02)	(5.18)
Константи	39.2583***	1.9303***	6.4650***	1.8306	12.6239***	24.6493***
	(15.50)	(3.49)	(18.47)	(1.37)	(11.59)	(32.43)
Спостереження	10152	18168	18168	10653	11272	18168
Визначена регресія	0.13	0.10	0.13	0.19	0.11	0.11

Примітка: власні розрахунки на основі даних щорічного звіту OJSC, наявних у базі даних PFTS *Istock*.

Продовження табл. 4

	(1)	(1)	(3)	(5)	(6)	(7)
	UCGI	Права власності	Транспарентність	Структура ради	Процедура ради	Власність
Фактор релігії	0.0005 (1.51)	0.0005*** (7.84)	0.0003*** (6.14)	-0.0001 (0.34)	-0.0002 (1.20)	0.0005*** (5.99)
Політичні розшарування	-7.9990*** (3.13)	1.8520*** (3.36)	0.4944 (1.36)	-1.5999 (1.17)	-3.9743*** (3.41)	5.3474*** (6.92)
Етнічне розмаїття	14.5570*** (5.01)	-0.1847 (0.30)	-1.5174*** (4.03)	6.9848*** (4.53)	1.4898 (1.18)	-3.3017*** (4.12)
Приватизація за допомогою:						
– продажу акцій	2.8912** (2.17)	0.5303* (1.94)	0.2499 (1.48)	-0.2934 (0.42)	0.7175 (1.25)	0.7304** (2.12)
– купівлі після лізингу	2.3721* (1.77)	-0.1122 (0.41)	-0.1934 (1.13)	-0.1474 (0.21)	0.7775 (1.34)	-0.2730 (0.78)
Послуги	-0.2619 (0.25)	6.7633*** (24.68)	2.6504*** (16.96)	-5.2481*** (9.75)	-1.4928*** (3.46)	-3.5733*** (9.27)
Охорона здоров'я та туризм	0.4724 (0.22)	6.7549*** (12.89)	2.7473*** (7.81)	-6.7650*** (5.16)	-1.8253* (1.82)	-4.4996*** (6.39)
Комунальні послуги	3.4668** (2.25)	7.7699*** (22.32)	3.1113*** (14.72)	-4.4701*** (5.61)	-0.6367 (0.92)	-3.7010*** (7.42)

Сільське господарство	-2.8472***	6.8309***	2.4220***	-6.8347***	-1.9481***	-3.2849***
	(2.72)	(24.85)	(15.47)	(12.76)	(4.45)	(8.48)
Послуги зв'язку	10.6797***	6.1542***	1.9413***	0.1238	2.8223***	-4.5655***
	(4.48)	(12.46)	(6.26)	(0.06)	(3.41)	(5.90)
Будівництво	-4.1178***	6.4679***	2.3587***	-6.8746***	-2.6588***	-3.4931***
	(3.87)	(23.43)	(14.96)	(12.63)	(5.98)	(9.04)
Культура	23.7803***	7.2040***	1.3984*	6.4875***	4.7863***	-3.9450***
	(20.36)	(8.97)	(1.95)	(10.75)	(9.80)	(2.81)
Освіта	3.7985***	4.6124***	1.8032***	-4.8614***	-1.2577	-4.9375***
	(3.36)	(4.15)	(3.03)	(8.49)	(0.35)	(3.77)
Фінансові послуги	2.6534	6.4951***	3.8321***	-3.1819***	-2.6348	-3.2456***
	(0.65)	(13.92)	(13.80)	(2.68)	(1.02)	(5.28)
Лісове господарство	-10.5268***	8.2205*	-3.1589	-9.8107***	-17.8253***	0.0684
	(9.09)	(1.83)	(0.72)	(16.22)	(34.19)	(0.06)
Промисловість	-0.8094	6.8550***	2.4827***	-5.5663***	-1.3679***	-3.8270***
	(0.81)	(25.73)	(16.58)	(10.95)	(3.27)	(10.18)
Наука	0.1543	6.6537***	2.4419***	-5.2951***	-1.4231***	-4.5467***
	(0.12)	(21.02)	(12.67)	(7.75)	(2.58)	(10.12)
Державні органи	0.0000	7.8766***	2.9560***	0.0000	0.0000	-6.4419***
	(.)	(9.74)	(2.98)	(.)	(.)	(5.55)
Торівля	0.2183	6.9156***	2.8019***	-5.4748***	-1.2454***	-3.7030***
	(0.19)	(23.77)	(16.73)	(9.30)	(2.64)	(9.13)

Закінчення табл. 4

	(1)	(1)	(3)	(5)	(6)	(7)
	UCGI	Права власності	Транспарентність	Структура ради	Процедура ради	Власність
Транспорт	-3.3319***	6.8486***	2.7053***	-7.3924***	-2.8277***	-3.4642***
	(3.17)	(24.79)	(17.18)	(13.72)	(6.38)	(8.96)
Західний регіон	1.1529	-0.2112	-0.5336***	1.0728***	-0.1037	-0.0519
	(1.64)	(1.40)	(5.65)	(2.81)	(0.34)	(0.26)
Східний регіон	-0.4498	-0.1658*	-0.2921***	-0.0812	-0.4709**	0.3272***
	(1.08)	(1.92)	(5.05)	(0.37)	(2.55)	(2.76)
Центральний регіон	1.1573**	-0.6835***	-0.2968***	0.9909***	0.2758	-0.0542
	(2.06)	(5.95)	(4.00)	(3.31)	(1.15)	(0.36)
Рік 2001	3.0774***	1.6531***	0.8596***	0.2166	0.1583	-0.1897**
	(10.49)	(26.85)	(21.08)	(1.40)	(1.24)	(2.31)
Рік 2002	2.4336***	1.3085***	1.2572***	0.2421	0.0543	-0.5892***
	(7.37)	(18.77)	(29.99)	(1.39)	(0.38)	(6.27)

Примітка: власні розрахунки на основі даних щорічного звіту OJSC, наявних у базі даних PFTS *Istock*.

Структура власності. Ми маємо повну інформацію про акціонерів з щонайменше 5 % часткою акцій та повну інформацію (зокрема про акціонерів з часткою, меншою 5 %), які є менеджерами та/чи є членами ради правління компанії. Для побудови змінних власності ми підсумовуємо частки кожної з груп акціонерів. Розрізняємо такі групи власників: банки, інвестиційні компанії, спільні компанії, офшорні компанії, іноземні компанії, місцева влада, національні організації, державні організації (представлені Державним фондом власності та центральними органами управління), «номінальні» акціонери, окремі особи та менеджери і рада директорів. Ми також включили показник концентрації власності — частку найбільших акціонерів, представлення впливу зміни частки різних акціонерів у власності та зміну показника концентрації власності. Змінні уряду (зокрема державні організації та місцева влада) чи «номінальні» власники включені лише для їх урахування в разі, якщо їх не включено у змінну корпоративного управління.

У цілому результати оцінки є такими. Виявилось, що власність банків, іноземних організацій, офшорних компаній, національних організацій, менеджерів, «номінальних» стейкхолдерів сприяє всім аспектам корпоративного управління фірмами, крім характеристик власності. Права власності в таких фірмах мають тенденцію до більшої концентрації, що збігається з бажанням цих власників збільшити контроль над компаніями, якими вони володіють.

Виявилось також, що власність окремих осіб, державних організацій і державних органів влади негативно позначається на правах власників та розкритті інформації про фірми. Водночас їх вплив на організацію ради правління є позитивним. Концентрація власності, як з'ясувалося, має негативний вплив на загальний рівень управління, права власників і розкриття інформації.

Зростання частки власності кожної з визначених груп надає більшу незалежність раді правління, що відповідає загальній логіці — власники мають більшу можливість мати своїх представників у раді правління.

Банки. Власність банків, як виявилось, є добрим показником практики корпоративного управління; її коефіцієнт для *UCGI* є позитивним та має значну вагу на рівні 0.1485 ($z=8.23$) у базовій регресії (колонка 1). Власність банків є добрим індикатором практики корпоративного управління для всіх суб-індексів. Вона поліпшує всі аспекти управління, крім характеристик власності.

Іноземні організації. Іноземна власність має позитивний та значний зв'язок з *UCGI* на рівні 0.1241 ($z=8.82$) у нашому дослідженні. Іноземна власність має прямий та значний зв'язок з усіма суб-індексами корпоративного управління, що підтримує гіпотезу про те, що іноземні інвесто-

ри зазвичай сприяють встановленню кращих стандартів корпоративного управління, запозичених з власних країн.

Інвестиційні компанії. Коефіцієнт для *UCGI* є позитивним та достатньо значним на рівні 0.1492 ($z=5.47$). Вплив на раду правління, незалежність директора та власність є позитивною та значною, хоча це байдуже щодо прав власників. Лише цей вид власності, як виявилось, сприяє розпорошенню власності.

Спільні компанії. Коефіцієнт *UCGI* є вкрай важливим у нашому прикладі на рівні 0.0836 ($z=1.83$). Вплив на прозорість та організацію правління є позитивним та дуже важливим; вплив на права власників є неважливим, а на характеристики власності — негативним.

Офшорні компанії. Коефіцієнт *UCGI* є позитивним та дуже важливим на рівні 0.1729 ($z=12.99$) у нашому дослідженні. Усі інші результати (крім впливу на власність) також є позитивними та досить важливими.

Національні організації. Ця група власників головним чином представлена національними підприємствами. Коефіцієнт є позитивним і важливим на рівні 0.1178 ($z=21.07$) у нашій регресії. Всі інші аспекти (крім впливу на власність) є також позитивними та важливими.

Менеджери. Власність виконавчих менеджерів та директорів ради правління, як з'ясувалося, позитивно та суттєво впливає на управління 0.0572 ($z=9.60$). Усі інші результати (крім впливу на власність) є також позитивними та важливими.

Окремі особи. Вплив власності окремих осіб на *UCGI* є неважливим на рівні 0.0935 ($z=1.51$) у цій регресії. Цікаво, що коефіцієнт рівня транспарентності є важливим -0.0691 ($z=2.70$), тобто власність окремих осіб негативно впливає на розкриття інформації компанією, що може вказувати на зростання операційних проблем. Коефіцієнт прав власників є вкрай важливим на рівні -0.0430 ($z=1.77$), що так само означає негативний вплив на права власників. Вплив на організацію ради правління та власність є позитивним. Загалом, ці результати не відповідають ситуації в Україні, де часто незначна кількість осіб (членів одного родинного клану) практично цілком володіє фірмою, експропріюючи права інших власників, наприклад, за рахунок розпорошення чи замороження власності, що часто-густо супроводжуються приховуванням інформації (від інших акціонерів про нові випуски акцій, місце та час наступних зустрічей акціонерів тощо) та порушенням прав інших акціонерів.

Державні організації. Власність державних організацій має значний негативний вплив на права акціонерів та прозорість, що пов'язано з проблемою державної власності, хоча вплив на незалежність правління та директора є позитивним, оскільки вони зазвичай включають своїх представників, які не працюють на інших позиціях у компанії.

Місцева влада. Загалом вплив власності місцевої влади є значним та позитивним лише стосовно організації правління, що означає спроможність місцевої влади призначати своїх представників, тоді як коефіцієнти регресії для прав акціонерів та прозорості не є важливими.

Держава. Ця група власників включає Державний фонд власності та інші центральні органи влади. Для державної влади коефіцієнти є важливими в усіх регресіях, що є негативним для прав акціонерів та рівня прозорості та позитивним для організації правління.

Номінальні власники. Визначено, що «номінальні» акціонери мають значний позитивний вплив на права власників та організацію правління, але і значний негативний вплив на змінну «показник власності».

Концентрація власності. Цікаво, що концентрація власності, як виявилось, значною мірою впливає на управління, що відповідає теоретичним міркуванням. З одного боку, у слабкому правовому полі у великих власників спостерігається тенденція до експропріації прав інших акціонерів та стейкхолдерів. З іншого боку, вони потребують менше управління та захисту своїх прав, оскільки великі акціонери самі по собі спроможні ефективніше контролювати та захищати власні права. Коефіцієнт *UCGI* має високе значення -0.0932 ($z=16.06$). Коефіцієнт прав власників та прозорості — також суттєвий, на рівні -0.0099 ($z=5.43$) та -0.0048 ($z=4.39$), відповідно. Вплив на організацію правління виявився неважливим.

Спосіб приватизації. Значна частина фірм у нашому прикладі була приватизована одним з двох методів. Перший — продаж акцій компанії (близько 60 % у вибірці). Інший — перекупка активів компанії після лізингу (1 % вибірки). Решта 39 % є або новими компаніями, або спочатку були приватизовані не як акціонерні товариства, але потім змінили форму власності на акціонерну. У цілому перший метод, продаж акцій, з'ясувалося, позитивніше впливає на практику корпоративного управління, ніж другий. Хоча ми не можемо зробити висновок про позитивний вплив приватизації на управління, оскільки не робили відповідного аналізу в цій статті, — можливо, що компанії з кращою фінансовою результативністю та рівнем управління були спочатку приватизовані.

Продаж акцій. Цей метод має значний позитивний коефіцієнт у регресії *UCGI* на рівні 2.8912 ($z=2.17$), що означає позитивний зв'язок між практикою корпоративного управління та власністю в регресії на рівні 0.7304 ($z=2.12$). Цей коефіцієнт є також важливим у регресії стосовно прав власників — 0.5303 ($z=1.94$).

Придбання активів після лізингу. Ця змінна є важливою та позитивною лише у регресії *UCGI* та незначною у всіх інших рівняннях. Це

означає можливість позитивного зв'язку між методом приватизації та загальною практикою корпоративного управління. Несуттєве значення змінної також може пояснюватися незначною варіацією, оскільки небагато компаній було приватизовано цим методом.

Фактори соціальної довіри. Ми вважаємо фактори соціальної довіри важливими детермінантами практики корпоративного управління через забезпечення більшої впевненості та кращих відносин у корпоративних стосунках. Наприклад, менеджери розкриватимуть більше інформації про фірму, якщо вони вірять, що оприлюднена інформація не буде використана проти компанії. Також менеджери з більшою готовністю оприлюднять більше інформації про проблеми, що стоять перед компанією, якщо вони впевнені у тому, що інвестори не залишать компанію.

Ми застосували ідеї статті Бйорнскова 2005 року до нашого прикладу та використали регіональну варіацію (та часову варіацію для релігії) для побудови трьох наближень для крайового рівня довіри таким чином. В Україні є 25 географічних регіонів. По-перше, політичний фактор є ймовірністю того, що двоє випадковим чином обраних людей певного краю голосували за різних кандидатів під час останнього раунду президентських виборів 2004 року²⁶. По-друге, релігійний фактор — кількість християнських об'єднань усіх конфесій у всіх регіонах та за всі роки²⁷. По-третє, крайові розбіжності — це вірогідність того, що дві окремо обрані особи з регіону є представниками різних національностей²⁸. Загалом результати оцінки показують, що соціальна довіра є важливим показником рівня корпоративного управління.

Релігія. Кількість церков, як виявилось, має значний позитивний вплив на права власників, прозорість і власність. Вплив є досить значним з економічного погляду, наприклад, зростання на 1,000 християнських об'єднань у краї призводить до близько 2.5 % поліпшення у середньому індексі прав власників фірми та 1.5 % поліпшення показника прозорості та розкриття інформації в цьому регіоні.

Політичні відмінності. Політичний фактор має суттєвий негативний вплив на загальний показник корпоративного управління $UCGI -7.9990$ ($z=3.13$) та показник процедури організації управління -3.9743 ($z=3.41$). Вплив на права власників та власність є значним і позитивним: 1.8520 ($z=3.36$) та 5.3474 (6.92), відповідно.

Етнічні розбіжності. Виявилось, що етнічні розбіжності негативно впливають на прозорість і власність на рівні -1.5174 ($z=4.03$) та -3.3017 ($z=4.12$), відповідно. Ми також виявили, що етнічні розбіжності мають позитивний зв'язок з показником $UCGI$ та індексом структури управління.

²⁶ Джерело: офіційний урядовий веб-сайт ЦВК — <http://www.cvk.gov.ua>

²⁷ Джерело: офіційна статистика — <http://www.risu.org.ua/eng/resources/statistics/>

²⁸ Джерело: офіційна статистика Комітету статистики США — <http://www.ukrstat.gov.ua>

Це суперечить очікуванням, і може пояснюватися проблемою неврахування змінних: ми не враховували інші змінні, які корелюють з етнічним розмаїттям та корпоративним управлінням, наприклад, специфіку національності (як-от позитивний вплив різних культур, традицій і як результат — корисні ідеї), що позитивно впливають на практику корпоративного управління.

В. Промислові, регіональні чинники та фактори часу

Ми виявили (і це відповідає іншим дослідженням), що специфіка галузі є важливим чинником корпоративного управління: більшість коефіцієнтів промисловості є надзвичайно важливою, хоча з різними знаками. Компанії в таких секторах, як комунальні послуги, послуги зв'язку, культури та освіти, передбачають у середньому кращі стандарти корпоративного управління, тоді як сільськогосподарському сектору, будівництву, лісовому та транспортному господарствам притаманні гірші стандарти управління.

Для оцінки крайових розбіжностей у середньому рівні корпоративного управління ми включили чотири змінні, розділивши компанії на чотири групи відповідно до регіонального місцезнаходження — на заході, сході, в центрі чи на півдні України. Ми використовуємо південь як базу в нашій регресії. Ми виявили значно вищі стандарти загального корпоративного управління в центрі, можливо, через незалежніше управління. Відносно високі рівні корпоративного управління в центрі можуть також бути пояснені територіальною близькістю до центральних органів влади, а також розташуванням у регіоні України з найбільш високим рівнем розвитку (у багатьох аспектах — економічному, культурному, соціальному тощо). Водночас фірми мають нижчі стандарти прав власності та прозорості в цьому краї. Незалежніше управління також притаманне заходу України.

Коефіцієнт *UCGI* у 2001 та 2002 роках є важливим та позитивним на рівні 3.0774 ($z=10.49$) та 2.4336 ($z=7.37$), що означає значні зміни у практиці корпоративного управління з плином часу. Ми спостерігаємо суттєве поліпшення корпоративного управління у 2001 році.

С. Фірмові фактори

Ми оцінюємо вплив інших факторів фірми, ніж ті, які часто використовуються в літературі як детермінанти корпоративного управління. Ми досліджуємо розмір фірми, рівень капіталу (фіксовані активи) та робочу силу (кількість працівників) у логарифмічній формі.

Розмір фірми. Розмір активів суттєво та позитивно пов'язаний з якістю корпоративного управління, коефіцієнт *UCGI* становить 1.9084 ($z=7.70$). Це відповідає нашим очікуванням, оскільки означає, що більший розмір фірми

в цілому асоціюється з кращим управлінням. Більші фірми зацікавлені у кращому управлінні з низки причин, наприклад, вони намагаються отримати більше зовнішнього капіталу, мають справу з жорсткішою конкуренцією тощо. Розмір активів є важливим показником незалежності правління та директора на рівні 1.2844 ($z=10.18$) та 0.3343 ($z=3.14$), відповідно. Водночас більші фірми мають тенденцію до концентрованішої власності.

Капітал. Капітал не досить сильно пов'язаний з *UCGI* в нашій регресії, але він позитивно впливає на рівень прозорості, що відповідає тезі: більший капітал означає більший контроль акціонерів. Рівень капіталу також негативно впливає на незалежність правління.

Робоча сила. Робоча сила негативно та суттєво пов'язана із загальним рівнем корпоративного управління на рівні -1.7883 ($z=10.49$), а це означає, що зростання кількості працівників на 1 % призводить до майже 1.78 пунктів зменшення *UCGI*. Це можна пояснити зв'язком між кількістю працівників та складністю корпоративних зв'язків, особливо, якщо робітники стають акціонерами. Кількість робочої сили є важливим елементом корпоративного управління, хоча напрямки впливу є різними. Він позитивно впливає на права власників, прозорість і власність, та негативно — на незалежність правління й директора.

5. Висновки та результати для політики

У цій статті зроблено спробу емпірично дослідити детермінанти вибору практики корпоративного управління фірмами у перехідній економіці. У цьому дослідженні розглянуто фірми, з використанням фінансових та урядових даних України. Зокрема, нами проаналізовано чинники, які впливають на загальний рівень, а також на окремі елементи корпоративного управління. Ми розглядаємо такі елементи управління, як права власників, прозорість, незалежність правління, незалежність директора та власність. У цілому ми виявили, що регуляторні, галузеві та фірмові чинники є важливими, що відповідає попереднім дослідженням стосовно інших країн.

Власність банків, закордонних організацій, офшорних компаній, національних організацій, менеджерів, «номінальних» акціонерів, як виявилось, поліпшує всі аспекти корпоративного управління, крім характеристик власності. Права власності в таких фірмах мають тенденцію до більшої концентрації, що відповідає прагненню акціонерів збільшувати контроль над компаніями, якими вони володіють.

Власність окремих осіб, державних організацій і державних органів, виявляється, вирішально впливає на права акціонерів та оприлюднення інформації фірмами. Водночас їх вплив на структуру правління є позитивним.

Концентрація власності, виявляється, негативно впливає на загальний рівень управління, права власників та прозорість.

Обидва методи приватизації — і продаж акцій, і перепродаж активів після лізингу — як з'ясувалося, мають позитивний зв'язок із практикою корпоративного управління, хоча перший метод має важливіші коефіцієнти.

Результати оцінки свідчать, що соціальна довіра є значним показником корпоративного управління. Вплив релігії, кількості християнських общин у регіоні є важливим статистично та з економічного погляду, хоча наслідки політичного й етнічного розмаїття є неоднозначними.

Ми виявили (і це збігається з результатами інших досліджень), що специфіка галузі є важливим чинником корпоративного управління: більшість коефіцієнтів промисловості є надзвичайно важливою, хоча з різними знаками. Компанії в таких секторах, як комунальні послуги, послуги зв'язку, культури та освіти, передбачають у середньому кращі стандарти корпоративного управління, тоді як сільськогосподарському сектору, будівництву, лісовому та транспортному господарствам притаманні гірші стандарти управління.

Ми виявили значно вищі стандарти загального управління в центральних кряях України (включно з Києвом). Це може бути пояснено територіальною близькістю до центральних органів влади, а також розташуванням у регіоні з найвищим рівнем розвитку (у багатьох аспектах — економічному, культурному, соціальному тощо). Водночас фірми мають нижчі стандарти прав власності та прозорості в цьому краї. Незалежніше правління також притаманне заходу України.

Література

1. *Arrow, Kenneth*, 1975, «Gifts and Exchanges», in *Altruism, Morality and Economic Theory*, edited by Edmund Phelps, New York: Russel Sage Foundation, pp. 13—28.
2. *Zheka, V.*, «Corporate Governance and Firms' Performance in Ukraine» (March 2006). CERT Discussion Paper, DP06/05, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=877913>
3. *Gillan, Stuart L., Jay C. Hartzell, and Laura T. Starks*, 2003, «Explaining Corporate Governance: Boards, Bylaws, and Charter Provisions», Working paper.

4. *Black, B, Jang, H. and Kim, W.* (2005) Predicting firms' corporate governance choices: Evidence from Korea. Forthcoming, *Journal of Corporate Finance*.
5. *Durnev, A., and E. Han Kim*, 2004, «To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation», forthcoming in *Journal of Finance*.
6. *Klapper, Leora F. and Inessa Love*, 2003, «Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets», *Journal of Corporate Finance*, forthcoming, available at <http://ssrn.com/abstract=303979>
7. *Doidge, Craig Andrew, Karolyi, George Andrew and Stulz, Ren M.*, «Why are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More?» (September 2001). Dice Center Working Paper No. 2001-16. <http://ssrn.com/abstract=285337>
8. *Zelenyuk, V., Zheka, V.*, 2006, «Corporate Governance and Firms' Efficiency: the Case of Transitional Country, Ukraine», *Journal of Productivity Analysis*, V.25, Numbers ½, pp. 143—169.
9. *Zheka, V.*, 2005, «Corporate Governance, Ownership Structure and Technical Efficiency: the Case of Ukraine», abridged version of EERC MA Thesis (2003) published in *Journal of Managerial and Decision Economics*, Vol. 26, Issue 7, pp. 451—460
10. *Roe, Mark J.*, 2003, «Political Determinants of Corporate Governance», Oxford University Press, <http://ssrn.com/abstract=472366>
11. *Thomas, Randall S.*, «The Increasing Role of Empirical Research in Corporate Law Scholarship: A Review of Mark Roe, The Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact». *Georgetown Law Journal*, Vol. 92, p. 981, 2004 <http://ssrn.com/abstract=655781>
12. *La Porta, Rafael*, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, 1997, «Legal Determinants of External Finance», *Journal of Finance*, vol. 52, pp. 1131—1150.
13. *La Porta, Rafael*, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, 1998, «Law and Finance», *Journal of Political Economy*, vol. 106, pp. 1113—1155.
14. *Raheja, Charu G.*, 2005, Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40(2), pp. 283—306.
15. *Lehn, K., S. Patro, and M. Zhao*, 2003, «Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards: 1935—2000», Working Paper.
16. *Erickson, John, Yun W. Park, Joe Reising and Hyun-Han Shin*, 2003, «Board of Directors as an Endogenously Determined Institution and Firm Value: The Canadian Evidence», Working Paper.

17. *Hermalin, Benjamin E., and Michael S. Weisbach*, 2003, Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic evidence, *Economic Policy Review* 9, 7—26.
18. *Berglof, E. and Pajuste, A.*, 2005, «What do firms disclose and why? Enforcing corporate governance and transparency in Central and Eastern Europe», Working paper, Stockholm School of Economics.
19. *Aksu, M., Kosedag, A.*, 2005, «Transparency and Disclosure Scores and Their Determinants in the Istanbul Stock Exchange», Working paper.
20. *Putnam, R.*, 1993, *Making Democracy Work. Civic Traditions in Modern Italy*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
21. *Uslaner, Eric M.*, 2002, *The Moral Foundations of Trust*, Cambridge (UK): Cambridge University Press.
22. *Bjornskov, Christian*, 2005, «The Determinants of Trust», Ratio Institute Working Paper.
23. *Chami, R. and C. Fullenkamp*, 2002, «Trust as a Means of Improving Corporate Governance and Efficiency», IMF Working Paper, WP/02/33.
24. *Fukuyama, F.*, 1995, *Trust*, New York: Free Press.
25. *Fukuyama, F.*, 2000, «Social Capital and Civil Society», IMF Working Paper, WP/00/74.

Стаття надійшла до редакції 25.01.2007