

І.Л. Сазонець

**КОРПОРАТИВНЕ УПРАВЛІННЯ:  
СВІТОВИЙ ДОСВІД ТА  
МЕХАНІЗМИ ЗАЛУЧЕННЯ  
ІНВЕСТИЦІЙ**

*Рекомендовано  
Міністерством освіти і науки України  
як навчальний посібник для студентів  
вищих навчальних закладів*

Київ  
«Центр учбової літератури»  
2008

ББК 65.291.21я73  
С 14  
УДК 334.722.8(0755.8)

*Гриф надано  
Міністерством освіти і науки України  
(Лист № 1.4/18-Г-1002 від 21.06.2007 р.)*

Рецензенти:

*Шевцова О.Й.* – доктор економічних наук, професор, завідувача кафедрою банківської справи Дніпропетровського національного університету;

*Мельник Л.Ю.* – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри економічної теорії Дніпропетровського державного аграрного університету;

*Верхоглядова Н.І.* – доктор економічних наук, професор, завідувача кафедрою економіки підприємства Обласного комунального вищого навчального закладу Інституту підприємництва „Стратегія” (м. Жовті Води).

**Сазонець І.Л.**

С 14 Корпоративне управління: світовий досвід та механізми залучення інвестицій:  
Навч. пос. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 304 с.

ISBN 978-966-364-666-4

У книзі йдеться про сутність корпоративного управління, закономірності розвитку національних моделей корпоративного управління. Особливий наголос робиться на висвітленні питань щодо діяльності інституційних інвесторів як учасників корпоративної діяльності, використання акцій як інструменту корпоративного управління та залучення інвестицій, існуючих у світі механізмів регулювання процесів злиття та поглинання.

Для викладачів і студентів економічних спеціальностей, науковців, фахівців – практиків у галузі корпоративного управління, фондового ринку та інвестицій.

**ББК 65.291.21я73**

**ISBN 978-966-364-666-4**

© І.Л. Сазонець, 2008

© Центр учбової літератури, 2008

## Зміст

<b>ВСТУП</b> .....	<b>5</b>
<b>РОЗДІЛ 1. ФОРМУВАННЯ СИСТЕМИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ В УКРАЇНІ</b> .....	<b>7</b>
1.1. Становлення світової системи корпоративного управління .....	8
1.2. Розвиток корпоративних відносин в Україні та визначення корпоративного управління.....	11
1.3. Організаційно-правові засади корпоративного управління та залучення інвестицій .....	24
1.3.1. Роздержавлення – головна передумова розвитку корпоративного сектору в Україні.....	24
1.3.2. Чинники інвестиційної діяльності корпорацій .....	28
1.3.3. Взаємодія корпорацій з органами державного регулювання .....	32
1.3.4. Органи управління акціонерним товариством та їх функції.....	43
<b>Контрольні питання</b> .....	<b>67</b>
<b>РОЗДІЛ 2. ІНСТИТУЦІЙНІ ІНВЕТОРИ В СИСТЕМІ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ</b> .....	<b>69</b>
2.1. Визначення та особливості діяльності інституційних інвесторів .....	69
2.2. Інституційні інвестори у країнах Східної Європи.....	76
2.3. Акція – інструмент механізму корпоративного управління .....	86
<b>Контрольні питання</b> .....	<b>107</b>
<b>РОЗДІЛ 3. ЧИННИКИ ФОРМУВАННЯ ПРОЦЕДУР КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ</b> .....	<b>109</b>
3.1. Аналіз міжнародних моделей корпоративного управління .....	110
3.2. Напрями формування національної корпоративної моделі.....	122
3.3. Формування дивідендної політики корпорацій .....	131
3.4. Аналіз діяльності інституційних інвесторів у сфері корпоративного управління .....	142
<b>Контрольні запитання</b> .....	<b>164</b>

## **РОЗДІЛ 4. УДОСКОНАЛЕННЯ ФІНАНСОВИХ ПРОЦЕДУР КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ .....166**

4.1. Фінансові аспекти управління компаніями з державною (муніципальною) часткою власності .....	166
4.2. Ефективність системи корпоративного управління на основі оцінки дивідендної політики .....	178
4.3. Оцінка якості корпоративного управління .....	191
4.4. Удосконалення фінансових передумов розвитку корпоративного управління.....	204
<b>Контрольні запитання .....</b>	<b>216</b>

## **РОЗДІЛ 5. СУТНІСТЬ ТА ОСОБЛИВОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ МІЖНАРОДНИХ КОРПОРАЦІЙ.....218**

5.1. Сутність міжнародних корпорацій .....	218
5.2. Особливості функціонування транснаціональних корпорацій у міжнародній економіці.....	220
5.3. Умови та засади здійснення інвестиційної діяльності транснаціональних корпорацій .....	223
5.4. Вплив транснаціональних корпорацій на економічний розвиток держав.....	227
<b>Контрольні запитання .....</b>	<b>231</b>

## **РОЗДІЛ 6. ПРОЦЕДУРИ ПЕРЕТВОРЕННЯ КОРПОРАЦІЙ.....232**

6.1. Доцільність процедури злиття .....	232
6.2. Процедура об'єднання компаній.....	234
6.3. Інвестиційний аналіз злиття .....	244
6.4. Поділ, виділення та перетворення товариств .....	247
6.5. Створення корпоративних ал'янсів та холдингових компаній .....	259
<b>Контрольні питання .....</b>	<b>263</b>
<b>ПІСЛЯМОВА.....</b>	<b>264</b>
<b>ТЕСТОВІ ЗАВДАННЯ.....</b>	<b>270</b>
<b>ТЕМИ РЕФЕРАТИВ(КУРСОВИХ РОБІТ).....</b>	<b>293</b>
<b>СПИСОК РЕКОМЕНДОВАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ.....</b>	<b>297</b>

## ВСТУП

Створення ефективного механізму функціонування сучасного промислового підприємства ґрунтується, як на вже відомих вітчизняній економічній науці підходах, так і на положеннях, що мають значний ступінь новизни. Одним з нових елементів сучасної системи управління економікою й окремими підприємствами є механізм корпоративного управління.

Елементи корпоративних відносин виникли в епохи, що передували ринковим відносинам. Таким чином, попередня історія розвитку корпоративного управління налічує не одну сотню років. Однак тільки з розвитком продуктивних сил, формуванням системи ринкових відносин, розвитком акціонерних товариств склалася система корпоративного управління. На думку К. Маркса створення великих промислових підприємств визначило «Передачу великих організацій виробництва і сполучення спочатку у власність акціонерних товариств, пізніше – трестів» [ 41 ].

Складність формування механізму відпрацьовування конкретних корпоративних процедур в економіці України визначена в першу чергу, коротким історичним проміжком, відведеним нашій країні для побудови ринкової економіки. Незалежній Україні всього 15 років. У той час у розвинутих індустріальних державах різні форми корпоративних підприємств існують більше трьох століть, а інфраструктура, що забезпечує функціонування акціонерних товариств (банки, біржі, фінансові посередники, реєстратори і т. д.), склалася в сучасному вигляді майже 100 років тому. Останні 10 років в економічній історії України були роками стрімкого просування вперед у багатьох економічних напрямках, у тому числі й у сфері формування корпоративного управління, однак зарубіжний досвід, практика корпоративного управління в Україні постійно відкриває нові перспективи і ставить нові питання.

Об'єктивні умови розвитку вітчизняної економіки в сучасній ситуації, коли відносини між членами суспільства з приводу виробництва, розподілу і споживання суспільного продукту складаються на основі товарно-грошових відносин, рушійною силою яких є інтерес, а сферою існування – ринок, висунули вимоги розмежування відповідальності сторін у процесі управління, роз-

межування повноважень, уточнення прав і обов'язків учасників управління.

Існуючий у даний час механізм корпоративного управління не повною мірою відповідає вимогам часу, рівню розвитку продуктивних сил, класичним зарубіжним зразкам. Саме тому, з боку вітчизняних учених цим питанням приділяється особлива увага. Склалися наукові школи, що займаються цією проблематикою в Києві, Донецьку, Харкові, Тернополі. Проблеми корпоративного управління, функціонування акціонерних товариств досліджували такі авторитетні вчені-економісти, як: О. І. Амоша, Я. Г. Берсуцький, І. А. Бланк, С. В. Богачов, А. А. Пересада, І. Л. Сазонець, Г. О. Назарова, Мельникова М. В., Г. С. Одинцова, М. Г. Чумаченко, О. М. Ястремська. Завдяки проведеним ними дослідженням створена теоретична база корпоративного управління, в Україні, розроблені практичні рекомендації, що зробили конкретний внесок у відпрацьовування процедур корпоративного управління на рівні економіки України й окремих акціонерних товариств.

Основою для становлення розвитку корпоративних відносин в Україні стали фундаментальні праці іноземних авторів, що розкрили основні процедури корпоративного управління. До них можна віднести учених У. Шарпа, А. Александера, У. Гордона, Дж. Фабоцці, Е. Брігхема, Дж. Стигліца, А. Кульмана, Б. Шнейдера.

Разом з тим ряд актуальних питань залишається невирішеними. До таких проблемних питань можна віднести наступні: ефектне використання акцій як інструмента корпоративного управління, участь інституційних інвесторів у керуванні акціонерними товариствами, підвищення ефективності управління державними пакетами акцій у статутних фондах акціонерних товариств, удосконалювання методики підготовки і проведення загальних зборів акціонерів, управління дивідендною політикою і цілий ряд інших питань. Не досліджені специфічні особливості створення комплексної фінансової системи управління підприємством, коли система корпоративного управління розглядається у взаємозв'язку із системою управління персоналу, стратегічного менеджменту, фінансового обліку й оперативного управління на підприємстві.

Необхідність розробки методичних і прикладних проблем корпоративного управління визначила практичну значущість цієї книги.

## РОЗДІЛ 1. ФОРМУВАННЯ СИСТЕМИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ В УКРАЇНІ

Розглядаючи основи становлення і функціонування системи корпоративного управління в Україні, необхідно особливо виділити ті елементи системи, що характерні для великих промислових підприємств, великих корпоративних структур, і складають основу економічного потенціалу нашої держави. Процес приватизації, що завершився для більшості підприємств України, сформував і корпоративний сектор економіки, і середовище функціонування акціонерних товариств, що робить необхідним детальне вивчення і пророблення процедур корпоративного управління як усередині корпорації, так і у взаєминах з учасниками інвестиційного, фондового і фінансового ринків. Ретроспективний огляд становлення акціонерних товариств показує, що протягом всієї історії свого існування вони були нерозривно зв'язані з процесами інвестування і діяльністю фінансових посередників, і цей взаємозв'язок підвищував ефективність функціонування корпоративних структур. Тому одним з аспектів даного дослідження є вивчення відносин корпорацій з фінансовими посередниками, зокрема з інституційними інвесторами. Будучи інституційними інвесторами, банки, страхові компанії, інститути спільного інвестування через свою економічну природу спеціалізовано працюють з акціонерними товариствами, виконуючи при цьому цілий ряд інших, властивих тільки їм функцій.

Винятково з акціонерними товариствами працюють незалежні реєстратори, основне завдання яких – ведення реєстрів акціонерів. Крім роботи з інституційними інвесторами і реєстраторами, акціонерні товариства вступають в економічні відносини з іншою категорією учасників фінансової системи, це – спеціалізовані оцінювачі, фондові консультанти, аудиторські компанії, фінансові аналітики, що повинні підказати оптимальні шляхи і методи оцінки вартості майна в інвестиційному проекті, надати допомогу при підготовці і проведенні загальних зборів акціонерів.

Одним з найважливіших елементів механізму корпоративного управління на сучасному етапі розвитку цих відносин, як у нас в Україні, так і в закордонних корпоративних моделях, є процедури роботи корпорації на ринку цінних паперів. Пріоритетність переходу прав власності через цінні папери, пріоритетність

інвестування через цінні папери й обумовлює значимість для сучасної корпорації ступеня її інтеграції в процеси, що відбуваються на ринку цінних паперів, а також значний ступінь залучення інституційних інвесторів у систему корпоративного управління.

Корпоративне управління не є зовсім відособленою сферою менеджменту на підприємстві. Ця система тісно переплітається з іншими аспектами управлінської діяльності, серед яких: стратегічний менеджмент, інвестиційний менеджмент, управління персоналом і інші школи глобального менеджменту корпорації. Як правило корпорація самостійно підбирає для роботи на інвестиційному, фондовому ринку професійних операторів, а для роботи з акціонерами – необхідних консультантів і аудиторські компанії. Тому основним завданням даного розділу роботи є: ретроспективний огляд становлення корпоративного управління й основних його процедур, аналіз місця і значення корпоративного управління в загальній системі управління, виявлення ролі інституційних інвесторів у корпоративному управлінні і розгляду сутності і класифікації акцій як інструмента корпоративного управління і водночас інструменту фінансової діяльності за допомогою якого проводиться дивідендна політика акціонерного товариства, розподіляється прибуток та складається реальна вартість підприємства на фінансовому ринку.

### **1.1. Становлення світової системи корпоративного управління**

Корпоративне управління і корпоративні відносини взагалі нерозривно пов'язані з розвитком акціонерних товариств, акціонерної форми власності. Акціонерна форма виникла і почала розвиватися в докапіталістичну епоху. Однією з найперших різновидів компаній із спільним капіталом були привілейовані компанії (chartered companies). В Англії надання привілеї (хартії) було виключним правом королівської влади. Відомими прикладами є Компанія торговців-авантюристів Англії, що одержала хартію від Ричарда II (1390 р.) і Східно-Індійська компанія, що одержала хартію від королеви Єлизавети II.[ 17, с. 59].

У середньовіччя століття були відомі випадки створення кредитних установ із дрібних часток: капітал Венеціанського банку був складений із внесків дрібних позичальників. Однак "... ці



первісні товариства істотно відрізнялися від акціонерних компаній: особи, що вступили в товариства, виходячи, забирали частинку належних на їхні паї капіталу" [17, с.60 ]. Сучасний акціонерний принцип полягає в тому, що власник невеликої частки капіталу вносячи його у велике підприємство, замість нього одержував документ – акції, що легко можуть бути передані з рук у руки, без витягу зі справи самого капіталу. Перші компанії на такому принципі виникли в 1600 р. в Англії й у 1602 р. у Голландії для торгівлі з Індією. Застосування акціонерного принципу був поряд з появою векселів банків найважливішою реформою в галузі торгівлі й обміну.

В Англії попередниками сучасних акціонерних товариств були компанії, створювані у відповідності до норм звичайного права (*common law company*) це були незареєстрованні партнерства з частками, які можна було продавати. Їх число швидко зросло наприкінці XVIII на початку XIX століть, незважаючи на сильний опір з боку законодавчої влади. Ці компанії, які є корпоративними утвореннями і випускають акції, що могли передаватися, були незареєстрованими і найчастіше використовували послуги безпринципних людей для здійснення шахрайських проєктів. Це стало причиною прийняття закону про "дуті" підприємства, що діяли до 1825 р. [17, с.61 ].

Для усунення цього недоліку були прийняті нормативні акти, що зробили реєстрацію комерційних підприємств обов'язковою. Однак, це не послужило поштовхом для величезного прогресу в розвитку акціонерних товариств. Каменем спотикання було те, що відповідальність партнерів у бізнесі була необмеженою, що іноді, унаслідок некомпетентності або несумлінності керуючих бізнесом, могло означати крах для багатьох людей. Застосування в другій половині XIX століття принципу обмеженої відповідальності стосовно спільного капіталу дозволило виявити дійсний потенціал акумуляції капіталу. З цього часу почалося небачено швидко зростання акціонерного капіталу. Так, в Англії до кінця XIX століття щорічно створювалося до 4000 компаній з обмеженою відповідальністю, а товариства з повною відповідальністю практично перестали існувати [16, с. 6 ].

У Росії розвиток акціонерних форм у виробничій сфері (насамперед, у великій промисловості) різко прискорився після скасування кріпосного права в 1861 р. "Протягом 1861-1873 рр. було

затверджено 357 акціонерних товариств з капіталом у 1116 млн руб. Промисловість поглинала 11,4% всього акціонерного капіталу, тоді як банки, залізниці і торговельні підприємства – до 83%". після кризи 1875р. За 1874-1881рр. було знову створене 272 акціонерні товариства з капіталом 305,6 млн руб. У період піднесення промисловості до 1889р. у Росії функціонувало 504 акціонерні товариства з капіталом у 1736,8 млн руб. Загальна сума всіх акціонерних капіталів (основних, запасних, амортизаційних) у 1899 р. нараховувала 2,3 млрд руб. Найбільш посилено акціонерне будівництво розвивалося у важкій промисловості (гірській, металургійній, хімічній), а також у паливній і будівельній промисловості. Таким чином, з часів селянської реформи до кінця століття кількість великих промислових підприємств збільшилася приблизно в 3,0-3,5 рази, число акціонерних товариств – у 24,1 рази [37, с.53].

Розвивалося акціонування й у фінансовій сфері. У 1800 р. у Санкт-Петербурзі було засноване агентство англійського страхового товариства "Фенікс". Його головними клієнтами стали купці і барони з прибалтійських земель. Під впливом цього агентства, що протягом двох десятиліть своєї діяльності одержало визнання страхувальників і високі доходи, у 1822 р. торговий дім "Штірлиць і КО " разом з чотирма іншими намагалися на базі існуючого агентства "Фенікс" створити спільне англо-російське акціонерне страхове суспільство "Санкт-Петербурзький Фенікс". Пропозицію п'яти торгових домів було відкинута. Однак, через 5 років був підготовлений і затверджений новий Статут, але вже тільки "Російського страхового від вогню товариства". Так 22 липня 1827 р. у Росії з'явилося акціонерне страхування. 16 вересня 1835 року відкрилося друге акціонерне товариство – "Друге Російське страхове від вогню суспільство". Акціонерне страхування продовжувало розвиватися незважаючи на сильну конкуренцію на даному ринку державного (земського) страхування [39, с. 98].

Зростання російської економіки в другій половині ХІХ – початку ХХ століть було нерозривно пов'язане з розвитком корпоративної форми власності. Найбільш наочно це підтверджується даними про розвиток вугільної і металургійної промисловості на півдні Росії (територія України). З 1873 по 1913 р. виробництво чавуну в цьому районі збільшилося з 0,03 до 176,2 млн. пудів-тобто в 280 разів, виробництво готових виробів – з 0,16 до 133,6 млн пудів (у 835 разів), кількість акціонерних товариств – з 2 до

16 і акціонерний капітал – з 3,45 до 185,45 млн. руб. (у 54 рази) [37, с.54].

У Західних країнах на початку ХХ століття розвиток акціонерних підприємств хоча і сповільнився, але не припинився. Корпораціями в США були в 1904 р. – 23,6%, у 1909 – 25,9%, тобто понад чверть підприємств. У них було зайнято 70,6% у 1904 р. і 75,6% у 1909 р., розміри виробництва склали відповідно, 70,6% і 75,6%. Завдяки поступовому ростові, через піввіку – у 1965 р. у різних сферах економіки США частка акціонерних товариств складала від 87% до 98%. У 1980 р. 500 найбільших корпорацій США (при загальній кількості акціонерних товариств 2,5 млн.) зосередили більше 1/3 продажів і прибутку. В іншій найбільшій країні – Німеччині – з 1970 по 1980 р. кількість акціонерних товариств зросла з 77,9 до 224,9 тис., а їхній капітал збільшився з 96,3 до 184,9 млрд марок [37, с. 56].

Характерним явищем, властивим процесові корпоратизації економіки промислово розвинених країн у ХХ столітті, стало значне розширення кола акціонерів. У 1955 р. у США число власників акцій оцінювалося в 8,6 млн чоловік, у числі яких було близько 0,5 млн робітників, а в 1990 р. акціонерами були 47 млн. чіл., у тому числі 12 млн робітників. [88, с. 428].

Необхідно відзначити, що абсолютна більшість власників акцій не мають у своєму розпорядженні можливості брати фактичну участь у керуванні корпораціями, акціями яких вони володіють. У кожній корпорації 20 найбільшим акціонерам у середньому належало 32% звичайних акцій. Ці 20 акціонерів на ділі з успіхом контролюють справи корпорації .

## **1.2. Розвиток корпоративних відносин в Україні та визначення корпоративного управління**

Становлення корпоративного сектора в Україні і, разом з цим, розвиток відносин корпоративного управління тісно пов'язані з процесом приватизації. З початку проведення процесу приватизації в Україні сформовані акціонерні товариства вже посіли міцне місце на ринках виробництва і споживання. Однак цей процес не тільки не сповільнюється, але і переходить у нову стадію. Найбільш активно процес приватизації почав проводитися з 1996 р. До цього часу була остаточно сформована нормативна база як

малої, так і великої приватизації, що дозволило в 1996 р. приватизувати більше 20000 об'єктів, у тому числі 16456 об'єктів групи Е і 333 об'єкти групи Д. Крім того, 3901 об'єкт незавершеного будівництва був приватизований у складі цілісних майнових комплексів [65, с. 112].

Балансова вартість основних фондів приватизованих підприємств склала на кінець 1996 року 24% вартості основних фондів усіх підприємств і організацій України. У приватизованому секторі було зайнято 2,9 млн чоловік, або 20% усіх працівників підприємств України. На 1 липня 1996 р. частка приватизованих підприємств у загальному обсязі виробництва складала 33,5%.

У червні 1995 р. Указами Президента України №417/95 "Про деякі питання прискорення процесу малої приватизації в Україні" і №468/95 "Про заходи щодо забезпечення приватизації в 1995 році" була визначена мета малої приватизації. Почалося стрімке зростання обсягів малої приватизації. Динаміка процесу великої приватизації за своїм характером була аналогічна динаміці малої приватизації. На кінець 1994 р. темпи приватизації знизилися в 1,8 раза в порівнянні з обсягами початку року. У 1995 році після реалізації заходів, визначених Указами Президента України від 26.11.94 р. №699/94 "Про міри забезпечення прав громадян на використання приватизаційних майнових сертифікатів" і 23.06.95 р. №468/95 "Про заходи для забезпечення приватизації в 1995 році" були перевершені темпи початку 1994 року.

На сьогодні в Україні приватизація є одним з головних двигунів розвитку корпоративних відносин та створення акціонерних товариств, однак, велику роль відіграють і нові фінансові механізми, властиві для розвинутих економік. (рис. 1.1).

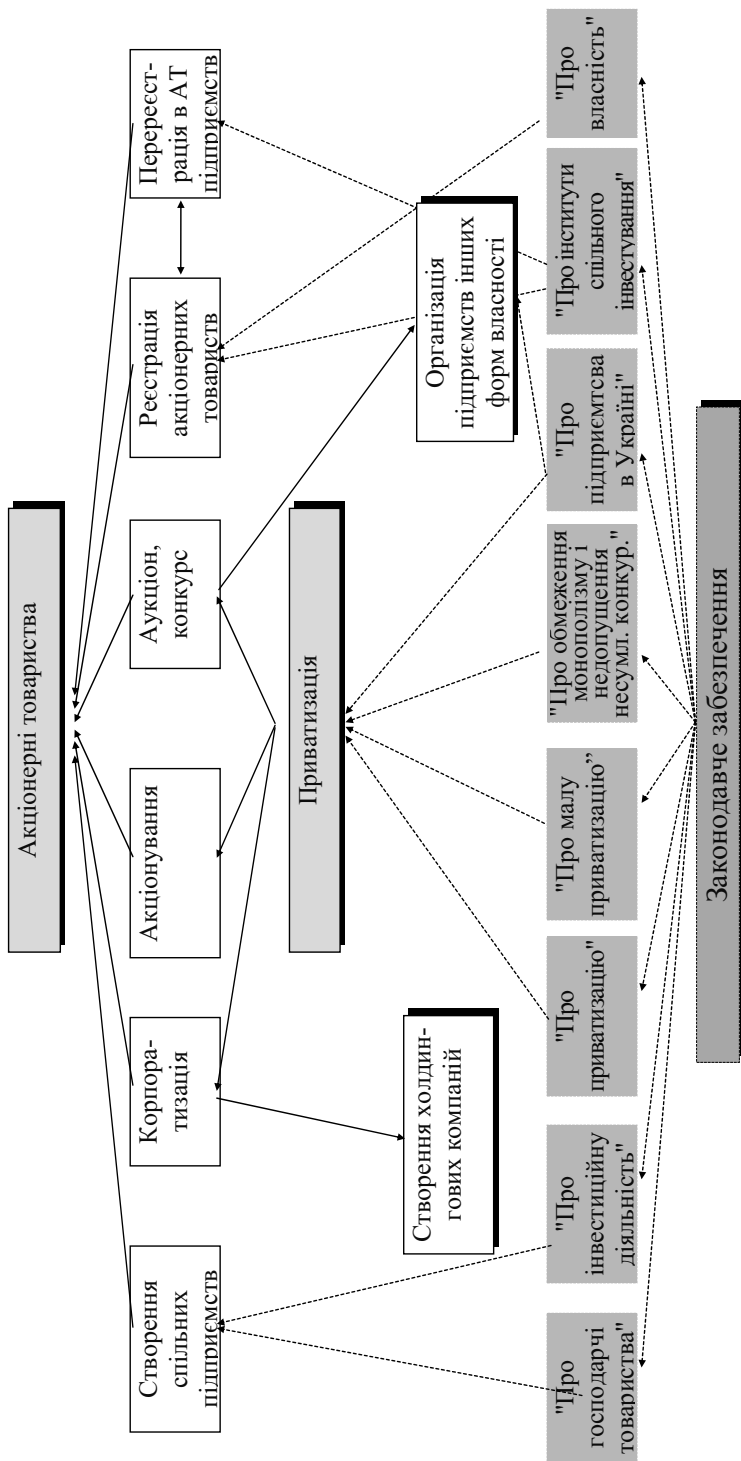


Рис. 1.1 Нормативне забезпечення створення акціонерних товариств в Україні

Аналізуючи досвід Дніпропетровщини у розвитку корпоративного сектора економіки на засадах процесу приватизації, необхідно відзначити, що найбільш швидкими темпами в даному регіоні розвивалися підприємства колективної форми власності, куди входять і акціонерні товариства, і по кількості підприємств лідирують також підприємства колективної форми власності.

Серед групи підприємств, пов'язаних із власністю міжнародних організацій і іноземних юридичних осіб, також присутні акціонерні товариства, хоча і створені на основі іншої законодавчої і нормативної бази.

За чисельністю працівників корпоративний сектор також посідає одне з перших місць. Кількість працівників зайнятих у корпоративному секторі в Дніпропетровській області, не набагато уступає кількості зайнятих у державному секторі економіки (куди відносяться й органи державного і місцевого управління) – 457,2 тис. працівників у державному секторі проти 414,8 у господарчих товариствах різних видів. Хоча цифри зайнятості в корпоративному секторі по роках знижуються, ця тенденція зв'язана не зі скороченням підприємств корпоративного сектора, а ймовірніше зі скороченням обсягу виробництва у великих корпораціях промисловості, особливостями обліку робочої сили і деяких факторів суб'єктивного характеру.

Одним з підтверджень росту корпоративного сектора в економіці Придніпровського регіону служать показники розподілу основних фондів у структурі господарського комплексу регіону. Частка основних фондів на підприємствах колективної форми власності хоча і не значно, але неухильно підвищується, – з 29,8 млн грн у 1995 році до 43,9 млн. грн у 2001 році. Значною мірою ця тенденція зв'язана з процесом приватизації державних підприємств, однак, як показують матеріали таблиці 1.5, запровадження в дію основних фондів на підприємствах різної форми власності також найбільш активно здійснюється на підприємствах корпоративного сектора. Так, з 1998 року по 2001 рік обсяги введення в експлуатацію нових основних фондів на підприємствах корпоративного сектора (колективної форми власності) зросли в 2,4 раза, у той час, як у державному секторі народного господарства області тільки в 1.6 раза, а в частці – 1.7 раза.

Найбільш швидкими темпами росте корпоративний сектор у сфері малого бізнесу. Найбільш розповсюджені організаційно –

правові форми малих підприємств – товариство з обмеженою відповідальністю й акціонерне товариство. У 1999 році кількість малих підприємств колективної форми власності складало 8935, а в 2001 році – 9883, таким чином ріст склав 111%, тоді як у державному секторі ріст склав 26 % (загальне зниження кількості малих підприємств державної форми власності). Необхідно відзначити, що більш динамічно в малому бізнесі розвиваються приватні підприємства. Збільшення їхньої кількості склало 116 %, але в цілому це не знижує значимості функціонування і розвитку корпоративного сектора в малому бізнесі.

Основою формування корпоративних структур у малому бізнесі є значні темпи роздержавлення, які є властивими таким сферам економіки як оптова і роздрібна торгівля (включаючи торгівлю автомобілями і технічне обслуговування та ремонт автомобілів), готелі і ресторани, сільське господарство, рибальство і лісове господарство, операції з нерухомістю (зміна форми власності підприємств цієї сфери найбільше динамічно проходила в 2001 році) передача приміщень в оренду, колективні, суспільні і особисті послуги. У цих сферах найбільша кількість об'єктів змінили форму власності.

Особливий інтерес для аналізу тенденцій формування корпоративного сектора в Україні, і зокрема у Дніпропетровській області має розгляд застосовуваних способів приватизації. Значне місце у формуванні корпоративного сектора економіки варто відвести такому способові приватизації як викуп підприємства товариством покупців. Товариство покупців – тимчасове юридичне утворення, що створювалося з винятковою метою проведення колективної приватизації об'єкта. Після проведення приватизації про повну оплату об'єкта товариство покупців трансформувалося в одну з організаційно-правових форм, передбачених Законом про Господарчі товариства. У такий спосіб відбувався не тільки процес роздержавлення державного підприємства (як правило об'єкта малої приватизації), але і створювалося нове господарче товариство. У результаті така схема була спрощена і приватизація об'єктів трудовими колективами вироблялася через попередньо створені господарчі товариства. Аналогічним способом при викупі орендного підприємства трудовим колективом утворювалася нова юридична особа корпоративного типу. Цей спосіб приватизації застосовувався як у малій приватизації, так і для великих

промислових структур. Для об'єктів приватизації груп Б, У, Г основним способом приватизації було акціонування, основні елементи якого – пільгова підписка на акції, проведення сертифікатних аукціонів. У результаті проведення пільгової підписки, продажу частини акцій, що залишилися, і створювалися корпорації (часто з державною часткою в акціонерному капіталі). Такі способи приватизації як продаж на аукціоні, продаж на комерційному або некомерційному конкурсі і ряд інших, передбачали участь у цьому процесі вже існуючих комерційних, виробничих структур і нові юридичні особи при цьому, як правило, не створювалися.

Процес приватизації і на сьогодні залишається одним з головних методів формування корпоративного сектора в економіці України. Незважаючи на те, що офіційно мала приватизація в основному завершена ще в 1997 році, у 2001 році в Дніпропетровській області було приватизовано 308 об'єктів цієї групи, вартість майна приватизованих об'єктів склала 12380.5 млн. грн. Крім того, в області було приватизовано 8 об'єктів груп Б, У, Г. Таким чином, у ході процесу приватизації в області з'явилося 316 нових корпоративних утворень. Однак, дана статистика не показує глибини процесу приватизації. Становить інтерес розгляд статистичного матеріалу, зв'язаного з часток приватизованого майна в акціонерних товариствах. Якщо в таблиці 1.9 представлено 349 об'єктів приватизації 2001 року, то в таблиці 1.10 розглянуто 78 об'єктів, що в 2001 р. у ході процесу приватизації перетворені в акціонерні товариства. У цілому, з 78 акціонерних товариств 23 мають 49.9 % приватизованого майна (акціонерного недержавного капіталу), 13 – від 50 % до 69.9 % акціонерного недержавного капіталу, 36 – від 70 % до 99.9 % акціонерного недержавного капіталу і тільки 6 підприємств із 100-процентним % недержавним капіталом. Аналогічна структура акціонерної власності на підприємствах промисловості області, де приватизована найбільша кількість підприємств – 34, що складають основу виробничого потенціалу області.

Одним з основних факторів ефективного здійснення корпоративного управління є, як уже відзначалося, створення акціонерних товариств. Що ж таке акціонерне товариство? Акціонерне товариство – це компанія створена юридичними або фізичними особами, що має статутний капітал, поділений на визначену кіль-



кість акцій і яка несе відповідальність за своїми обов'язками тільки майном товариства. [66, с. 34]. Акціонерне товариство може бути відкритим (якщо акції поширюються шляхом відкритої підписки або купівлі-продажу на фондових біржах) і закритим (акції якого не можуть поширюватися вільно).

Корпорація поєднує сторони, кожна з яких дотримується власних інтересів. Це акціонери, керівники, матеріально зацікавлені особи (кредитори, позичальники, технологічно, юридично і матеріально залежні підприємства). На думку Бобиля В. В. під поняттям «корпорація» дослідники мають на увазі ієрархічно створену структуру, що захищає економічні інтереси своїх членів [15 с. 836]. В умовах становлення сучасного ринкового господарства дрібні й організаційно чітко окреслені корпоративні структури трансформуються в об'єктивно невизначені корпоративні структури. Реальними господарями економіки стають корпорації, здатні регулювати виробництво, ринок у локальних і регіональних масштабах, створювати об'єднання підприємств, задовольняти інтереси всіх учасників корпорації, як акціонерів, працівників, так і інших зацікавлених сторін.

Корпоративне управління визначає механізм взаємодії сторін і методи, за допомогою яких вони (сторони) виражають свої інтереси [58, с.171]. Існує й інше трактування поняття "корпоративне управління". Корпоративне управління – це взаємозв'язок законодавства і практики, того, як повинна бути організована і керуватися корпорація (акціонерне товариство) [68, с. 6.].

**Корпоративне управління (Corporate Governance)** – це система виборних та призначених органів, які здійснюють управління діяльністю відкритих акціонерних товариств, що відображає баланс інтересів власників і спрямована на забезпечення максимально можливого прибутку від усіх видів діяльності відкритого акціонерного товариства в межах норм чинного законодавства [92].

Ці визначення дають лише загальні уявлення про сутність корпоративного управління. Можна навести більш широке трактування цього поняття: « **Корпоративне управління – це система функціонування державних і корпоративних органів управління, які здійснюють управління діяльністю акціонерних товариств, що відбиває баланс інтересів власників та інших зацікавлених сторін і спрямоване на одержання прибут-**

**ку відповідно до норм діючого законодавства».** Дане визначення найповніше відбиває всі особливості управління інтересами сторін у корпорації, однак, необхідно відзначити, що корпоративне управління властиве не тільки акціонерним товариствам, але і різного роду об'єднанням товариств, холдинговим структурам, структурам, що почали формуватися в економіці України (і у світовій економіці) тільки саме останнім часом і трактуються як «інтегровані корпоративні структури» [32, 40, 42, 72, 79]. Крім цього, необхідно враховувати, що в процесі управління акціонерним товариством беруть участь не тільки підрозділи корпорації і державні уповноважені органи, але також такі зацікавлені сторони як незалежні реєстратори, що здійснюють ведення реєстру акціонерів, аудиторські компанії, що здійснюють аудиторські перевірки за підсумками діяльності і які беруть участь у процедурі емісії акцій, а також інші сторони. Як правило, процес управління багатогранний і корпоративне управління є складовою частиною процесу управління корпорацією, зокрема, процесів, що пов'язані з фінансовим менеджментом корпорації, дивідендною політикою, функціонуванням корпорації на ринку цінних паперів, обігом цінних паперів корпорації на фінансових ринках та ін.

Основу всієї системи управління корпорацією складає менеджмент, що націлений, насамперед, на постійний розвиток виробничої системи. Велике значення нині здобуває фінансовий менеджмент, основна мета якого – здійснення підприємством успішної фінансової діяльності. Значне місце, як перспективний напрямок діяльності корпорації здобуває інвестиційний менеджмент, основною метою якого і є забезпечення найбільш ефективних шляхів реалізації інвестиційної стратегії компанії (фірми) на окремих етапах її розвитку [ 14, с. 448]. Як виокремлена складова частина стратегічного менеджменту функціонує менеджмент (управління) персоналом, що охоплює по вертикалі всю систему управління трудовими ресурсами корпорації.

Корпоративне управління – один з видів менеджменту без якого неможливо уявити сучасну корпорацію. Для сучасних процедур управління є властивим переплетення управлінських функцій, взаємопроникнення процедур менеджменту. Місце корпоративного управління в системі менеджменту корпорації подано в таблиці 1.1.

Таблиця 1.1.

**Місце корпоративного управління  
в системі менеджменту на підприємстві**

<b>Вид менеджменту</b>	<b>Основні характеристики, ключові положення</b>	<b>Основні ідеї, використовувані на сучасному етапі</b>
<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
Стратегічний менеджмент	<p>Наукові принципи Раціоналізація виконання робіт Розподіл праці в керуванні Застосування кількісних методів в оцінці і моделювання Виявлення й облік змін навколишнього середовища.</p>	<p>Науковий підхід до менеджменту і наукові принципи управління. Аналіз способів виконання робіт з метою їх удосконалення. Оплата праці як місткий елемент мотивації. Розгляд організації як системи. Використання кількісних показників при прийнятті рішень. Значення навколишнього середовища і зворотного зв'язку для досягнення успіху організації.</p>
Інвестиційний менеджмент	<p>Керує всіма аспектами інвестиційної діяльності підприємства. Забезпечення високих темпів розвитку компанії. Забезпечення максимізації доходів (прибутку) від інвестиційної діяльності. Максимізація інвестиційних ризиків.</p>	<p>Дослідження зовнішнього інвестиційного середовища. Розробка стратегічних напрямків інвестиційної діяльності. Формування інвестиційного портфеля корпорації. Організації моніторингу. Кількісна оцінка інвестиційних якостей окремих активів.</p>

	<p>Забезпечення фінансової стійкості і платежі здатності корпорації в процесі інвестиційної діяльності.</p> <p>Вишукування шляхів прискорення інвестиційних програм.</p>	
<p>Управління персоналом (кадровий менеджмент)</p>	<p>Забезпечення виробничого, технологічного процесу висококваліфікованими кадрами.</p> <p>Стимулюючий вплив заробітної плати.</p> <p>Колектив як особлива соціальна група.</p> <p>Міжособистісні відносини на фактор росту ефективності</p>	<p>Використання в менеджменті факторів комунікації, мотивації, лідерства.</p> <p>Дослідження поведінки людей в організаціях.</p> <p>Ставлення до працівників як до активних ресурсів</p>
<p>Корпоративне управління</p>	<p>Організує і регламентує взаємодію сторін, бере участь у керуванні корпорацією.</p> <p>Розподіл функцій.</p> <p>Застосування кількісних методів.</p> <p>Підготовка умов для прийняття найбільш ефективних рішень.</p> <p>Дотримання законодавчих норм і корпоративних принципів.</p> <p>Формування корпоративної етики.</p>	<p>Робота в умовах "прозорості" ринку цінних паперів.</p> <p>Легітимність процедури проведення загальних зборів акціонерів.</p> <p>Контроль усередині корпорації і внутрішній аудит.</p> <p>Забезпечення прав акціонерів.</p> <p>Забезпечення прав меншості акціонерів.</p> <p>Формування інфраструктури по роботі з ЦБ корпорації.</p>

Відмінною характеристикою корпоративного управління є його основна роль щодо врегулювання відносин сторін, які бе-

руть участь у керуванні корпорацією. Виходячи із сучасної ситуації в керуванні, ґрунтуючись на вивченні літературних джерел [18, 20, 25, 29, 47, 57, 62, 65, 91], можна виділити наступні сторони, що найбільш часто виступають учасниками (об'єктами) корпоративного управління як акціонери:

**Акціонер – держава.** На сьогодні роль держави зводиться до того, що вона вводить в органи управління свого представника, який бере участь у загальних зборах і, як правило, відстоює права держави на одержання дивідендів. Більш активну позицію в цих питаннях займають представники муніципальної власності в АТ.

**Зовнішні акціонери – юридичні особи.** Їхні інтереси значною мірою сконцентровані на одержанні дивідендів, однак якщо ці особи є клієнтами корпорації, постачальниками, споживачами то в них можуть виникати питання і на рівні стратегічних інтересів корпорації.

**Зовнішні акціонери – фізичні особи.** Сконцентровані, насамперед на одержанні дивідендів і меншою мірою на курсовій вартості акцій. Значна кількість зовнішніх акціонерів – фізичних осіб не виявляють значного інтересу до управління корпорацією, особливостей виробничої діяльності, здійсненням довгострокових інвестиційних програм і проектів.

**Акціонери – працівники підприємства.** Беруть більш активну участь у керуванні корпорацій ніж зовнішні інвестори – фізичні особи, однак не можуть здійснювати участі достатньо ефективно. Знають реальності і беруть активну участь у розгляді питань пов'язаних з виробничою діяльністю фірми, але не схильні до прийняття рішень про реалізації довгострокових інвестиційних програм і проектів, тому що вони можуть привести не тільки до зниження рівня дивідендів, але і зниження росту (заморожування) на визначеному рівні заробітної плати.

**Акціонери – керівники підприємств і менеджери вищої ланки.** У разі володіння цими акціонерами значним пакетом акцій вони зацікавлені в підвищенні ефективності виробництва. Як керівники, вони концентрують свою увагу на тих сторонах діяльності корпорації, які забезпечують її виживання і відповідні їм посади.

**Акціонери, які володіють значними (блокуючими, контрольними) пакетами акцій.** Одним із пріоритетів для них є збе-

реження контролю над корпорацією. Зацікавлені в максимально ефективній діяльності корпорації, одержанні високого прибутку, часто поза прив'язкою величини цього прибутку до фонду дивідендів. Переслідують стратегічні цілі, активно сприяють реалізації інвестиційних програм і проектів, у тому числі і довгострокових.

**Інституційні інвестори** – найбільше "передбачувана" частина акціонерів. Інституційні інвестори здійснюють постійний контроль за діяльністю компанії й активно беруть участь у керуванні. Як правило, інституційні інвестори голосують за рішення, що сприяють виплаті високих дивідендів, оскільки їхня значна частина формує портфелі доходу і консервативні портфелі. Однак залежно від фінансової ситуації на ринку вони можуть бути зацікавлені в рості курсової вартості акцій. Особлива роль і особливе становище інституційних інвесторів полягає в тому, що вони представляють інтереси безлічі юридичних і фізичних осіб інвестиційних сертифікатів, що купили, або своїх заощаджень, що інвестували яким-небудь іншим способом.

Розглянувши економічний механізм системи корпоративного управління, слід зазначити, що серед економічних параметрів системи корпоративного управління підприємством найбільший вплив на господарську діяльність роблять такі елементи, як склад акціонерів і дивідендна політика акціонерного товариства. Безпосередньо управлінські рішення стратегічного і тактичного характеру реалізуються в ході підготовки і проведення загальних зборів акціонерів. Залучення нового капіталу може здійснюватися за допомогою процедури проведення додаткової емісії акцій, однак безпосередньо економічний зміст функціонування корпорації – одержання прибутку – реалізується за допомогою формування оптимальної дивідендної політики, розробки стратегій дивідендних виплат, що, у свою чергу, визначаються інтересами основних груп акціонерів. У складі акціонерів великих корпорацій, як за рубежом, так і в Україні, значну роль відіграють інституційні інвестори. Ця роль буде зростати у зв'язку з проведенням в Україні пенсійної реформи і розвитком могутньої мережі нових для економічної системи України інституційних інвесторів – недержавних пенсійних фондів. На рисунку подана загальна система фінансово-економічних факторів системи корпоративного управління, однак у даній роботі найбільша увага буде приділятися

аналізу місця і ролі інституційних інвесторів у механізмі корпоративного управління і формуванню дивідендної політики акціонерного товариства.

Аналізуючи сутність корпоративного управління, його місце в загальній системі управління підприємством, сторін, які беруть участь у корпоративному управлінні, доцільно розглянути умови, за яких одна з зазначених вище сторін стає учасником корпоративного управління. Звичайно, де-юре купити одну акцію, акціонер має право голосу і може вважатися учасником процесу управління. Хоча в законодавстві деяких країн і, відповідно, корпорацій передбачене встановлення квоти для голосування, наприклад, право голосування на загальних зборах акціонерів мають акціонери, що володіють не менше ніж 5-ма акціями.

Проаналізувавши законодавчу і нормативну базу, зокрема Закон України "Про оподаткування прибутку підприємств", Закон України "Про господарські товариства, Положення АМК України "Положення про контроль за економічною концентрацією", а також вітчизняні літературні джерела [21, 23, 29, 58, 68, 78] можна виділити такі основні риси ефективної реалізації корпоративного управління його сторонами:

- володіння або управління значною частиною акцій або їх активів;
- можливість впливати на висновок договорів і контрактів, визначати основні умови господарської діяльності;
- можливість впливати на формування складу органів управління корпорації;
- можливість ініціювати зняття з посади членів Правління акціонерного товариства, членів ради директорів, членів Наглядової ради, ротацію складу Ревізійної компанії;
- можливість скликання позачергових (чергових) зборів акціонерів самими акціонерами.

Як видно, з розглянутих вище сторін – учасників корпоративного управління, тільки держава і великі акціонери можуть реалізувати по сьогоднішню дієво свої права в корпоративному управлінні. Це ще раз підкреслює особливу роль інституційних інвесторів, що, залучаючи дрібні інвестиції, одержують досить широкі права. Крім того, їхня роль у корпоративному керуванні зростає, оскільки вони є основним акумулятором заощаджень фізичних осіб. Нині в Україні разом з реформою пенсійного забез-

печення громадян одержують усе більший розвиток Пенсійні фонди. Тому розгляду механізму функціонування інституційних інвесторів у даній роботі буде відведене особливе місце.

### **1.3. Організаційно-правові засади корпоративного управління та залучення інвестицій**

#### **1.3.1. Роздержавлення – головна передумова розвитку корпоративного сектора в Україні**

Поштовхом до проведення внутрішніх та зовнішніх інвестицій є процес роздержавлення, при проведенні якого створюються перші умови залучення інвестицій. Сьогодні головною перешкодою для їх широкого залучення у вигляді інструменту господарювання є несприятливий інвестиційний клімат. Створення умов для широкого інвестування як за рахунок внутрішніх ресурсів України, так і за рахунок залучення коштів нерезидентів може спиратися на вирішення завдань реалізації концепції роздержавлення (рис. 1.2).

**Лібералізація ринків.** Важливим фактором для початку масової приватизації, широкого залучення інвестицій в Україні став сам факт визнання того, що ринок у нас існує, і він разом з державним управлінням є одним з регуляторів економіки. Головним фактором визнання ринку є лібералізація цін на продукти, товари, послуги.





**Диверсифікація виробництва.** Система сприяння диверсифікації містить декілька загальновідомих світовій економічній практиці стимулів, зокрема прискорену амортизацію устаткування майнового комплексу, на якому будуть виготовлятися нові вироби, пільгові податки для відкритих підприємств, пільгові умови інвестиційного кредитування та ряд інших.

### **Оздоровлення підприємств державної форми власності**

Економічною сутністю такого оздоровлення є максимальне наближення умов діяльності державних підприємств і акціонерних товариств. Якщо з причин державного, політичного характеру підприємства не підлягають приватизації, економічне середовище потребує його функціонування в загальноприйнятому ринковому механізмі. Одним з інструментів в оздоровлення державних підприємств є скорочення бюджетних надходжень. Сьогодні скорочення бюджетних надходжень проводиться хаотично і визначається, по суті, недостатнім фінансуванням. Цей процес є дестабілізуючим моментом у діяльності підприємств. Але він може стати фактором стабілізації, якщо бюджетні кошти не просто не надходять, а будуть поступово витіснятися договірним фінансуванням. Необхідно створити умови для процесу формування державним підприємством портфеля замовлень, забезпечених договірним фінансуванням. Це дозволить підприємству гнучко орієнтуватися у ринкових цінах, використовувати більшою мірою досягнення науково-технічного прогресу, вільніше розпоряджатися наявними фінансовими ресурсами. Для держави цей процес також вигідний, тому що зменшується навантаження на державний бюджет. Звичайно, за умови першочергового розміщення та виконання державних замовлень. Така форма фінансування державних підприємств зумовлює і розвиток їхньої самостійності, зокрема з таких питань, як: 1) підготовка і розрахунок виробничої програми; 2) основні напрямки витрат фондів, сформованих з прибутків, що залишилися в розпорядженні підприємства; 3) визначення форм та методів матеріального стимулювання.

**Створення спільних підприємств** з відома органів, які мають право розпоряджатися державним майном. Такий шлях інвестування дозволяє підвищити фондівдачу в цілому по підприємству, скоротити відрахування у бюджет, забезпечити виробничу потужність, освоїти випуск конкурентної продукції і, відповідно, скоротити бюджетні надходження. Але одним з головних

позитивних моментів залучення приватних інвестицій на державне підприємство є заміна застарілих основних фондів на більш нові, прогресивні. На цих нових основних фондах (виробничих потужностях) можуть розміщуватися і державні замовлення.

**Створення підприємств змішаної форми власності**, де будуть присутні і державна, і приватна частки у статутному фонді. Створюючи підприємства такого типу, що властиві, перш за все, вільним економічним зонам, держава збільшує можливості товарного, сировинного обміну, можливості для потоків фінансових ресурсів. Для цих акціонерних товариств, створених під конкретну мету забезпечення потреб регіону, держави у будь-яких товарах, послугах, правомірним є установа пільгових податків, особливої системи кредитування.

Створення нових підприємств у формі акціонерного товариства передбачає широкий доступ фізичних та юридичних осіб до процедури відкритої передплати. У процесі приватизації фізичні особи – громадяни України – беруть участь, як правило, один раз – при використанні приватизаційного майнового сертифіката, (тому що участь у грошовій приватизації громадян є дуже проблематичною, за грошові кошти продаються великі пакети акцій, об'єкти малої приватизації). Широке застосування грошових ресурсів дрібних інвесторів в існуючому на сьогодні правовому полі приватизації неможливе. Відкрита передплата на акції акціонерних товариств дає можливість великому колу фізичних та юридичних осіб інвестувати грошові ресурси, майно, нерухомість, інтелектуальну власність у нові підприємства. Водночас процедура передплати на акції не обмежує участі значного капіталу, тим більше, якщо цей капітал виступає як статутний.

**Створення юридичних осіб у формі товариств з обмеженою відповідальністю** (та інших видів товариств), які також створюють конкурентне середовище на певних товарних ринках. В основному ці товариства функціонують як виробники товару та послуг у сфері споживання, побутового обслуговування, торгівлі і займають з виробниками – акціонерними товариствами – різні сегменти ринку.

**Корпоратизація**, у якій беруть участь закриті акціонерні товариства з державною часткою власності, зумовлює також можливість додаткового створення холдингових компаній.

**Холдингові компанії** за своєю суттю також є акціонерними товариствами, але у зв'язку з тим, що вони здійснюють, як правило, функції володіння і управління, на рис. 1 їх виділено окремо.

Створення корпорацій в Україні спирається на Господарський кодекс та Укази Президента України "Про корпоратизацію підприємств" і "Про холдингові компанії, що створюються в процесі корпоратизації та приватизації".

### **1.3.2. Чинники інвестиційної діяльності корпорацій**

Одним з головних факторів інвестиційної діяльності корпорацій є створення оптимальних умов корпоративного управління. Для розгляду цих умов визначимо термінологію.

Акціонерне товариство, як простіша форма корпорацій, – це компанія, створена юридичними або фізичними особами, яка має статутний фонд., поділений на визначену кількість акцій однакової номінальної вартості, і яка несе відповідальність за своїми обов'язками тільки майном товариства. Акціонерне товариство може бути відкритого (якщо акції розподіляються шляхом відкритої передплати або купівлі-продажу на фондових біржах) і закритого (акції якого не можуть розподілятися вільно) типів.

Корпорація об'єднує сторони, кожна з яких дотримується власних інтересів. Це – службовці, акціонери, управлінці, матеріально зацікавлені особи (кредитори, кредитовані, технологічно, юридично і територіально залежні підприємства). При цьому учасники корпорацій можуть виступати водночас з декількох позицій.

Корпоративне управління визначає механізми взаємозв'язку сторін і методи, за допомогою яких вони виражають свої інтереси.

З позиції корпоративного управління на інвестиційну привабливість акціонерного товариства впливають такі фактори:

**Спосіб приватизації.** Способи приватизації нормативно обумовлені. Головні з них – акціонування, конкурс і аукціон – зображені на рис. 1.

Спосіб приватизації, а для промислових підприємств – це, перш за все, акціонування – визначає, в першу чергу, кількість та склад акціонерів.

Наприклад, наявність великої кількості акціонерів-фізичних осіб зумовлена процедурою проведення пільгової передплати і продажем значної кількості акцій через центр сертифікатних аук-

ціонів за приватизаційні або компенсаційні сертифікати. Умови проведення акціонування за допомогою продажу значних пакетів акцій, наприклад, за допомогою комерційного конкурсу під інвестиційні зобов'язання з виплатою грошових ресурсів, відокремлюють потенційних дрібних інвесторів від участі у процесі приватизації і роблять склад акціонерів невеликим.

**Склад акціонерів** є не тільки результатом застосування і проведення методів приватизації, але важливим, інколи вирішальним фактором у формуванні ефективної системи управління підприємством. У разі, коли склад акціонерів сформований в основному з юридичних осіб-виробників, це, як правило, підприємства – споживачі продукції, постачальники, комерційні фірми, які реалізують продукцію підприємства, акціонери, які мають визначені напрямки робіт та співробітництво з акціонерним товариством у певній сфері діяльності, це дозволяє максимально поєднувати інтереси акціонерного товариства та найбільш великих акціонерів. Якщо значні пакети акцій придбані фінансовими посередниками, основне завдання таких акціонерів – сформувати максимально можливий фонд дивідендів та сплатити найбільші дивіденди. Така стратегія може мати негативні тенденції у разі прийняття оперативних господарських рішень, які в майбутньому можуть викликати значний ефект, але в даний час знижують фінансові показники роботи підприємства. Ця негативна тенденція може зберігатися й у разі, якщо акції розпорошені серед великої кількості фізичних або дрібних юридичних осіб. Крім цього, ускладнюється прийняття рішення загальними зборами акціонерного товариства, підвищується вартість його проведення. Це, у свою чергу, може привести до того, що реальними господарями акціонерного товариства стануть особи, які очолюють виконавчі органи – правління, дирекцію та ін. Так, у США у період розквіту «народного капіталізму» контрольним міг вважатися пакет акцій у розмірі 13%. Істотний вплив керівників підприємства на процес підготовки та прийняття рішень, а також офіційно регламентована можливість володіння 5% акцій, плюс можливість їх придбання не через пільгову передплату, а іншими способами робить процес розпилення акцій небажаним. Фактичне володіння акціонерним товариством його керуючими позбавляє товариство однієї з головних функцій – функції внутрішнього контролю, яка осо-

бливо важлива у сьгоднішній економічно та соціально нестабільній ситуації.

**Умови інвестування, конкурсні умови**, які визначають економічні напрямки розвитку акціонерного товариства у найближчий постприватизаційний період. Зокрема, від планів потенційних інвесторів залежить фінансовий стан, термін, засоби, форма одержання кредиту, структура підприємства, якщо інвестиція буде проведена у вигляді створення СП у складі підприємства або будь-якої аналогічної реорганізації, обсяги, терміни, структура введення до ладу нових виробничих потужностей тощо. Більш детально механізм взаємодії інвесторів з акціонерним товариством подано в розділах 3 і 4.

**Розвиток сегмента ринку**, в якому діє акціонерне товариство. Жорстка конкуренція на цьому ринку товарів буде підштовхувати підприємства до диверсифікації виробництва товарів, послуг, що, у свою чергу, не може не відобразитися у попиті на інвестиції, потребі у капітальних вкладеннях, привабливості цінних паперів, більш тісній взаємодії елементів корпоративної структури.

**Регламентация питань діяльності відповідними регулювальними органами**. Ці органи не тільки надають допомогу, але й проводять контроль, ревізію, диктують кроки.

Корпорація як організаційно-правова форма вже одержала достатнє поширення в Україні, однак масовий розвиток акціонерних товариств та їх відповідність за всіма параметрами умовам корпоративності робить цілеспрямованим їх розгляд як головного учасника корпоративних відносин та залучення потенційних інвесторів. Виділяють такі переваги акціонерних товариств перед підприємствами, що засновані в інших організаційно-правових формах:

- більш широкі можливості для залучення капіталу шляхом емісії додаткової кількості акцій, емісії облігацій, отримання кредитів на вигідних умовах тощо;
- фінансовий ризик акціонерів обмежується розміром належної їм частки в майні Товариства (вартістю акцій, що їм належать);
- відповідно до чинного законодавства України та внутрішніх нормативних документів Товариства акціонери можуть продавати або іншим способом відчужувати акції, що їм нале-

- жать, на власний розсуд, не повідомляючи про це інших акціонерів;
- функції власника та керівника чітко розмежовані, тому власники (акціонери) мають широкий вибір можливостей щодо найму “команди” високопрофесійних керівників.

Держава бере участь в управлінні Товариством лише в межах пакета акцій, що їй належить. Якщо держава продає свій пакет, то вона впливає на діяльність Товариства опосередковано, наприклад, шляхом проведення певної банківської, податкової, соціальної, антимонопольної, митної політики тощо.

У чому ж полягають основні переваги акціонерних товариств при інвестуванні?

**По-перше**, загальноприйнята організаційно-правова форма підприємств як акціонерних товариств дозволяє залучати інвестиції через участь у статутному фонді. Такий спосіб інвестування є гарантованим та найбільш безпечним. Розподіл статутного фонду на частки, які забезпечені цінними паперами – акціями, створюють умови для участі у капіталі товариства фінансових посередників та дрібних індивідуальних інвесторів.

У відкритих акціонерних товариствах найбільш спрощена процедура участі в статутному фонді. Інвестори за власним бажанням можуть купувати, продавати акції. У закритому акціонерному товаристві рух акцій обмежений. Крім обмеження їх обсягу на фондовому ринку, питання руху акцій усередині товариства вирішуються зборами акціонерів.

**По-друге**, акціонерні товариства можуть залучати інвестиції шляхом випуску довгострокових цінних паперів. На практиці найбільш розповсюджений такий спосіб залучення капіталу, як емісія облігацій. Для акціонерних товариств існує межа такого виду емісії – не більше 25% від розміру статутного фонду, хоча і ця величина є достатньою для поповнення обігових коштів підприємства.

**По-третє**, акціонерні товариства мають достатньо великий рівень свободи при проведенні внутрішнього інвестування. Загальні збори акціонерів, як вищий орган управління товариством, можуть прийняти рішення про використання одержаного прибутку з метою розвитку виробництва. Законодавче обмеження у даному випадку існує тільки щодо зобов'язань по виплаті дивідендів за привілейованими акціями. Важливим фактором, який може

стати перешкодою у здійсненні внутрішніх інвестицій – це дії основних акціонерів підприємства залежно від роду їх діяльності, спеціалізації на фондовому, інвестиційному, комерційному ринках. У таких випадках принципову точку зору має відстоювати правління товариства, принципово підходячи до вирішення питань з урахуванням економічних, фінансових та майнових інтересів підприємства.

### **1.3.3. Взаємодія корпорацій з органами державного регулювання**

Всі аспекти інвестиційної діяльності акціонерних товариств регулюються за допомогою державних органів управління. (рис. 1.3). Найбільш повно віддзеркалюють специфіку нових підходів у діяльності підприємств їх взаємовідносини як емітентів з **Державною комісією з цінних паперів і фондового ринку** та її територіальними відділеннями.

Щодо регулювання інвестиційної діяльності, функціонування акціонерних товариств комісія має:

1. Забезпечувати рівні можливості для доступу емітентів, інвесторів та посередників на ринок цінних паперів;
2. Захищати право власності на цінні папери;
3. Слідкувати за тим, щоб учасники ринку одержували інформацію про умови випуску та обігу цінних паперів, результати фінансово-господарської діяльності емітентів, обсяги і характер угод з цінними паперами та іншу інформацію, що впливає на формування цін на ринку цінних паперів;
4. Забезпечувати дотримання учасниками ринку цінних паперів вимог законодавчих та інших нормативних актів;
5. Здійснювати контроль за прозорістю та відкритістю ринку цінних паперів;
6. Установлювати правила та стандарти здійснення операцій на ринку цінних паперів;
7. Здійснювати контроль за діяльністю осіб, які обслуговують випуск та обіг цінних паперів.

Одна з головних функцій акціонерного товариства – здійснення емісії цінних паперів (акцій, облігацій). При здійсненні емісії Цінних паперів реєструючим та контролюючим органом є ДКЦПФР. Процедура емісії передбачає два головних етапи: ре-



естрацію інформації про майбутній випуск акцій та реєстрацію емісії цінних паперів. Під час підготовки цих актів акціонерне товариство дуже тісно співпрацює з Державною комісією (її територіальним відділенням), комплектуючи великий перелік наданих документів відповідно до законодавчих та нормативних вимог.

Державна комісія має і непрямий вплив на становище акціонерного товариства на інвестиційному ринку, зокрема, через регламентацію взаємодії між акціонерним товариством та реєстраторами, акціонерним товариством та ліцензованими торговцями цінними паперами. Комісія, перевіряючи умови ліцензування фінансових посередників, реєстраторів, наглядає за законністю проведення операцій з цінними паперами емітентів, створюючи для підприємств правове середовище обігу цінних паперів емітента.

**Податкова адміністрація** має відчутний вплив на корпоративне управління підприємством. Якщо раніше оподаткування вимагало ведення обліку та складання звітів з виробничої та господарської діяльності, то зараз ведеться додатковий облік з податку на прибуток та з податку на додану вартість. Крім цього, сучасне виробниче підприємство являє собою корпорацію західного типу, до складу якого увійшли споріднені підприємства та підприємства-сателіти, які працювали свого часу як підрозділи, цехи заводу, потім перейшли на госпрозрахунок, оренду та остаточно відокремились. Але вони функціонують спільно з головним заводом. Усі технологічні та економічні процеси, які здійснюються ними, взаємопов'язані, і відповідно, документація, яка подається ними у податкові органи, повинна бути узгоджена, уточнені цифри взаємонаданих послуг орендної плати (якщо вона є) кількості тарифів відпуску електроенергії, тепла, палива, сировини, напівфабрикатів. Ця процедура також робить процес взаємодії з податковими службами більш складним та відповідальним, ніж раніше, особливо з урахуванням існуючої системи санкцій за порушення у цій галузі.



Рис. 1.3. Регулювання корпоративної діяльності державними органами

**Фонд державного майна України** впливає на діяльність підприємств і після приватизації. Цей вплив визначається такими факторами:

- періодичні перевірки з боку контрольних органів потребують постійного повернення до первинних документів, на підставі яких була проведена приватизація. Такими документами є перш за все: акт оцінки майна, на підставі якого формувався статутний фонд, списки учасників пільгової передплати, формування яких велося згідно з даними відділу кадрів, акти інвентаризації, опис майна, інвентарна справа, документація щодо земельних ділянок;
- відповідними законодавчими та нормативними актами, що закріплюють за регіональними відділеннями фонду держмайна та його представництвами функції контролю діяльності приватизованих підприємств, дотриманням умов, поданих підприємствами на конкурс у процесі приватизації, конкурсами інвестиційних проектів бізнес-планів, дотриманням умов договорів купівлі-продажу об'єктів;
- як правило, акціонерне товариство або його основні акціонери зацікавлені у придбанні акцій свого підприємства, які з'являються на фондовому ринку. Одним з головних розпорядників таких пакетів акцій є Фонд державного майна України, який від імені держави укладає угоди з фондовими біржами про продаж пакетів. Цей фактор також примушує акціонерні товариства бути у постійному контакті з відповідними службами та підрозділами органу приватизації.

Усі підприємства, у статутних фондах яких є частка державної власності, у тому числі з іноземними інвестиціями, відповідно до "Положення про порядок здійснення підготовки до приватизації та продаж часток (паїв, акцій), які належать державі у майні підприємств з іноземними інвестиціями та господарських об'єктів", будуть перетворені на акціонерні товариства;

- керування державними пакетами акцій. Цей процес ще більше підсилить взаємозв'язок підприємств з органами приватизації, яким делеговано право управляти державним майном. Найближчим часом планується передача цієї функції спільно створеним органам – комітетам з корпоративного управління.

**Антимонопольний Комітет України** є органом державного регулювання, з яким акціонерне товариство має узгоджувати відповідальні кроки, які робляться у галузі злиття, концентрації, купівлі-продажу великих пакетів цінних паперів. Антимонопольне регулювання існує в Україні задля попередження монополізму та недобросовісної конкуренції у підприємницькій діяльності, спрямоване на забезпечення ефективного функціонування економіки України.

Монополізм – перевага на ринку товарів та послуг одного виробника, продавця чи порівняно невеликої групи виробників, продавців що поєднуються з ціллю захоплення ринку, позбавлення від конкурентів, що продають даний або аналогічний товар, контролю цін.

Недобросовісна конкуренція– порушення учасниками ринку правил і норм конкуренції, що прийняті на ринку, кооперація проти інших конкурентів, намагання їх зганьбити, дискредитувати, іноді встановлення демпінгових цін.

Антимонопольне регулювання в корпоративному секторі існує задля недопущення зловживань монопольним становищем:

- нав'язування таких умов договору, які ставлять контрагентів в нерівне становище, або додаткових умов, що не відносяться до предмета договору, в тому числі нав'язування товару, не потрібного контрагенту;
- обмеження або припинення виробництва, а також вилучення з обороту товарів, що привели або можуть привести до створення або підтримки дефіциту на ринку чи встановлення монопольних цін;
- часткова або повна відмова від реалізації чи закупівлі товару при відсутності альтернативних джерел постачання або збуту, що привели або можуть привести до створення або підтримки дефіциту на ринку чи встановлення монопольних цін;
- інші дії, що привели або можуть привести до створення перешкод доступу на ринок (виходу з ринку) інших суб'єктів господарювання;
- встановлення дискримінаційних цін (тарифів, розцінок) на свої товари, що обмежують права окремих споживачів;

- встановлення монополю високих цін (тарифів, розцінок) на свої товари, що привело або може привести до порушення прав споживачів;
- встановлення монополю низьких цін (тарифів, розцінок) на свої товари, що привело або може призвести до обмеження конкуренції.

Також антимонопольне законодавство забороняє антиконкурентні узгоджені дії. Антиконкурентними узгодженими діями визнаються погоджені дії (угоди), що привели або можуть привести до:

- встановлення (підтримання) монопольних цін (тарифів), знижок, надбавок (доплат), націнок;
- розподілу ринків за територіальним принципом, асортиментом товарів, обсягом їх реалізації чи закупівель або за колом споживачів чи за іншими ознаками, що привели або можуть привести до їх монополізації

Антимонопольні органи існують також в інших країнах і мають різні назви, проте мета у них одна — недопущення монополізації ринків, розробка відповідних приписів і контроль. Наприклад, у Польщі акціонер, який бажає придбати акції, повинен повідомити про це Комісію з цінних паперів і назвати компанію, якщо пакет акцій перевищуватиме певні встановлені відсотки від пакета акцій компанії (10,20,33, 50, 66 або 75). Наміри придбати 33 відсотки акцій компанії мають бути відкритими, особа — претендент на придбання — повинна повідомляти фондову біржу і Комісію з цінних паперів про пропозицію придбати акції, намічену дату продажу-купівлі і запропоновані ціни. В Україні існують законодавчо розроблені правила і приписи щодо обмеження монополізму та недопущення недобросовісної конкуренції у підприємницькій діяльності, їх перелік і зміст є досить великим, тому зупинимося на тих приписах, які найбільш стосуються господарських товариств і вимог щодо переходів власності і контролю.

Антимонопольному комітету надані досить широкі права, оскільки створення, злиття, приєднання, ліквідація господарюючих суб'єктів (у тому числі господарського товариства, асоціації, концерну та іншого об'єднання підприємств), придбання, набуття в інший спосіб у власність, одержання в управління (користування) часток (акцій, паїв), а також активів (майна) у вигляді цілісних майнових комплексів господарюючих суб'єктів чи структур-

них підрозділів господарюючих суб'єктів, оренда цілісних майнових комплексів господарюючих суб'єктів чи структурних підрозділів господарюючих суб'єктів провадиться тільки за його згодою або згодою його органів. Це стосується не всіх підприємств, оскільки охопити всі господарюючі суб'єкти практично неможливо, а тільки таких випадків, коли:

- створення господарюючого суб'єкта двома та більше засновниками (учасниками), якщо сумарна вартість активів або сумарний обсяг реалізації товарів, робіт, послуг цих засновників (учасників) за підсумками останнього фінансового року перевищує суму у валюті України, еквівалентну 12 млн дол США за офіційним валютним курсом, який діяв на кінець останнього фінансового року, і при цьому не менше як у двох засновників (учасників) вартість активів або обсягів реалізації товарів перевищує суму грошового еквівалента, ще дорівнює 600 тис. дол США у кожного;
- створення господарюючого суб'єкта двома та більше засновниками (учасниками), які діють на певному товарному ринку, якщо хоч один із них посідає монопольне становище на ринку або якщо загальна частка засновників (учасників) на цьому ринку перевищує 35 відсотків, а також створення господарюючого суб'єкта, частка якого на певному товарному ринку явно перевищуватиме 35 відсотків;
- вступ одного або кількох господарюючих суб'єктів у об'єднання, якщо сумарна вартість активів або сумарний обсяг реалізації товарів цих господарюючих суб'єктів та об'єднання разом з його засновниками (учасниками) перевищує суму грошового еквівалента, що дорівнює 12 млн дол США або якщо хоч один із суб'єктів чи об'єднання посідає монопольне становище на певному товарному ринку, або загальна частка засновників (учасників) об'єднання після вступу до нього цих господарюючих суб'єктів на певному ринку перевищуватиме 35 відсотків;
- злиття господарюючих суб'єктів або приєднання одного господарюючого суб'єкта до іншого, якщо хоч один із них посідає монопольне становище на певному товарному ринку, в тому числі злиття або приєднання господарюючих суб'єктів, які діють на певному товарному ринку, якщо їх загальна частка на цьому ринку перевищує 35 відсотків.

Існують також інші вимоги, які стосуються не тільки господарських товариств, а й інших організаційних форм підприємств.

Важливими є нормативні вимоги щодо безпосереднього регулювання руху корпоративних прав. Насамперед, це стосується безпосереднього або опосередкованого, одноразово або за кілька разів придбання, набуття в інший спосіб у власність або отримання в управління (користування) часток (акцій, паїв), що забезпечує досягнення або перевищення 25,5 відсотків голосів у вищому органі управління відповідного господарюючого суб'єкта, якщо сумарна вартість придбання, набуття в інший спосіб у власність, отримання в управління (користування) перевищує суму грошового еквівалента, що дорівнює 100 тис. дол США за офіційним валютним курсом, що діє на день подання заяви про намір придбання, набуття в інший спосіб у власність, отримання в управління (користування) часток (акцій, паїв). У разі придбання, набуття в інший спосіб у власність або отримання в управління (користування) безпосередньо або опосередковано, одноразово або за кілька разів часток (акцій, паїв), що забезпечує досягнення або перевищення 10 відсотків голосів у вищому органі управління відповідного господарюючого суб'єкта за наведених вище вартісних показників, покупець зобов'язаний у місячний термін повідомити про це придбання Антимонопольний комітет або його органи.

У разі безпосереднього або опосередкованого придбання активів (майна) у вигляді цілісного майнового комплексу господарюючого суб'єкта чи структурного підрозділу господарюючого суб'єкта, набуття в інший спосіб права власності або користування активами у вигляді цілісного майнового комплексу господарюючого суб'єкта чи структурного підрозділу господарюючого суб'єкта, в тому числі ліквідованого, отримання в управління (користування), передачі в оренду зазначених активів (майна), якщо сумарна вартість активів (майна), що придбаваються, набуваються в інший спосіб у власність (користування), отримуються в управління (користування), передаються в оренду, перевищується сума грошового еквівалента, що дорівнює 600 тис. дол США за офіційним валютним курсом, що діє на день подання заяви, потрібна згода Антимонопольного комітету.

Особливості щодо антимонопольного регулювання мають установчі документи, на основі яких створюються господарські

товариства. Насамперед, зміни, пов'язані із зміною предмета і цілей діяльності, порядку розподілу прибутків і збитків, складу та компетенції органу управління, порядку прийняття органом управління рішень, або інші зміни, що посилюють узгодженість дій на ринку засновників (учасників) господарського товариства чи об'єднання підприємств, або призводять в інший спосіб до погіршення умов конкуренції між засновниками (учасниками), слід погоджувати з Антимонопольним комітетом або його органами. Крім того, існує положення, що у разі призначення (обрання) однієї особи на одну з передбачених нижче посад, а саме керівника, заступника керівника, головного бухгалтера, члена спостережної ради чи виконавчого, контролюючого органів одночасно у двох або більше конкуруючих між собою господарюючих суб'єктів, якщо сумарна вартість активів цих суб'єктів за останній фінансовий рік перевищує суму грошового еквівалента, що дорівнює 6 млн дол США, орган (особа), що прийняв рішення про призначення (обрання), зобов'язаний повідомити про це у місячний термін Антимонопольний комітет або його органи. Як бачимо, права комітету досить широкі, хоча монополізація в корпоративному секторі залишається високою.

Корпоративний сектор в економіці України сьогодні є настільки вагомим, що без урахування його особливостей держава не в змозі впливати на будь-які економічні процеси, зокрема на розвиток та захист економічної конкуренції.

Специфіка корпоративних відносин потребує ретельного аналізу з боку Антимонопольного комітету України. Без цього неможливо визначити, хто дійсно посідає на тому чи іншому ринку монополне або домінуюче становище та негативно впливає на конкурентне середовище.

Учасниками товарного ринку не завжди є окремі юридичні особи. Останнім часом на ринку здебільшого діють групи підприємців, що реалізують єдині господарські рішення, підпорядковані єдиній волі.

Одним із найбільш поширених чинників, які об'єднують формально самостійні підприємства в єдине ціле, є корпоративні права. З урахуванням цього саме перехід корпоративних прав перебуває під серйозним контролем з боку Антимонопольного комітету України.



Контрольну діяльність у цій сфері АМКУ здійснює за двома основними напрямками. По-перше, Комітет контролює набуття корпоративних прав, які забезпечують одержання контролю над відповідним господарським товариством. По-друге, АМКУ проводить аналіз та видає попередній дозвіл на безпосереднє або опосередковане придбання, набуття у власність іншим способом чи одержання в управління часток (акцій, паїв), що забезпечує досягнення чи перевищення 25 або 50% голосів у вищому органі відповідного суб'єкта господарювання. На переконання керівництва Комітету такий контроль ніякою мірою не суперечить принципам ринкової економіки і не стримує розвитку корпоративного сектора. АМКУ завжди дуже зважено ставиться до потреб корпоративного сектора, намагаючись не перешкоджати його розвитку. Крім того, подібна практика контролю з боку антимонопольних установ існує у більшості країн із розвинутою економікою, зокрема у США, Японії, в країнах Європейського Союзу тощо.

Більше ніж у 1,5 тис. випадків набуття корпоративних прав, розглянутих АМКУ протягом останніх п'яти років, відмова у наданні дозволу мала місце лише у трьох. Разом із тим контроль з боку Комітету сприяє підвищенню прозорості процесів переходу корпоративних прав, чим у кінцевому рахунку забезпечує захист не тільки економічної конкуренції, але і прав акціонерів.

Основними проблемними питаннями корпоративного сектора України в АМКУ вважають такі: визначення обсягу та характеру корпоративних прав, що забезпечують вирішальний вплив на діяльність господарських товариств; усунення розбіжності між формальною більшістю у вищих органах товариства з фактичним контролем над ним; забезпечення прозорості контролю над товариством з урахуванням реалізації законних прав власників акцій, які не завжди зацікавлені в оприлюдненні інформації про свої корпоративні права.

Існує потреба законодавчого розв'язання проблем вдосконалення контролю за переходом корпоративних прав. Запроваджений чинним законодавством принцип недопущення до приватизації підприємств, які мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави, офшорних компаній зменшує ризик негативних наслідків неконтрольованого придбання контрольних або великих пакетів акцій таких акціонерних товариств. Але він не виключає такої можливості на вторинному ринку цінних паперів.

Негативні наслідки неконтрольованого придбання подібних пакетів можуть мати місце у разі їх купівлі конкурентами, зацікавленими в усуненні зазначених підприємств з відповідних ринків та їх монополізації. Особливо гострою ця проблема стає в умовах відсутності обов'язкового публічного оприлюднення інформації щодо афілійованих осіб як покупця, так і емітента.

Відсутність механізмів ефективного контролю за переходом права власності на контрольні або великі пакети акцій збільшує можливості окремих учасників ринку цінних паперів, які з різних причин (прагнення усунути конкурентів, монополізувати ринок, одержати спекулятивний прибуток тощо), приховуючи інформацію про своїх афілійованих осіб, свідомо прагнуть до дестабілізації та дезорганізації відповідного товарного ринку.

Дестабілізуючий вплив на фондовий ринок може справляти сам факт придбання контрольних або великих пакетів акцій стратегічних об'єктів покупцями, перспективи майбутньої поведінки яких є невідомими. В окремих випадках, враховуючи недостатню розвиненість та стабільність ринку цінних паперів, такі дії можуть загрожувати економічній безпеці держави.

Крім того, відсутність зазначених механізмів призводить до обмеження прав середніх та дрібних акціонерів, що негативно впливає на формування численного прошарку середніх та дрібних власників в Україні, які мають стати основою стабільності суспільства.

Далі можна відобразити деякі пропозиції АМКУ. У законодавстві країн, у яких стабільно функціонують ринки цінних паперів, для розв'язання зазначених вище проблем передбачено механізми контролю за переходом права власності на контрольні або великі пакети акцій акціонерних товариств. Прикладом вдалого поєднання концепції розвитку фондового ринку, його керованості з боку державних органів та формування стабільної структури суспільства є законодавство Польщі, Італії та інших країн.

В АМКУ вважають, що держава не повинна обмежуватися пасивним спостереженням за переходом прав власності на контрольні або великі пакети акцій відкритих акціонерних товариств, а має отримати на законодавчому рівні право надавати дозволи (наприклад, за принципом «мовчазної угоди») на придбання пакетів акцій, починаючи з певного відсотка голосів на загальних зборах, наприклад п'яти та більше.

Якщо протягом певного періоду, скажімо п'ятнадцяти днів з дня одержання відповідного повідомлення, Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку не висловить якихось застережень або не встановить обмежень щодо придбання конкретного пакета акцій, це придбання вважатиметься таким, що відбулося.

Однак у разі виявлення фактів порушення покупцем певних правил держава повинна мати повноваження щодо встановлення відповідних обмежень, обов'язкових вимог та заборони на здійснення продажу пакета акцій. До таких правил слід віднести недотримання покупцем прозорості переходу контрольних або великих пакетів акцій, відсутність повної інформації щодо прямого та опосередкованого вирішального впливу на господарську діяльність покупця з боку інших суб'єктів господарювання, яка дозволяє визначити реального власника пакета акцій, що продається.

Заборона на продаж має також застосовуватися у разі висновку державних органів про негативний вплив переходу прав власності на економічну безпеку країни.

#### **1.3.4. Органи управління акціонерним товариством та їх функції**

Відповідно до діючого законодавства кожне Товариство повинно мати Статут. Статут є основним документом акціонерного товариства, що має юридичну чинність та регламентує серед інших положень, питання діяльності Товариства, а також основні права та обов'язки акціонерів.

Вимоги Статуту Товариства є обов'язковими для виконання всіма органами Товариства та його акціонерами. У Статуті визначаються цілі створення Товариства, види його діяльності та органи управління (рис 1.4).

Для створення акціонерного товариства його засновники повинні зареєструвати Статут у виконавчому комітеті державної адміністрації за місцезнаходженням Товариства відповідно до вимог законодавства.

Протягом усього періоду діяльності Товариства його Статут повинен бути доступним для ознайомлення всім акціонерам, інвесторам, аудиторам та іншим особам, які мають таке право згідно з чинним законодавством України. Статут є важливим

джерелом інформації для третіх осіб, які бажають стати акціонерами Товариства.

Статут обов'язково повинен містити відомості про:

- вид господарського товариства;
- найменування та місцезнаходження Товариства;
- мета та предмет діяльності Товариства;
- склад засновників та учасників Товариства;
- розмір та порядок створення статутного фонду Товариства;
- відомості про типи та категорії акцій, що випускаються, їх номінальну вартість, співвідношення акцій різних типів та категорій, кількість акцій, що купуються засновниками, наслідки невиконання зобов'язань щодо викупу акцій;
- порядок розподілу прибутку, включаючи виплату дивідендів, та покриття збитків;
- склад і компетенція органів управління Товариства та порядок прийняття ними рішень;
- порядок внесення змін до установчих документів Товариства;
- порядок реорганізації та ліквідації Товариства.

Крім вищезазначених положень, Статут може містити інші додаткові відомості, що не суперечать чинному законодавству України.

### **Питання, що залишаються поза межами Статуту**

Як правило, порядок управління діяльністю Товариства акціонерами, членами Спостережної ради та членами Правління детально в Статуті Товариства не визначається. Ці правила встановлюються у робочому порядку і за допомогою інших внутрішніх нормативних документів, що затверджуються Загальними зборами акціонерів або Спостережною радою. Такі документи доповнюють та розширюють положення Статуту. Крім того, процедура внесення змін і доповнень до внутрішніх нормативних документів є більш простішою порівняно з процедурою, передбаченою для зміни Статуту. Основна вимога, яку належить брати до уваги під час розробки внутрішніх нормативних документів, – їх відповідність положенням Статуту. Норми внутрішніх документів, що суперечать Статуту, є недійсними.

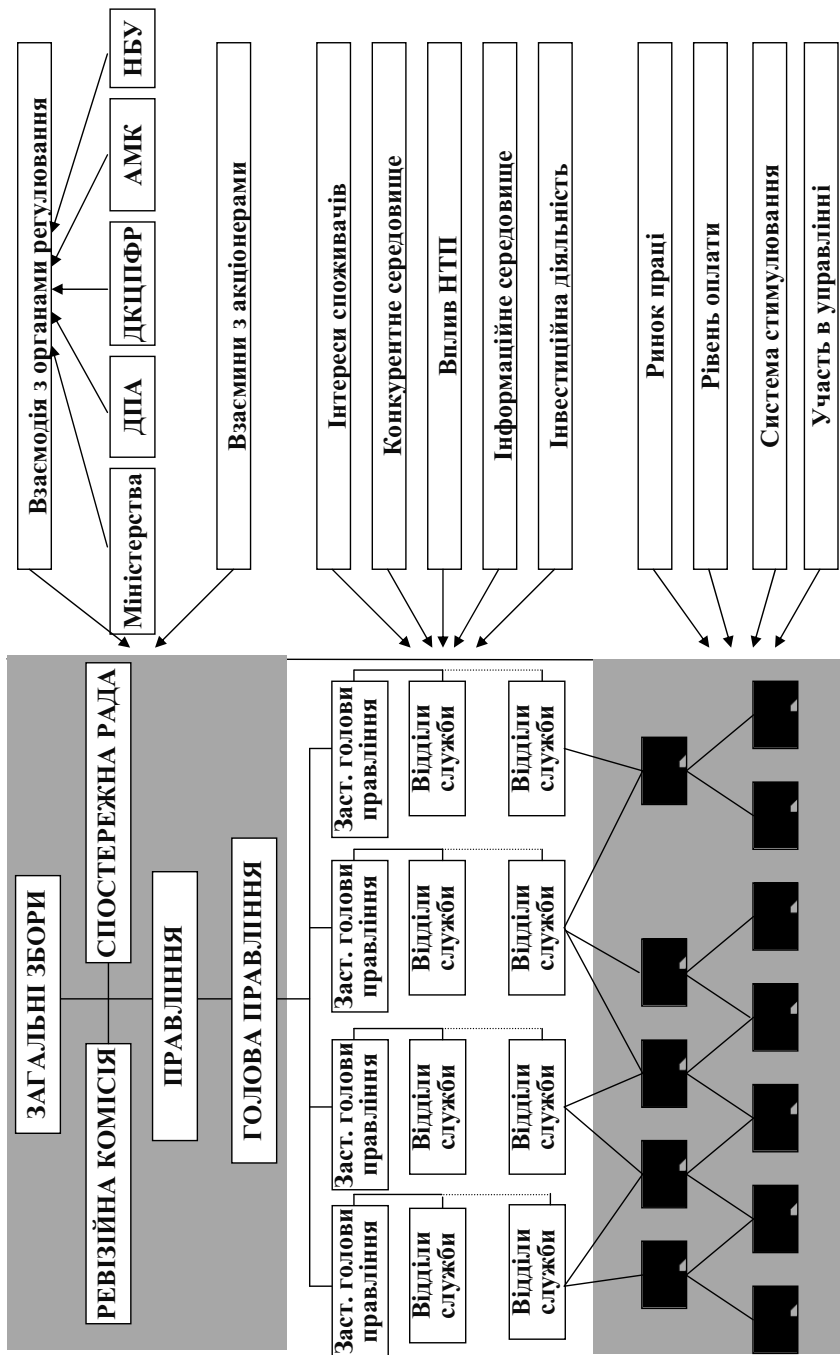


Рис. 1.4. Особливості функцій управління в акціонерному товаристві

## Внесення змін та доповнень до Статуту

Оскільки Статут є “внутрішнім законом” Товариства, він повинен переглядатися у разі внесення змін або розширення сфери діяльності Товариства.

Наприклад, до Статуту Товариства належить вносити зміни за таких обставин:

- зміна предмета та цілей діяльності Товариства;
- зміна місцезнаходження Товариства або поширення його діяльності на зовнішні ринки;
- збільшення або зменшення статутного фонду Товариства;
- зміна структури та повноважень органів управління Товариства;
- в деяких інших випадках.

Рішення про внесення будь-яких змін та доповнень до Статуту приймаються більшістю у три чверті голосів акціонерів, що беруть участь у Загальних зборах акціонерів. Рішення про затвердження Статуту в новій редакції також повинно прийматися більшістю в три чверті голосів акціонерів, що беруть участь у Загальних зборах та є власниками голосуючих акцій.

Зміни та доповнення в установчі документи (Статут, установчий договір, якщо такий укладено) оформляються окремим додатком до них або шляхом викладення установчих документів в новій редакції і є невід’ємною частиною відповідних установчих документів. Зміни та доповнення набувають чинності після реєстрації у відповідному органі, що здійснював державну реєстрацію Товариства.

Перереєстрація Товариства здійснюється у таких випадках:

- зміна найменування Товариства;
- зміна організаційно-правової форми (наприклад, відкрите акціонерне товариство буде реорганізоване у товариство з обмеженою відповідальністю);
- зміна форми власності Товариства.

У разі перереєстрації Товариства готується новий Статут. Перереєстрація суб’єкта підприємницької діяльності проводиться у відповідності до Положення в порядку, встановленому для його державної реєстрації.

Хто ж безпосередньо приводить у дію механізм функціонування акціонерного товариства? Розгалужена структура вищих органів управління, яка представлена різними ланками, регламентує функції кожної з цих ланок. Вищий орган управління – **загальні**

**збори акціонерів** – має право вирішувати практично всі питання діяльності акціонерного товариства, які включені до порядку денного. Але у зв'язку з обмеженою мобільністю цього органу він не в змозі вирішувати питання оперативного управління виробництвом, планування, фінансування, обліку та контролю. Головні його 12 функцій чітко визначені.

Загальні збори акціонерів приймають остаточне рішення з таких питань як:

- визначення основних напрямів діяльності акціонерного товариства та затвердження його планів і звітів;
- внесення змін у статут товариства;
- обрання та відкликання членів ради акціонерного товариства (спостережна рада);
- обрання та відкликання членів виконавчого органу і ревізійної комісії;
- затвердження річних результатів діяльності акціонерного товариства, у тому числі дочірніх підприємств, затвердження звітів та висновків ревізійної комісії, порядку розподілу прибутку, термін та порядок сплати частини прибутку, визначення порядку покриття збитків;
- організація, реорганізація і ліквідація дочірніх підприємств, філій та представництв, затвердження їх статутів та положень;
- винесення рішень про притягнення до майнової відповідальності посадових осіб товариства;
- затвердження правил, процедур та інших внутрішніх документів товариства;
- вирішення питань про придбання акціонерним товариством акцій власної емісії;
- визначення умов оплати праці посадових осіб акціонерного товариства;
- затвердження угод, укладених на суму, вказану у статуті;
- прийняття рішень про припинення діяльності АТ, призначення ліквідаційної комісії, затвердження ліквідаційного балансу.

Загальні збори акціонерів повинні скликатися не рідше одного разу на рік. Вони вважаються дійсними, якщо в них беруть участь акціонери, які у сукупності володіють більше 60% голосів.

Правління має прийняти рішення про скликання позачергових Зборів протягом 20 днів з моменту отримання відповідної письмової вимоги:

Спостережної ради;

Ревізійної комісії;

акціонерів, що у сукупності володіють більше ніж 10% голосів.

Позачергові Загальні збори акціонерів можуть розглядати будь-які питання, що входять до компетенції річних Зборів (за винятком затвердження звітності щодо роботи Товариства за рік). До порядку денного позачергових Загальних зборів акціонерів мають входити всі питання, які пропонуються до обговорення групою акціонерів (органом Товариства), що ініціює скликання таких зборів.

#### **Порядок підготовки Загальних зборів акціонерів:**

- затвердження фінансових результатів роботи Товариства за рік;
- затвердження великих угод Товариства та внутрішніх нормативних документів;
- вибори та довибори органів управління Товариства.

Порядок денний чергових Зборів потрібно затвердити на засіданні Правління Товариства та узгодити із Спостережною радою. Кожне акціонер може пропонувати, а акціонери, які володіють не менше ніж 10% голосів, вимагати включення до порядку денного будь-яких питань, що стосуються діяльності Товариства.

На розгляд та затвердження річних Загальних зборів акціонерів в обов'язковому порядку повинні надаватися:

- баланс Товариства;
- річний звіт Товариства;
- річний звіт Ревізійної комісії.

Підготовку та узгодження зазначених документів із Спостережною радою забезпечує Правління Товариства.

#### **Проведення Загальних зборів акціонерів**

На Загальних зборах можуть бути присутніми особи, що володіють акціями зазначеного Товариства (незалежно від їх категорії та кількості). Акціонери можуть брати участь у Зборах особисто або видати доручення на участь у них своєму представнику.

У міжнародній практиці, якщо Товариством володіє велика кількість акціонерів, лише небагато з них особисто беруть участь у Зборах. Більшість з них видає доручення особам з числа членів Спостережної ради, радникам з питань інвестицій або менеджерам, які здійснюють управління інвестиціями.

Крім того, за наявності відповідного дозволу на Зборах можуть бути присутніми потенційні інвестори, працівники, які не є



акціонерами, представники органів влади та управління, журналісти, інші особи.

Законодавством України питання обрання голови Зборів не врегульоване. У світовій практиці, що склалася, головою Зборів, як правило є голова Спостережної ради. В Україні цю функцію часто виконує голова Правління, але до такої практики вдаватися не рекомендується. У світовій практиці голова Правління, як правило, робить усну доповідь під час Зборів, а також відповідає на запитання. Доцільніше головою Зборів обирати голову Спостережної ради або принаймні того акціонера, який не входить до складу Правління. Коло осіб, які можуть головувати на Зборах, слід чітко визначити в Регламенті Загальних зборів акціонерів.

Основним критерієм законності рішень Загальних зборів акціонерів є правомочність таких Зборів. Загальні збори акціонерів визнаються правомочними за умови наявності кворуму, тобто якщо в них беруть участь акціонери (їх представники), які володіють у сукупності більше ніж 60% голосуючих акцій Товариства.

У разі відсутності кворуму Загальні збори не проводяться і Правлінням визначається нова дата їх проведення.

Перші Загальні збори повинні починати роботу з прийняття Регламенту, який регулює порядок обговорення питань порядку денного та голосування.

Голова Загальних зборів у відповідній послідовності виносить на розгляд акціонерів питання, зазначені в порядку денному, після чого починається їх обговорення. Загальним зборам акціонерів заборонено приймати рішення з питань, не внесених до порядку денного.

Після обговорення питання виноситься на голосування. Під час голосування щодо питань про

- внесення змін до Статуту Товариства,
- припинення діяльності Товариства,
- створення та припинення діяльності дочірніх підприємств, філій та представництв Товариства,

рішення приймаються більшістю у 3/4 голосів акціонерів, які беруть участь у Зборах. З решти питань рішення приймаються простою більшістю голосів акціонерів, які беруть участь у Зборах.

У протоколі Загальних зборів докладно відображаються усі обговорені питання, прийняті по них рішення та постанови. Протокол ведеться секретарем (секретаріатом) Зборів.

Рішення Зборів є обов'язковими для всіх акціонерів, як присутніх, так і відсутніх на них за умови, якщо такі акціонери були належним чином повідомлені про проведення Загальних зборів. Виконання рішень Загальних зборів акціонерів організовує Правління та контролює Спостережна рада.

### **Голосування на загальних зборах**

Оскільки власник звичайної акції є співвласником корпорації, йому надається право голосу з питань, що виносяться на річні збори акціонерів, а також при виборах ради директорів. Кожен акціонер може відвідати збори і голосувати особисто, однак багато хто воліє голосувати через представника (проху). У даному випадку рада директорів чи менеджери звертаються до акціонерів із проханням підписати заяву про передачу повноважень — нотаріально завірений документ, що надає право зазначений в ньому групі осіб розпоряджатися голосами інвесторів з питань, які винесені на річні збори акціонерів. Іноді в заяві обумовлюються конкретні варіанти голосування щодо того чи іншого питання. Але, як правило, заява про повноваження відбиває думку керівництва, а оскільки керівництво контролює більшість голосів за допомогою заяв про повноваження, то реальне голосування нерідко є формальністю.

Однак час від часу відбувається **зіткнення повноважень** (проху fight). «Заколотники» просять повноважень для голосування проти керівництва з метою захоплення контролю над компанією. На акціонерів обрушується злива закликів і апеляцій. Керівництво компанії звичайно перемагає, але можливість програшу змушує його бути більш уважним до інтересів акціонерів.

При голосуванні число голосів інвестора дорівнює числу наявних у нього акцій. Таким чином, коли потрібно відповісти «так» чи «ні», особа, що контролює велику частину акцій, може забезпечити собі бажаний результат голосування. Однак існують дві системи голосування при виборі ради директорів, одна з яких не дає власнику більшості акцій повного контролю за результатом голосування. Така система голосування називається **кумулятивною системою голосування** (cumulative voting system), у той час як інша система, що дає можливість власнику більшості акцій цілком контролювати результат голосування, називається **мажоритарною** (majority voting system) (чи звичайною) **системою голосування**.

При обох системах виграють ті кандидати, які набрали найбільше число голосів. Так, якщо шість чоловік претендували на три посади

директорів, то обираються ті троє, котрі набрали максимальне число голосів.

За обох систем голосування акціонер одержує право на загальне число голосів, рівне числу директорських посад, помноженому на кількість акцій, наявних в акціонера. Але при мажоритарній системі акціонер за кожного кандидата може дати не більше голосів, ніж кількість його акцій. Це означає, що за наявності трьох виборних посад акціонер з 400 акціями володіє 1200 голосами, але за кожного кандидата він може подати не більше 400 голосів. Помітимо, що якщо всього розміщено 1000 акцій і один акціонер володіє чи має повноваження по 501 акції, то він може віддати 501 голос за кожний з бажаних кандидатів. При цьому обрані ним кандидати будуть обрані поза залежністю від того, як проголосують власники інших 499 акцій. Кожен кандидат акціонера, що володіє більшістю, матиме 501 голос, у той час як максимум, що може одержати кожний з кандидатів, які залишилися, –499 голосів. Таким чином, при мажоритарній системі акціонер, що контролює більше 50% акцій, забезпечує вибори бажаних кандидатів.

Кумулятивна система голосування відрізняється від мажоритарної тим, що акціонер може розподіляти свої голоси між кандидатами так, як він вважає потрібним. Як результат навіть той акціонер, який виявився в меншості, за наявності достатньої кількості акцій може забезпечити собі представництво в раді директорів. У попередньому прикладі акціонер, який володіє 400 акціями, може подати усі свої 1200 голосів за одного кандидата. Припустимо, що цей акціонер хотів би обрати директора А, а власник більшості в 501 акцію хотів би обрати В, С й D. У цій ситуації перший акціонер віддає всі 1200 голосів за кандидата А, що забезпечує його обрання незалежно від того, як проголосував власник більшості. Чому? Якби власник більшості контролював усі, що залишилися 600 акцій, то він володів би 1800 голосами. Тому в будь-якому випадку кандидат А, за якого голосує перший акціонер, не може бути нижче, ніж на другому місці. Так відбувається тому, що А одержує 1200 голосів. Власник більшості голосів, маючи 1800 голосів, тільки за одного із своїх кандидатів може подати більше ніж 1200 голосів. Тому перший акціонер упевнений у тому, що кандидат А буде обраний, а власник більшості може гарантувати обрання лише двох зі своїх кандидатів.

Яким мінімальним числом акцій повинен володіти акціонер, щоб забезпечити обрання визначеного числа кандидатів при кумулятивній системі голосування? У загальному вигляді це число акцій визначається за формулою:

$$n = \left( \frac{ds}{D+1} \right) + 1,$$

де  $n$  – мініально необхідне число акцій;  
 $d$  – кількість кандидатів, обрання яких акціонер хоче домогтися;

$s$  – загальна кількість випущених акцій;

$D$  – загальна кількість кандидатів, що обираються.

Отже, мінімальне число акцій, потрібних акціонеру для виборів хоча б одного свого кандидата при виборах трьох директорів і загальній кількості акцій компанії 1000, дорівнює  $251 \{[(1 \times 1000)/(3+1)]+1\}$ . Оскільки в розглянутому прикладі перший акціонер мав 400 акцій, з формули видно, що він міг забезпечити обрання одного свого кандидата. Відзначимо, що мінімальне число акцій, необхідне для обрання двох кандидатів, дорівнює  $501 \{(2 \times 1000)/(3+1)]+1\}$ , а мінімальне число акцій, необхідне для обрання трьох кандидатів, –  $751 \{(3 \times 1000)/(3+1)]+1\}$ .

Таким чином, кумулятивна система голосування дає можливість тим, хто виявився в меншості, за наявності достатньої кількості акцій забезпечити собі представництво в раді директорів. На відміну від цього мажоритарна система не дає такої можливості, навіть якщо той, що опинився в меншості, володіє 49,9% акцій.

У США система голосування, яка використовується корпорацією, залежить не тільки від бажання її засновників, але і від штату, у якому вона зареєстрована. Деякі штати вимагають застосовувати кумулятивну систему. У Делавері, наприклад, не практикується кумулятивна система, якщо тільки це спеціально не обговорено в статуті корпорації.

В акціонерних товариствах може створюватися **Спостережна рада**, яка здійснює загальний контроль за діяльністю правління акціонерного товариства. Статутом акціонерного товариства або за рішенням його загальних зборів раді акціонерного товариства можуть бути доручені окремі функції, виконання яких належить до компетенції загальних зборів. Доцільно доручити раді акціонерного

товариства такі функції як: затвердження правил, процедур та інших внутрішніх документів товариства, визначення організаційної структури товариства та умов оплати праці посадових осіб акціонерного товариства, його дочірніх підприємств, філій та представництв, затвердження договорів (угод) на суму, яка перевищує вказану у статуті товариства. Спостережна рада не може проводити оперативна роботи щодо управління підприємством, але в той же час вона не взаємодіє з органами державного управління.

Загальні збори акціонерів можуть делегувати певні повноваження Спостережній раді, яка, у свою чергу, може делегувати ряд своїх повноважень Правлінню. У Статуті Товариства повинні визначатися виключні повноваження, що не можуть бути делеговані Спостережною радою Правлінню.

Компетенція Спостережної ради, порядок її обрання та роботи, а також інші питання діяльності Спостережної ради мають бути врегульовані в Положенні про Спостережну раду, яке затверджується Загальними зборами акціонерів.

Обрання членів Спостережної ради. У період до проведення перших Загальних зборів акціонерів до складу Спостережної ради входять особи, коло яких, як правило, визначається Державною програмою приватизації та іншими нормативними документами, що регулюють процес приватизації.

На перших Загальних зборах формується нова Спостережна рада. До її складу можна обирати лише акціонерів Товариства. Підбір кандидатів до складу Спостережної ради відбувається за такими загальними критеріями:

- довіра з боку інших акціонерів;
- здатність враховувати інтереси всіх сторін та приймати виважені рішення;
- спеціальні знання та досвід, що відповідають потребам Товариства (наприклад, досвід підприємницької діяльності, знання національної політики, знання технології виробництва тощо);
- вміння застосовувати свої знання та досвід під час вирішення конкретних питань, що постають перед Товариством.

У світовій практиці досить поширеним явищем є обрання до складу Спостережної ради відомих фінансистів, банкірів, юристів, учених, колишніх директорів, посадових осіб інших товариств і компетентних фахівців у галузі управління корпорацією, навіть якщо такі особи не є акціонерами Товариства. Таких членів Спосте-

режної ради називають «зовнішніми директорами», які покликані захищати, передусім, інтереси Товариства, причому іноді навіть набагато ефективніше, ніж акціонери, оскільки особисті інтереси останніх можуть час від часу суперечити інтересам Товариства.

Члени Спостережної ради не можуть входити ні до складу Ревізійної комісії, ні до складу виконавчого органу (Правління). Це положення є суттєвою розбіжністю з загально прийнятою міжнародною практикою, яка дозволяє «внутрішнім директорам» із складу членів Правління або представникам власників великих пакетів акцій входити до складу Спостережної ради разом із «зовнішніми директорами», які, як правило складають більшість у Спостережній раді.

Другим обмеженням є заборона окремим особам обіймати певні посади в комерційних організаціях. Статут Товариства може передбачати додаткові обмеження щодо осіб, які можуть обиратися до складу Спостережної ради.

Законодавство України не забороняє обирати до складу Спостережної ради юридичну особу, яка є акціонером Товариства. У такому разі діяльність у складі Спостережної ради здійснює керівник обраної юридичної особи або її працівник на підставі доручення, виданого керівником від імені юридичної особи. Для такої діяльності видається постійне доручення на роботу у складі Спостережної ради або одноразове доручення на кожне засідання окремо.

У міжнародній практиці прийнято, що члени Спостережної ради виконують свої обов'язки особисто. У разі відсутності члена Спостережної ради право виконання його обов'язків не може бути делеговане іншій особі. Якщо член Спостережної ради представляє компанію, яка володіє великим пакетом акцій Товариства, він повинен голосувати та приймати рішення, насамперед, в інтересах Товариства, в якому він є членом Спостережної ради, а не в інтересах компанії, яку він представляє.

Члени Спостережної ради обираються Загальними зборами акціонерів шляхом висунення кандидатур або шляхом самовисунення. Порядок обрання голови Спостережної ради має бути зафіксований у Статуті підприємства. Голова Спостережної ради може обиратися як на Загальних зборах акціонерів, так і на засіданні Спостережної ради зі складу її членів. Будь-який із членів Спостережної ради може бути відкликаний Загальними зборами акціонерів або переобраний на новий термін.

Законодавство України, так само як і законодавство західних країн, не встановлює терміну повноважень членів Спостережної ради. Однак у світовій практиці членів Спостережної ради прийнято обирати на два-три роки і не можна відкликати з обійманої посади до закінчення терміну їх повноважень без вагомих підстав. Світовий досвід показав, що доцільно не переобирати всього складу Спостережної ради одночасно, а керуватися принципом ротації, тобто щорічної заміни лише частини від загального складу членів Спостережної ради, коли досвідчені члени Спостережної ради допомагають щойно обраним членам якнайшвидше ознайомитися з діяльністю і станом справ у Товаристві. В Україні, на відміну від міжнародної практики, члени Спостережної ради можуть переобиратися необмежену кількість разів.

Чинне законодавство України не передбачає обов'язкової кількості членів Спостережної ради. Як правило, цей фактор залежить від кількості акціонерів в акціонерному товаристві та обсягу повноважень, що надаються Спостережній раді. Для акціонерних товариств з числом акціонерів понад тисячу осіб рекомендується обирати Спостережну раду в складі не менше ніж сім осіб, а для товариств з числом акціонерів понад десять тисяч осіб – у складі не менше дев'яти осіб. У разі потреби кількість членів Спостережної ради може бути більшою, але вважається, що Спостережна рада, до складу якої входить більше дванадцяти чи чотирнадцяти осіб є малоефективною. За будь-яких обставин рекомендується встановлювати непарну кількість членів Спостережної ради, хоч на практиці, звичайно, трапляються випадки присутності на засіданнях парної кількості членів Спостережної ради у зв'язку з відсутністю певного/певних її членів. Кількість членів Спостережної ради має бути зафіксована в Статуті.

### **Засідання Спостережної ради**

Засідання Спостережної ради проводяться в разі необхідності, але рекомендується проводити засідання не рідше одного разу на три місяці. Частота засідань визначається в Статуті Товариства або в Положенні про Спостережну раду. Розрізняють такі види засідань:

- **чергові засідання** *Метою чергових засідань Спостережної ради є обговорення будь-яких питань, дій, політики чи стратегії Товариства, що належать до компетенції Спостережної ради. Чергові засідання скликає голова Спостережної ради.*
- **позачергові засідання** *Проводяться у разі потреби. Порядок їх скликання встановлюється в Статуті або Положенні про Спостережну раду (див. Додаток № 3). У світовій практиці позачергові засідання можуть скликатися на вимогу голови або секретаря Спостережної ради або будь-яких двох членів Спостережної ради.*
- **річні засідання** *Мають проводитися не пізніше трьох місяців після закінчення фінансового року, але обов'язково до проведення річних Загальних зборів акціонерів. Мета річного засідання Спостережної ради – розгляд річного балансу Товариства, фінансових звітів Товариства та звіту Ревізійної комісії. Під час річного засідання голова надає Спостережній раді повну поточну інформацію і повний звіт про стан справ, про основні результати діяльності та плани Товариства.*
- **засідання, що проводяться за допомогою засобів зв'язку та шляхом отримання письмової згоди щодо прийняття рішення** *Світова практика передбачає такі форми проведення засідань Спостережної ради:  
- проведення засідання за допомогою конференс-телефона або будь-якого іншого виду зв'язку, що дозволяє всім членам Спостережної ради чути один одного і бути почутими;  
- проведення засідання шляхом збору підписів членів Спостережної ради під єдиним документом або його копіями. В цьому випадку з метою оперативності можливе використання факсів, телексів, телетайпів.*

У світовій практиці прийнято дотримуватися такого порядку скликання засідань:

- на прохання особи/осіб, що скликають засідання, секретар Спостережної ради надсилає кожному члену Спостережної ради письмове повідомлення про засідання Спостережної ради, де зазначає час та місце його проведення;
- повідомлення містить в собі порядок денний засідання із зазначенням всіх питань, що мають розглядатися на засіданні.



До повідомлення додаються всі необхідні документи, пов'язані з порядком денним.

Головує на засіданні голова Спостережної ради. У разі відсутності голови засідання веде його заступник, який обирається зі складу членів Спостережної ради або будь-який з членів Спостережної ради, якого інші члени Спостережної ради обирають головою для проведення такого засідання.

У Статуті Товариства або в Положенні про Спостережну раду рекомендується встановити порядок проведення засідань Спостережної ради. Як правило, засідання Спостережної ради проводяться з дотриманням таких правил:

- засідання Спостережної ради проводяться лише за наявності кворуму. Мінімальна кількість членів Спостережної ради, що становлять кворум, повинна визначатися в Статуті або відповідному внутрішньому положенні Товариства. Якщо кворуму немає, то засідання проводити не можна і, зрозуміло, не можна приймати ніяких рішень. Кворумом, як правило, вважають присутність двох третин членів Спостережної ради, якщо інше не передбачається Статутом Товариства;
- на засіданні головує оголошує кожне питання, що виноситься на обговорення;
- після обговорення питання Спостережна рада проводить голосування з цього питання. Якщо інше не передбачається Статутом Товариства, всі рішення Спостережної ради приймаються простою більшістю голосів його членів. Кожний член Спостережної ради має один голос;
- на засіданнях Спостережної ради секретар, який обирається або призначається членами Спостережної ради зі свого складу, обов'язково веде протоколи. Усі протоколи мають бути підписані головою та секретарем засідання і підшиваються до книги протоколів.

Член Спостережної ради повинен особисто виконувати свої обов'язки. Член Спостережної ради не може передавати свої повноваження іншому члену Спостережної ради або третім особам.

Правління сповіщається про рішення, які затвердила Спостережна рада і які воно повинно виконати.

**Комітети Спостережної ради.** Спостережна рада може створювати постійні або тимчасові комітети для вивчення та вирішення певних питань, що потребують особливої уваги з боку Спостережної

ради. Метою створення таких комітетів можуть бути, наприклад, аналіз наслідків затвердження певного внутрішнього положення щодо господарської діяльності Товариства, розгляд позитивних та негативних наслідків таких операцій, як злиття та приєднання, проведення службових розслідувань за фактами зловживань, незаконних махінацій та нецільового використання коштів Товариства.

У світовій практиці Спостережна рада, як правило, створює Номінаційний комітет, який проводить підбір кваліфікованих кандидатів у члени Спостережної ради і рекомендує їх для обрання під час Загальних зборів акціонерів. Номінаційний комітет може також проводити підбір кандидатів на посаду голови Правління та інші ключові посади у Товаристві або Спостережна рада може визнати за краще створити окремий комітет з питань підбору кандидатів на провідні посади у складі Правління. Спостережна рада, як правило, також створює Комітет з питань аудиту, що певною мірою нагадує Ревізійну комісію, але має більш спрощену структуру. Спостережна рада може також створювати Комітет стратегічного планування або Комітет з питань фінансів та інвестицій, які покликані поглиблено вивчати відповідні питання та надавати рекомендації на розгляд Спостережної ради.

Члени Спостережної ради можуть створювати комітети і визначати порядок їх діяльності, а також обирати членів комітетів на будь-якому своєму засіданні. Законодавство України не визначає повноважень комітетів Спостережної ради. У світовій практиці прийнято, що такі комітети виконують здебільшого дорадчі функції, а їх рекомендації мають чинність лише тоді, коли за них проголосували члени Спостережної ради.

Обов'язки членів Спостережної ради.

Члени Спостережної ради:

- повинні бути поінформовані про діяльність та стан справ у Товаристві;
- повинні сумлінно виконувати свої обов'язки, керуючись, насамперед, інтересами Товариства;
- повинні визначати політику Товариства, яка сприятиме збільшенню прибутковості Товариства;
- повинні зберігати лояльність стосовно до Товариства. Лояльність передбачає, що член Спостережної ради Товариства повинен повідомити Товариство про особисту зацікавленість в угоді, яку Товариство має намір укласти;

- не повинні використовувати у своїх власних інтересах можливостей Товариства або здійснювати будь-які дії, що суперечать інтересам Товариства;
- не мають права засновувати або брати участь у підприємствах, що конкурують з Товариством;
- не мають права опосередковано або безпосередньо отримувати винагороду за вплив на прийняття рішень органами управління Товариства.

У західних країнах обов'язки членів Спостережної ради ефективно діяти в інтересах Товариства та уникати конфлікту інтересів мають широко визнане та юридично закріплене підґрунтя. Обов'язок піклування вимагає від члена Спостережної ради відповідально ставитися до своїх обов'язків і з максимальною ефективністю працювати на користь Товариства. Обов'язок лояльності передбачає, що член Спостережної ради завжди у своїх діях керується, насамперед, інтересами Товариства та акціонерів. Таким чином, член Спостережної ради не може мати зиску, безпосередньо чи опосередковано, від того, хто обіймає цю посаду, за винятком окремих випадків, коли він має сповістити про наявність особистої зацікавленості інших членів Спостережної ради та отримати згоду більшості незацікавлених членів Ради.

Якщо член Спостережної ради або інша посадова особа органу управління Товариства мають фінансову зацікавленість в угоді, де однією зі сторін є або має намір бути Товариство, він зобов'язаний сповістити про свою зацікавленість інших членів Спостережної ради та утриматися від голосування щодо ухвалення такої угоди. Члени Спостережної ради та інші посадові особи вважаються фінансово зацікавленими, якщо вони особисто:

- є другою стороною по угоді;
- є представниками другої сторони по угоді;
- володіють акціями або є посадовими особами другої сторони;
- є кредиторами другої сторони;
- мають близьких родичів або бізнес-партнерів, які підпадають під одну з вищенаведених категорій.

Як правило таку угоду визнають дійсною тільки тоді, коли її ухвалить більшість незацікавлених членів Спостережної після того, як вони отримають всю інформацію, яка стосується конфлікту інтересів, що виник. Якщо Спостережну раду не було повідомлено про всі факти та обставини існуючого конфлікту інтересів, то Спосте-

режна рада та акціонери мають право вимагати визнання угоди недійсною та (або) вимагати відшкодування збитків через суд.

Контроль за фінансово-господарською діяльністю в акціонерному товаристві здійснює **Ревізійна комісія**. Порядок діяльності ревізійної комісії, її кількісний склад затверджується загальними зборами акціонерів відповідно до статуту товариства. Ревізійна комісія – це орган, який здійснює функції внутрішнього контролю фінансової та бухгалтерської звітності, але не вирішує питань оперативного управління виробництвом та взаємодії з органами державного управління (регулювання).

Ревізійна комісія обирається Загальними зборами акціонерів і підзвітна їм. Наявність Ревізійної комісії в структурі органів управління акціонерного товариства є обов'язковою. Мета діяльності Ревізійної комісії:

- контроль за фінансово-господарською діяльністю Правління Товариства, який здійснюється шляхом проведення перевірок, що свідчать про дійсний фінансовий стан Товариства (його стабільність або нестабільність);
- надання результатів цих перевірок відповідним органам управління Товариства. Ревізійна комісія виявляє недоліки та зловживання, які були допущені Правлінням під час управління фінансовою діяльністю Товариства.

**Повноваження Ревізійної комісії.** Ревізійна комісія переважно виконує такі контрольні функції:

- надання акціонерам рекомендацій стосовно аудиторської організації, що виступатиме як незалежний аудитор Товариства (у практиці західних країн прийнято, що під час проведення Загальних зборів акціонери обирають та переобирають незалежного аудитора, а також, за рекомендацією Спостережної Ради або Правління Товариства, встановлюють розмір оплати його послуг);
- отримання та розгляд звіту аудиторів, подання річного звіту на Загальних зборах акціонерів, а також надання рекомендацій Загальним зборам на підставі звітів;
- проведення спільної роботи з Правлінням Товариства для забезпечення належного ведення бухгалтерського обліку та звітності щодо фінансово-господарської діяльності Товариства;

- ініціювання скликання позачергових зборів акціонерів у разі виникнення загрози суттєвим інтересам Товариства або виявлення зловживань, вчинених посадовими особами Товариства. Для ефективного виконання контрольних функцій члени Ревізійної комісії мають право:
- вимагати надання всіх документів, необхідних для проведення перевірок, та особистого пояснення посадових осіб Товариства щодо питань, які належать до компетенції Ревізійної комісії;
- брати участь у засіданнях Правління з правом дорадчого голосу. Більш детально правовий статус, права та обов'язки Ревізійної комісії та її членів викладаються у внутрішніх документах Товариства (Статут, Положення про Ревізійну комісію)

**Склад та обрання Ревізійної комісії.** Члени Ревізійної комісії обираються Загальними зборами простою більшістю голосів акціонерів, які беруть участь у Зборах.

Існують такі обмеження щодо формування складу цього органу:

- член Ревізійної комісії повинен бути акціонером Товариства;
- членами Ревізійної комісії не можуть бути члени Правління, Спостережної Ради та інші посадові особи Товариства;
- головою Ревізійної комісії не може бути особа, якій заборонено бути посадовою особою органів управління господарських товариств.

Кількість членів Ревізійної комісії та термін, на який вони обираються, визначає Статут Товариства. Критеріями обрання членів Ревізійної комісії є знання та досвід у сфері фінансів, а також поінформованість стосовно діяльності, яку провадить Товариство.

#### **Порядок роботи Ревізійної комісії**

Порядок роботи Ревізійної комісії та прийняття нею рішень визначається Статутом та Положенням про Ревізійну комісію. Діяльність Ревізійної комісії повинна мати менш офіційний характер, ніж засідання Спостережної ради чи Загальні збори акціонерів. Положення внутрішніх нормативних документів Товариства, що визначають діяльність комісії, повинні бути складені таким чином, щоб забезпечити необхідну гнучкість її роботи.

Ревізійна комісія виконує покладені на неї функції шляхом проведення чергових та позачергових перевірок фінансово-господарської діяльності Правління Товариства.

Чергові перевірки Ревізійна комісія проводить за підсумками фінансово-господарської діяльності за рік для подання висновків щодо річного звіту та балансу. Відповідно до чинного законодавства без висновків Ревізійної комісії Загальні збори акціонерів не мають права затверджувати баланс Товариства.

Позачергові перевірки Ревізійна комісія проводить:

- за рішенням Загальних зборів акціонерів;
- за рішенням Спостережної ради;
- за власною ініціативою;
- на вимогу акціонерів, які у сукупності володіють більше ніж 10% голосів.

Органом, який керує механізмом виробництва в акціонерному товаристві, є **Правління**. Правління вирішує всі питання господарської діяльності товариства, окрім тих, які належать до виняткової компетенції загальних зборів акціонерів та Спостережної ради.

Крім цього, правління здійснює керування роботою усіх служб управління акціонерного товариства та органів державного регулювання, у тому числі зазначених вище. Виконуючи ці нетрадиційні для наших управлінських підрозділів функції, правління вирішує питання взаємодії з акціонерами – новими власниками підприємства. Один з головних моментів такої роботи – це підготовка та проведення щорічних зборів акціонерів. Процедура підготовки таких зборів дуже важка та потребує концентрації сил, досвіду, кваліфікованих виконавців. Вона містить такі етапи: визначення дати, місця та часу проведення зборів:

- підготовка плану, форми, основного змісту та проекту річного звіту;
- підготовка головних пропозицій у галузі виробничої та фінансової діяльності. Ці пропозиції повинні бути узгоджені з усіма управлінськими, економічними та виробничими підрозділами підприємства;
- узгодження основних етапів проведення зібрання, таких як: коло виступаючих на загальних зборах, регламент для зауважень, розгляд особистих питань акціонерів, присутніх та ін.;
- призначення уповноважених осіб керівництва з повним правом заміни у разі відведення або самовідведення;
- розпорядження про підготовку та розповсюдження серед акціонерів повідомлення про збори, порядку денного, річного фінансового звіту та інших відповідних або необхідних матеріалів;

- розробку пропозицій щодо виділення кандидатур до правління, спостережної ради, ревізійної комісії;
- порядок розгляду пропозицій акціонерів про доповнення та зміни у порядку денному;
- розподілення серед співробітників зобов'язань щодо організації проведення зборів.

Якщо збори проводяться поза територією підприємства, то необхідно додатково:

- скласти угоду на використання приміщення, застрахувати приміщення на термін підготовки та проведення зборів, організувати стоянку для автотранспорту;
- повідомити реєстраторів, банки, брокерів, депозитаріїв про наступні збори;
- підготувати вхідні квитки, бюлетені для голосування, порядок денний, сценарій зборів, реєстраційні картки, відомості та звіти інспекторів з реєстрації присутніх;
- провести роботу з питань безпеки проведення зборів, дотримання юридичної процедури щодо узгодження інформації, яка є в усіх поданих доповідях.

Це неповний перелік організаційних та процедурних питань, які необхідно вирішувати при підготовці загальних зборів акціонерів. Окрім процедури підготовки проведення зборів, правління вирішує такі питання взаємодії з акціонерами: придбання пакета акцій самим товариством, подальша його реалізація, укладання договорів з реєстратором, депозитарієм, робота з інституційними інвесторами, розгляд та вирішення суперечок, які виникають між різними групами акціонерів.

Загальні збори акціонерів можуть також прийняти рішення про передачу частини своїх повноважень до компетенції Правління.

Правління відіграє ключову адміністративну роль в організації Загальних зборів акціонерів. Це включає підготовку порядку денного Зборів, а також вирішення інших організаційних питань щодо підготовки Загальних зборів акціонерів.

**Порядок обрання членів Правління** Відповідно до законодавства України члени Правління обираються Загальними зборами акціонерів. Однак, як це прийнято у міжнародній практиці, повноваження щодо обрання членів Правління акціонери можуть делегувати Спостережній раді Товариства або визначити у Статуті Товариства.

Голова Правління призначається або обирається відповідно до Статуту акціонерного товариства. В будь-який час Загальні збори акціонерів (або Спостережна рада) можуть замінити члена Правління у разі його некомпетентності, зловживання службовим становищем, розголошення комерційної таємниці або в разі інших дій (бездіяльності), що завдають шкоди інтересам окремих акціонерів або Товариства в цілому.

У процесі приватизації першим головою Правління є директор підприємства, що приватизується. Він призначається відповідним державним органом і здійснює свої повноваження до перших Загальних зборів акціонерів.

**Склад та критерії підбору членів Правління.** До складу Правління, крім його голови, можуть входити заступники голови Правління з питань виробництва, фінансів, головний юрист, керівники дочірніх підприємств, філій, представництв Товариства, секретар Правління, а також інші особи, досвід та знання яких мають велике значення для Товариства. Зазначений склад Правління є приблизним і може змінюватися за рішенням Загальних зборів акціонерів. На практиці до складу Правління можуть бути обрані й інші особи (наприклад, начальник відділу кадрів, начальник відділу маркетингу тощо). Одного з членів Правління (досить часто це заступник з питань виробництва), як правило, обирають на посаду першого заступника голови Правління, який допомагає голові Правління виконувати його службові обов'язки і заступає голову Правління за його відсутності.

До складу Правління можна обрати не лише акціонерів Товариства, а й осіб, які не володіють акціями Товариства. Однак у будь-якому разі члени Правління повинні відповідати певним критеріям, а саме:

- мати необхідну **освіту, знання та досвід** для виконання обов'язків, що їх передбачає посада, на яку обирається кандидат;
- мати необхідні **особисті якості**, що дозволять їм ефективно взаємодіяти та співпрацювати з іншими членами Правління;
- **добре знати галузь**, до якої належить Товариство, а також мати спеціальні знання, необхідні для виконання обов'язків.

Голова Правління Товариства та інші члени Правління є посадовими особами органів управління Товариства, тому існує чітко визначене коло осіб, яких не можна обирати на ці посади.



**Повноваження членів Правління.** *Голова Правління* повністю відповідає за управління поточною діяльністю Товариства. Голова Правління:

- здійснює стратегічне планування та оперативне управління діяльністю Товариства;
- розпоряджається майном та коштами Товариства відповідно до повноважень, що надаються йому Статутом, Положенням про Правління, рішеннями Загальних зборів акціонерів та Спостережної ради;
- представляє інтереси Товариства в усіх відносинах з установами, підприємствами, організаціями та громадянами;
- приймає на роботу та звільняє працівників, за винятком посадових осіб, які обираються Загальними зборами акціонерів або Спостережною радою Товариства;
- організує роботу щодо виконання рішень Загальних зборів акціонерів та Спостережної ради і подає цим органам звіти про виконання таких рішень;
- відкриває банківські рахунки, необхідні для здійснення діяльності Товариства;
- розподіляє обов'язки між своїми заступниками, визначає їх повноваження;
- діє від імені Товариства без доручення, укладає угоди, контракти і здійснює інші юридичні дії в межах своєї компетенції;
- видає накази та розпорядження в межах своєї компетенції.

З наведеного переліку випливає, що голова Правління має широкі повноваження. Акціонери Товариства можуть прийняти рішення про обмеження цих повноважень нормами Статуту, Положення про Правління або відповідним рішенням Загальних зборів акціонерів. Наприклад, у зазначених документах може передбачатися, що голова Правління має право приймати певні рішення (наприклад, такі, що пов'язані з витратою значних коштів) лише після того, як отримає згоду певної посадової особи або Спостережної ради Товариства. У міжнародній практиці важливі фінансові документи, як правило підписуються не однією, а двома посадовими особами.

*Перший заступник голови Правління/Заступник голови Правління з питань виробництва* допомагає голові Правління у виконанні його функцій і заступає голову Правління за його відсутності, забезпечуючи належне виконання Товариством своїх зо-

бов'язань перед клієнтами, постачальниками, працівниками та акціонерами. Перший заступник відповідає за підготовку інформації про діяльність Товариства для щомісячних, щоквартальних та щорічних звітів. Він також може відповідати за керівництво програмами навчання для технічного персоналу та їх здійснення. Досить часто функції першого заступника голови Правління виконує заступник голови Правління з питань виробництва. Однак будь-хто з членів Правління, наприклад, заступник голови Правління з питань фінансів або головний юрист, можуть обіймати посаду першого заступника голови Правління, якщо вони мають необхідні знання та досвід.

**Заступник голови з питань фінансів (директор з питань економіки)** має за головне завдання забезпечувати надходження та ефективне використання грошових коштів з метою збільшення вартості Товариства на ринку. Це стратегічне планування діяльності Товариства з іншими членами Правління, прийняття важливих фінансових та інвестиційних рішень, координація та контроль діяльності відділів Товариства (бухгалтерії, фінансово-планового відділу, інвестиційного відділу та інших) щодо виваженого планування та розподілу фінансових ресурсів.

**Головний юрист** стежить за дотриманням Товариством усіх норм чинного законодавства та положень, що стосуються його діяльності, консультує членів Правління та Спостережної ради. Головний юрист також співпрацює з іншими членами Правління щодо стратегічного планування діяльності Товариства. Він розробляє внутрішні документи Товариства, що затверджуються Загальними зборами акціонерів або Спостережною радою, а також стежить за їх дотриманням. Головний юрист перевіряє достовірність та відповідність юридичним нормам всіх документів, що приймаються Загальними зборами акціонерів, Спостережною радою та Правлінням і підлягають розповсюдженню серед акціонерів, працівників, а також надаються широкій громадськості та державним органам. Він контролює проведення переговорів щодо укладання комерційних угод з майном. Головний юрист забезпечує представництво інтересів Товариства в арбітражних судах, судах загальної юрисдикції та в інших державних органах під час вирішення спірних питань.

**Заступник голови Правління з питань маркетингу** відповідає за стимулювання попиту на продукцію, що виробляється, та послуги, що надаються Товариством, збільшуючи, таким чином, обся-

ги продажу і, відповідно, доходи Товариства. Разом із заступником голови Правління з питань фінансів він визначає цінову стратегію Товариства і співпрацює з заступником голови Правління з питань виробництва для визначення найбільш привабливих каналів збуту. Він відповідає за маркетингові дослідження, рекламні кампанії та роботу щодо стимулювання попиту на продукцію Товариства. У деяких випадках відповідає за формування іміджу Товариства і в межах своїх повноважень проводить роботу по зв'язках з громадськістю та засобами масової інформації.

*Керівники дочірніх підприємств, філій та представництв* можуть бути обрані до складу Правління, якщо Загальні збори акціонерів прийняли таке рішення. Кожна з цих посадових осіб несе таку саму відповідальність стосовно очолюваного підрозділу, що й голова Правління щодо Товариства в цілому.

*Секретар Правління* як член Правління готує та підписує протоколи засідань Правління, а також веде книгу протоколів засідань Правління. Секретар Правління стежить за тим, щоб письмові повідомлення (членам Правління та акціонерам, третім сторонам, представникам державних органів тощо) надсилалися у відповідності до вимог законодавства. Секретар Правління надає допомогу голові Правління у підготовці та проведенні засідань Правління. Він забезпечує ведення, підготовку та подання Товариством у відповідні органи звітів та інших документів згідно з чинним законодавством.

У західних компаніях члени Правління мають такі ж самі обов'язки “лояльності” та “підкування”, що й члени Ради директорів (Спостережної ради).

### **Контрольні запитання**

1. Дайте ретроспективний огляд становлення корпоративного сектора економіки.
2. Охарактеризуйте чинники розвитку корпоративного сектора в Україні на основі розвитку процесу приватизації.
3. Дайте визначення корпоративного управління.
4. Розкрийте місце корпоративного управління в загальній системі менеджменту на підприємстві.
5. Охарактеризуйте сторони корпоративного управління, які найчастіше виступають як акціонери.

6. Які основні риси ефективної реалізації корпоративного управління його сторонами?
7. Назвіть основні завдання реалізації концепції роздержавлення в Україні.
8. Охарактеризуйте чинники розвитку інвестиційної діяльності корпорацій.
9. Розкрийте механізм взаємодії корпорацій з органами державного регулювання.
10. Охарактеризуйте функції структурних підрозділів корпорацій у корпоративному управлінні.
11. Назвіть основні положення процедури скликання та проведення загальних зборів акціонерів.
12. Назвіть та охарактеризуйте системи голосування на загальних зборах акціонерів.
13. Які основні завдання та напрями діяльності Спостережної ради акціонерного товариства?
14. Назвіть Комітети Спостережної Ради та обов'язки членів Спостережної Ради.
15. Охарактеризуйте функції, повноваження та напрями діяльності ревізійної комісії.
16. Охарактеризуйте функції, повноваження та напрями діяльності Правління акціонерного товариства.

## РОЗДІЛ 2. ІНСТИТУЦІЙНІ ІНВЕСТОРИ В СИСТЕМІ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ

### 2.1. Визначення та особливості діяльності інституційних інвесторів

Функціонування сучасної великої корпорації, процедури скликання і проведення загальних зборів акціонерів, прийняття стратегічних рішень акціонерним товариством неможливо розглядати, аналізувати без детального вивчення місця і ролі інституційних інвесторів. Що містить у собі поняття "інституційний інвестор"?

Серед економістів-практиків склалася думка, що інституційний інвестор і фінансовий посередник – це той самий суб'єкт інвестиційного ринку. Така думка існує і в економістів. Можливо, значну роль у формуванні такої думки зіграв авторитет У. Шарпа, який відзначав, що " у більш широкому змісті інституційні інвестори – це фінансові посередники будь-якого типу [ 88 ]. Однак, на думку відомого фахівця Е. Бриггема " фінансові посередники – це спеціалізовані фінансові фірми, що спрощують рух [трансфер] коштів від тих, хто має заощадження, до тих, кому необхідний капітал [ 18 ]. Неважко зрозуміти, що трактування "фінансових посередників" ширше ніж суть діяльності інституційних інвесторів і крім того, інституційні інвестори не завжди спрощують шлях від заощаджень до інвестування.

У тлумачному словнику економічної і фінансової лексики [ 12, 13 ] дається таке визначення інституційних інвесторів: "фінансові організації, що поєднують свої заощадження і з огляду свого характеру або відповідно до свого статусу прагнуть розмістити значну їх частину у вигляді цінних паперів". У цьому визначенні не враховується, не відбивається роль дрібних, сторонніх інвесторів, що є основними "постачальниками" коштів для інституційних інвесторів.

Не можна цілком погодитися і з думкою Ф. Дж. Фабоцці [ 85 ], що визначає інституційних інвесторів як "організації, що інвестують кошти в різні активи". До них він відносить страхові компанії, депозитні інститути, пенсійні фонди, інвестиційні компанії, накопичувальні фонди (наприклад, благодійні). Таке коротке визначення не відбиває навіть у загальному вигляді механізму діяльності ін-

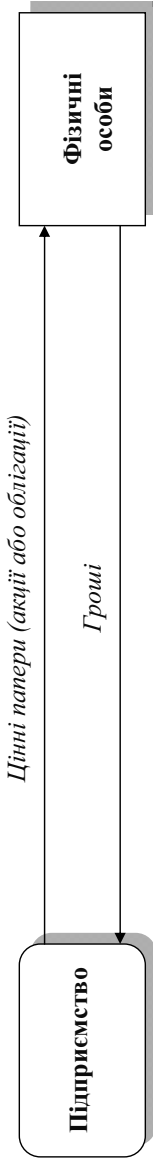
ституційних інвесторів. Необхідно погодитися з думкою І. Бланка, який визначає інституційного інвестора, як фінансового посередника, який здійснює інвестиції шляхом акумуляції коштів більш дрібних інвесторів і, як правило, через цінні папери [ 14 ].

Однак, оскільки не всі фінансові посередники за характером своєї діяльності здійснюють інвестиційні операції, то дане визначення можна уточнити таким чином: "інституційний інвестор – це фінансовий посередник, який згідно зі своїм статусом здійснює діяльність на інвестиційному ринку, як правило, через цінні папери і здійснює інвестиції шляхом акумуляції коштів більш дрібних інвесторів."

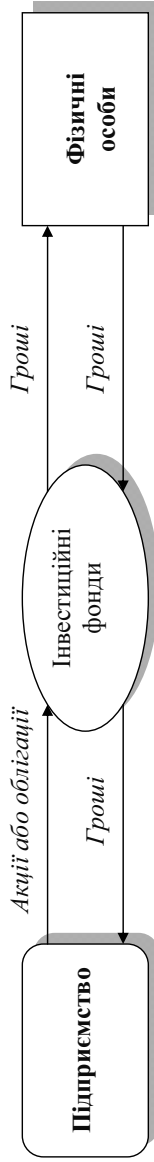
На рисунку 2.1. подаємо загальний механізм функціонування індивідуальних, інституційних інвесторів і фінансових посередників, що характеризує різні підходи до діяльності цих учасників ринку.

Інституційні інвестори акумулюють різними методами грошові кошти, цінні папери й інші активи та вкладають їх у короткострокові і довгострокові інвестиційні програми, у тому числі і в акції (за кордоном – великі пакети акцій). Завдяки цьому до інституційних інвесторів переходять і функції управління. Нині в економіці і фінансовій системі України можна виділити три види фінансових інститутів, що функціонують як інституційні інвестори. Це: банки, страхові компанії й інвестиційні фонди і компанії. Аналіз іноземного досвіду функціонування фінансових інститутів, аналіз цілого ряду літературних джерел як вітчизняних, так і зарубіжних авторів [ 12, 13, 14, 18, 71, 81, 85 88 ] дає можливість виділити такі види інституційних інвесторів:

1. Попереднє переміщення (трансфер)



2. Непряме переміщення через інвестиційні банки



3. Непряме переміщення (трансфер) з використанням фінансового посередника



Рис. 2.1. Загальний механізм функціонування індивідуальних, інституційних інвесторів і фінансових посередників

**1. Комерційні банки** - акумулюють кошти дрібних інвесторів шляхом відкритих депозитів, емісії боргових цінних паперів і вкладають кошти в інвестиційні програми.

**2. Пенсійні фонди**, що є складовою частиною системи пенсійного забезпечення працівників корпорації, державних організацій, відомств і т. п. Пенсійні фонди керуються, як правило, довірчими відділами комерційних банків або страхових компаній. Пенсійні фонди вкладають кошти в цінні папери, нерухомість.

**3. Страхові компанії**, що акумулюють грошові кошти, кошти в цінних паперах, нерухомість, застави під нерухомість і через визначений термін виплачують особам, що застраховані, визначені суми по страховому полісу при настанні страхового випадку.

**4. Взаємні фонди**, що є об'єднаннями, які приймають грошові заощадження з метою їх використання для придбання акцій, довгострокових облігацій, короткострокових боргових зобов'язань компаній і держави. Ці структури поєднують різні кошти в загальний фонд і таким чином зменшують ступінь ризику, використовуючи диверсифікованість. Вони також досягають економії, що обумовлена ефектом масштабу діяльності (ефект масштабу), що знижує витрати на аналіз цінних паперів, управління портфелем.

**5. Кредитні спілки** є кооперативними асоціаціями (в Україні громадськими організаціями), члени яких мають спільний фінансовий інтерес. Заощадження членів союзу надаються у вигляді позик тільки членам союзу, як правило, для придбання автомобілів, поліпшення житлових умов і навіть у вигляді кредитів під заставу на придбання житла. Кредитні спілки часто є найдешевшими джерелами коштів можливими для дрібних позичальників.

**6. Ощадно-позичкові асоціації**, що діють аналогічно кредитним спілкам, але на іншій юридичній основі. Ці організації обслуговують приватних осіб за місцем проживання і комерсантів – позичальників за іпотекою. Кошти надаються ощадно-позичковими асоціаціями під придбання житла і на інші цілі.

За своєю природою в різних країнах до інституційних інвесторів відносять і інші організації. На підставі вивчення літератури зарубіжних авторів [12, 13, 14, 18, 85, 88] до них можна віднести: компанія^-компанії-холдингів-компанії, акціонерні товариства щодо керування цінними паперами, депозитно-ощадні каси, інвестиційні банкірські будинки. У цілому можна представити таку класифікацію основних видів інституційних інвесторів.



Залежно від величини, обсягу активів, механізму роботи – одна з головних функцій інституційних інвесторів – участь у корпоративному управлінні, що реалізується через володіння акціями, й участь у загальних зборах акціонерів.

Виходячи з огляду літератури рубіжних авторів, проведеного вище і ґрунтуючись на положеннях, висвітлених вітчизняними вченими [14, 26, 38, 54, 55, 73, 81], можна зробити висновок, що інституційні інвестори є однією з основних структур, що є сполучною ланкою фінансової системи і корпоративного сектора. Кожен вид інституційних інвесторів має свої особливості функціонування у сфері інвестиційної діяльності, фінансів, але в цілому можна виділити ряд таких основних функцій:

**1. Функція залучення коштів.** Ця функція є основним моментом діяльності інституційних інвесторів. Основна форма залучення коштів – грошова.

**2. Функція управління інвестиціями.** Ця функція реалізується шляхом створення і постійного удосконалювання технологій управління інвестиціями. Крім того, інституційні інвестори на сьогодні – головні учасники інвестиційного ринку. А безпосередньо операції на інвестиційному ринку виділяють ще одну функцію – оцінки ефективності портфеля.

**3. Функція оцінки ефективності** портфеля обумовлена портфельним характером інвестування, постійною диверсифікованістю активів портфеля, розробкою портфельних теорій. Ця функція тісно стикається з кількісними методами аналізу.

**4. Функція розробки і впровадження кількісних методів аналізу.** Серед таких методів можна виділити кількісні методи оцінки активів, моделі розрахунку дивідендів. Ці методи дозволяють підтримувати на достатньому рівні диверсифікованість портфеля і контролювати як систематичний, так і несистематичний ризик, використовуючи складні моделі ризику.

**5. Функція пріоритетності роботи на ринку цінних паперів.** Інституційні інвестори в даний час домінують на ринку цінних паперів. Вони контролюють більше 70% денного обороту.

Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE). У 70-х роках менш 25% угод на NYSE відбувалося з більше ніж 5000 акцій. Наприкінці 90-х років ця цифра перевищує 65% [ 88 ]. Інституційними інвесторами в США створені спеціальні "третій" і "четвертий" ринки цінних паперів. ("Перший" і "другий" ринки – біржовий і позабіржо-

вий). Поняття "третій ринок" відноситься до позабіржової торгівлі зареєстрованими на біржі цінними паперами. Нині "третій ринок" розширюється завдяки тому, що час проведення торгів на ньому не фіксовано, як на біржі, й угоди по акціях продовжують укладатися навіть тоді, коли торгівля ними на біржі припинена. Учасниками "третього ринку" в основному є інституційні інвестори. У США позабіржовий ринок, де здійснюється пряма торгівля цінними паперами між інституційними інвесторами, називається "четвертим ринком"

Пріоритетність інвестування через цінні папери й обумовлює значний ступінь залучення інституційних інвесторів у систему корпоративного управління, оскільки один з основних видів інвестиційних інструментів – акція. Звичайно, різні види інвесторів, відповідно до своєї стратегії формують свій склад активів в інвестиційному портфелі. Показовим прикладом можуть служити компанії по страхуванню в США, у яких залежно від виду страхових операцій, ступеня можливого прийняттого ризику змінюється і склад акцій у портфелі [ 88 ].

**6. Функція пріоритетності розвитку нових активів.** До нових активів, з якими в 70-х роках інституційні інвестори не працювали взагалі, відносяться товарні ф'ючерси. Крім того, через значну зацікавленість інституційних інвесторів, фірми, що торгують облігаціями, створили цілий ряд нових складних паперів з фіксованими доходами. До них належать облігації, забезпечені пулом іпотек, облігації, що погашаються за вимогою власника, векселі з відсотковою ставкою, що плаває, та інші. Особливий інтерес мають нові інвестиційні активи, що з'явилися на фондовому ринку США – біржові фонди.

**7. Функція участі інституційних інвесторів у корпоративному контролі.** Ця функція є основною метою розгляду в даній частині роботи.

Необхідно відзначити, що практика діяльності вітчизняних компаній, підприємств показує об'єктивну взаємозалежність інституційних інвесторів і корпорацій. Чим же обумовлений цей тісний взаємозв'язок нині в Україні?

1. Унаслідок процесу приватизації практично в кожного акціонерного товариства інвестиційно привабливого підприємства в статутному фонді формується частка, що знаходиться у власності

інституційного інвестора. Як правило, ними є інвестиційні фонди і компанії і рідше банки і страхові компанії.

2. Економічна природа інвестиційних фондів і компаній, а також банків і страхових компаній змушує їх постійно поповнювати (оптимізувати) інвестиційний портфель, що приводить до придбання нових акцій і, відповідно, виконання всіх обов'язків власника щодо керування акціонерним товариством.

3. Сформована економічна реальність змушує вітчизняного товаровиробника шукати інвестора. Ці пошуки можуть здійснюватися двома шляхами. Перший шлях – адресний стосовно конкретного інвестиційного проекту, ініціатором якого виступає акціонерне товариство – загальне оздоровлення підприємства, модернізація матеріально – технічної, виробничої бази, розширення фінансових можливостей за рахунок додаткової емісії акцій. Цей шлях обумовлений необхідністю відновлення основних фондів, реконструкцією устаткування, тому що без цього неможливо підвищити якість і конкурентоздатність продукції. Одним з передплатників на акції нової емісії можуть стати знову ж інституційні інвестори.

4. Вітчизняним підприємствам, і у першу чергу їхнім виконавчим органам, простіше вести справи з інституційним інвестором, ніж з багатотисячним колективом дрібних акціонерів – фізичних і юридичних осіб, хоча конкретних процедур, методів такого регулювання практика корпоративного управління в Україні має недостатньо.

5. Банки і страхові компанії, які є інституційними інвесторами, виконують для підприємств ще цілий ряд послуг, що робить їхнє співробітництво ще більш тісним.

За кордоном, зокрема в США, інституційні інвестори сукупно володіють контрольними пакетами практично усіх великих американських корпорацій відкритого типу [ 88]. Істотні заходи для посилення свого впливу на корпоративну сферу діяльності інституційні інвестори почали з 80-х років. Так, у 1984 році кілька суспільних і державних пенсійних фондів утворили Раду інституційних інвесторів. Ціль даного об'єднання – забезпечити форум інституційних інвесторів для обговорення й організації заходів, що сприяють проведенню корпоративної політики в інтересах акціонерів. Такі об'єднання й інші організації по охороні прав акціонерів стали однією з головних сил при підготовці і прийняттю рішень на загальних зборах акціонерів. Під тиском інституційних інвесторів були

звільнені провідні спеціалісти в таких компаніях як General Motors, American Express, IBM і т. д. Багато корпорацій ведуть переговори зі своїми великими акціонерами персонально. У США сьогодні суспільні, урядові організації ведуть боротьбу проти захоплення корпораціями, фінансовими посередниками, інституціональними інвесторами контрольних пакетів акцій. У корпораціях формуються незалежні ради директорів і вводиться таємне голосування, особливо при зіткненні повноважень. Очевидно, що менеджери корпорацій, великі акціонери, корпорації не можуть ефективно приймати управлінських рішень без урахування інтересів інституційних інвесторів.

8. Функція участі інституційних інвесторів у формуванні дивідендної політики.

Реалізація найважливішої функції інституційних інвесторів – участь у корпоративному управлінні – дозволяє також ефективно керувати і всіма іншими, чисто фінансовими аспектами їхньої діяльності. Ця функція реалізується через володіння інституційним інвестором акціями, як основного інструмента механізму корпоративного управління, що буде розглянутий нижче (рис. 2.1).

## 2.2. Інституційні інвестори у країнах Східної Європи

Сформована до теперішнього часу структура власності акціонерних товариств у країнах Східної Європи, як правило, має ряд типових характеристик, що відображають історію приватизаційних програм. Для сформованої структури власності характерна насамперед значна частка власності інсайдерів (головним чином менеджерів), помітна частка державної власності, а також поява різних інституціональних інвесторів. При цьому в країнах Східної Європи серед інституціональних інвесторів велике значення мають колишні приватизаційні фонди.

Так, у **Болгарії** перша хвиля приватизації (до 1994 р.) проходила, головним чином, через викуп акцій менеджерами й працівниками (MEBOs – Management-employee buy-outs). Усього через MEBOs було приватизовано близько 38% підприємств. 17 компаній, що мають лістинг на Болгарській фондовій біржі (BSE-Sofia), дотепер контролюються в основному асоціаціями працівників.

У **Румунії** асоціації службовців володіють або більшістю акцій, або міноритарним пакетом, але таким, що дає можливість кон-

тролю над багатьма компаніями, чиї акції продаються на біржі, оскільки працівники придбали акції компаній, що мають лістинг на RASDAQ (RASDAQ companies), у ході ваучерної приватизації.

У **Хорватії** процес приватизації фактично зберіг головні особливості гібридної югославської моделі керування підприємством, що відзначається високим ступенем залучення працівників як у керування, так і у володіння акціонерною власністю. Це стосується також і інших країн колишньої СФРЮ, зокрема **Словенії** (див. табл. 2.1).

Таблиця 2.1

*Частка власності інсайдерів на підприємствах у Словенії*

Частка власності інсайдерів (%)	Сумарний капітал, %	Кількість підприємств		Чисельність зайнятих, %
		од.	%	
0–10	29,0	82	6,3	7,8
10–20	15,5	68	5,2	6,9
20–30	11,2	81	6,2	10,3
30–40	11,3	122	9,3	11,8
40–50	10,0	155	11,8	17,6
50–60	14,8	483	36,9	29,3
Більше 60	8,1	319	24,4	16,4
<b>УСЬОГО</b>	<b>100,0</b>	<b>1310</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Дещо по-іншому склалися обставини в **Польщі**. Дослідження, проведене на 500 найбільших польських промислових компаніях (повні дані вдалося одержати тільки для 84), виявило такі закономірності.

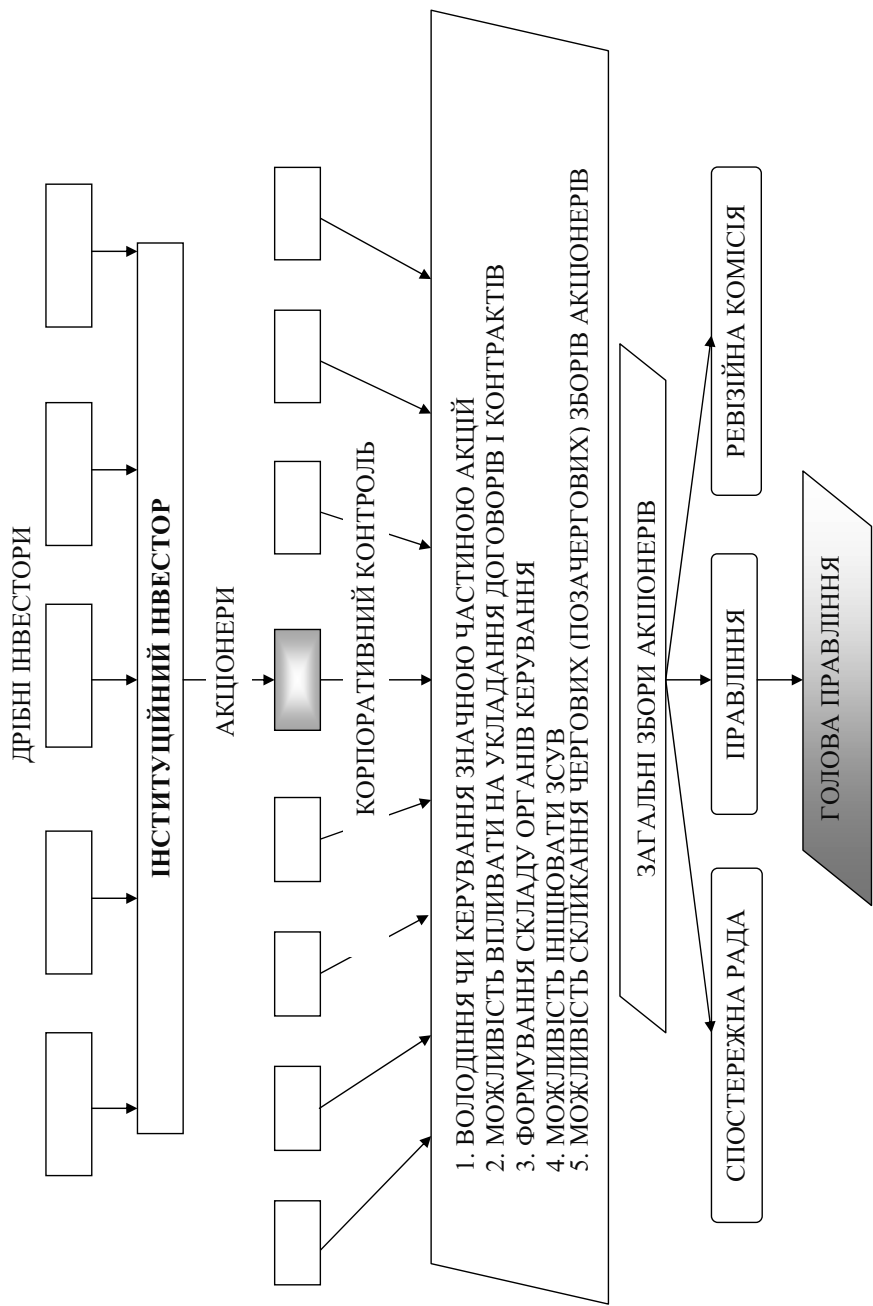


Рис. 2.2. Здійснення функцій корпоративного управління інституційним інвестором

Насамперед, у структурі власності великих польських корпорацій переважають не інсайдери, а аутсайдери, незважаючи на те що в ході масової приватизації працівники мали певні переваги й польську приватизацію часто характеризують як «інсайдерську». Останнє ствердження більшою мірою стосується дрібних і середніх, а не великих підприємств.

У той же час серед інсайдерських груп не тільки великих підприємств діє тенденція посилення позицій менеджерів, у той час як кількість акцій, що належать працівникам, зменшується (у найбільших компаніях цей процес іде повільніше, ніж на середніх і дрібних підприємствах). Крім того, на великих підприємствах така група акціонерів, як колишні співробітники компанії (менеджмент і працівники), має не дуже велике значення (такі акціонери присутні тільки на 25% компаній, що стали об'єктом дослідження).

Найбільшими акціонерами в найбільших корпораціях Польщі є іноземні інвестори. До того ж вони – єдина група акціонерів, чия частка постійно зростала. Сьогодні вони володіють контрольним пакетом акцій уже в більш ніж чверті з розглянутих компаній. Другою за значимістю групою є польські приватні особи, хоч їхня частка в компаніях поступово скорочувалася. Третя група – польські корпорації, четверта – інвестиційні фонди. Роль банків незначна. Більше ніж в 20% компаній контроль належав іноземному інвесторові, що володіє більше 50% акцій. У той же час більш дрібні іноземні стратегічні інвестори ставали найбільшими інвесторами в усе більшому числі компаній. Друга за величиною група домінуючих акціонерів (тобто володіючих більше 50% акцій) – польські промислові компанії, причому їхнє число поступово зростає. Третьою за величиною групою є інвестиційні фонди, однак вони поступово поступаються місцем «іншим організаціям», тобто фактично польським компаніям, що не входять у промисловий або фінансовий сектор економіки. Роль банків зовсім незначна: тільки в 2000 р. одному банку вдалося захопити домінуючу позицію в одній компанії.

До останнього часу найбільшим акціонером у компанії, як правило, були вітчизняні інституційні акціонери, але поступово вони втрачають свої позиції – у більшості випадків на користь іноземних інвесторів. Дві інші категорії – вітчизняні приватні особи – аутсайдери й інсайдери – зберігають свої позиції майже не змінними.

На відміну від Польщі, в **Угорщині** структура власності на приватизованих підприємствах споконвічно характеризувалася великою часткою власності іноземних інвесторів, Завдяки вибраній угорським урядом моделі приватизації іноземні інвестори в Угорщині, як і раніше, залишаються найбільшими власниками. Так, дослідження, об'єктом якого стала структура власності 1500 найбільших угорських компаній-експортерів, показало, що частка власності іноземних інвесторів становить 46,6%; угорських компаній – 17,9%; угорських приватних осіб – 30,4%; інших (включаючи державу) – 5,1%.

Причому товарообіг цих компаній був розподілений залежно від категорії власника таким чином: на компанії, контрольовані іноземними інвесторами, припадало 81,7%, угорськими компаніями – 9,3%, угорськими приватними особами – 6,6%, іншими – 2,55%.

Незначна частка власності держави в приватизованих компаніях (як в Угорщині) у цілому не характерна для країн з перехідною економікою, у більшості з яких держава, як і раніше, відіграє велику роль у власності акціонерних товариств. Так, типова структура власності для приватизованої компанії в Хорватії має такий вигляд:

1. 20% належить Хорватському пенсійному фонду;
2. 10% – місцевим банкам;
3. 15% – працівникам;
4. 10% – ветеранам війни;
5. 45% – приватизаційним фондам.

Таким чином, держава більш-менш прямо контролює 40% власності (частки Хорватського пенсійного фонду, місцевих банків, багато з яких, навіть будучи приватними, все ж таки контролюються державою). Всі ці частки мають бути під наглядом Хорватського приватизаційного фонду, що почав поводитися як досить зацікавлений і активний акціонер.

У Румунії Агентство по приватизації (APAPS) все ще володіє контрольним пакетом в 16 компаніях, що мають лістинг на біржі, і міноритарними пакетами на великій кількості підприємств. У нього портфелі акції 1135 компаній. Однак з огляду на вкрай розпорошену власність на акції, що залишилися, держава фактично зберігає контроль на більшості компаній, що входять у пакет APAPS після програми масової приватизації. Особливо це характерно для величезної кількості підприємств, чії акції продаються на RASDAQ, де після приватизації власність виявилася розділеною



між державою – власником міноритарного пакета акцій і тисячами «безмовних» (за висловом експертів ОЕСР) міноритарних акціонерів.

У Болгарії, за оцінкою OECD, держава контролює в середньому 18% капіталу. У Польщі великі пакети акцій також, як і раніше, перебувають у руках держави (у середньому 8%, а всього держава має акції більше ніж у половині із представлених компаній), і, судячи з динаміки показників, уряд не поспішає продавати своїх акцій. Хоча в деяких випадках проблема полягає в тому, що держава просто не може продати своїх пакетів, оскільки кожне друге підприємство – частка держави, на якому перевищує, 20% акцій, є нерентабельними, а крім того, часто має стратегічного інвестора, який володіє контрольним пакетом акцій. Природно, що за таких обставин стратегічний інвестор уже не зацікавлений у купівлі додаткових акцій, оскільки це не означатиме збільшення його контролю, але в той же час приведе до росту участі в збитках компанії, а для інших інвесторів міноритарні пакети на таких підприємствах малопривабливі. Серед п'яти найбільших акціонерів, стратегічних, але не домінуючих (тобто володіють від 20% до 50% акцій), держава посідала перше місце. Держава є стратегічним інвестором на 19,2% компаній. Це значить, що майже в кожній п'ятій приватизованій великій компанії в Польщі держава все ще має значний вплив як власник (принаймні формально).

Як уже було відзначено вище, особливістю країн Східної Європи є те, що істотну роль у структурі власності підприємств продовжують відігравати різні інституційні інвестори, що, насамперед, мали приватизаційні фонди.

У Болгарії в приватизаційних аукціонах брав участь 81 **приватизаційний фонд**, що має ліцензію, який придбав близько 60-90 млн акцій, пропонуваніх 1060 підприємствами. Майже всі приватизаційні фонди згодом були перетворені в холдингові компанії. У цей час на BSE-Sofia торгуються приблизно 30 експриватизаційних фондів, причому половина з них – на офіційному ринку. Ціна їхніх акцій перебуває, як правило, на рівні номіналу.

Слід зазначити тенденцію до концентрації в рамках структури власності **холдингових** компаній. Відбулася істотна реорганізація холдингів – через непрозорі угоди й збільшення капіталу, що привело до створення складних структур з холдингів і **субхолдингів**. Реорганізація звичайно відбувалася з використанням цілком закон-

них методів, однак de facto вона привела до розмивання державної частки й установлення повного контролю менеджменту.

Крім того, потенційно великими інституційними інвесторами в Болгарії також є **пенсійні фонди**, чії сукупні чисті активи перевищили \$166 млн, причому ріст загальної вартості їхніх активів виріс із кінця 2001 на 78%. Однак поки вони недостатньо активні.

У Румунії найбільшими інституційними інвесторами є **Фінансові Інвестиційні Фонди**.

Це очевидний результат приватизації, коли громадянам у ході першої програми видані сертифікати власності, а видані в ході другої, масової приватизації, могли бути використані для придбання акцій ФІФів. У результаті цього процесу близько 30-60% капіталу комерційних підприємств виявилися розподілені між 5-ма ФІФами. Після 1996 р. ФІФи були перетворені у взаємні фонди. Структура капіталу ФІФів украй розпорошена. З 1999 р. вони одержали лістинг на BSE (Бухарестській фондовій біржі) і стали головними гравцями на біржі, як найбільш ліквідні суб'єкти (22% від загального обороту). При цьому вони самі є акціонерами в інших компаніях, що мають лістинг на біржі.

ФІФи функціонують як акціонерні товариства. Це самокеровані фонди, на 100% частки. ФІФи керують портфелем акцій, інвестованих ними компаній і здійснюють інвестиційну діяльність. Усього ФІФів, як ми вже відзначали, п'ять: Banat-Crisan, Moldova, Muntenia, Oltenia, Transilvania. Їхня загальна капіталізація складає приблизно \$275 млн. У той же час загальна чиста вартість їхніх активів складала приблизно \$610 млн. Загальне число компаній, чії акції перебувають у портфелях ФІФів, – 2106, причому більше половини з них мали лістинг на BSE або ринку RASDAQ. При цьому у більшості компаній (65%) ФІФи володіли пакетом від 5% до 33%.

Таблиця 2.2.

## Румунські фінансові інвестиційні фонди

	Фіфи					Загальне число ком- паній	В %
	Banat-Crisan	Moldova	Transil-vania	Muntenia	Oltenia		
<i>Портфель ФІФів:</i>							
Компанії, зареєст- ровані на BSE	18	9	11	22	19	79	3,75
Компанії, зареєст- ровані на RASDAQ	372	145	263	154	113	1047	49,72
Незареєстровані компанії	225	187	145	122	51	730	34,66
Інші компанії	19	84	9	55	83	250	11,87
<b>Усього компаній</b>	<b>634</b>	<b>425</b>	<b>428</b>	<b>353</b>	<b>266</b>	<b>2106</b>	<b>100,00</b>
<i>Даний:</i>	<i>Частка ФІФів у власності комп.</i>						
Менш 5%	95	47	41	111	51	345	16,38
5%–33%	447	290	257	217	158	1369	65,00
33%–50%	38	51	84	4	29	206	9,78
Більше 50%	54	37	46	21	28	186	8,83
<b>Усього компаній</b>	<b>634</b>	<b>425</b>	<b>428</b>	<b>353</b>	<b>266</b>	<b>2106</b>	<b>100,00</b>

У Хорватії було створено 7 приватизаційних фондів, які контролюють великі пакети акцій на приватизованих підприємствах. Приватизаційні фонди є компаніями закритого типу, їхні акції про-

даються за ціною, значно нижчою від номіналу, що відображає неліквідність їхніх портфелів.

Приватизаційні фонди й холдингові компанії одержали помітне поширення в країнах Східної Європи, оскільки, по-перше, вони є центром корпоративної власності (так, у Болгарії 10 найбільших холдингів, як вважається, контролюють більшість великих компаній. У Румунії ФІФи є найважливішими агентами корпоративного керування). По-друге, як найбільші акціонери, що контролюють міноритарних акціонерів або принаймні найважливіших з них, вони перебувають у привілейованому становищі, що дозволяє їм впливати на загальні методи корпоративного керування.

У Польщі, відповідно до законодавства (закон від 28 серпня 1997 р. про інвестиційні фонди й ін.), існує **п'ять головних типів інвестиційних фондів: загальні відкриті й закриті фонди, спеціалізовані відкриті й закриті фонди й змішані фонди. Капітал фондів був акумульований у результаті емісії ваучерів або інвестиційних сертифікатів.**

Інвестиційні фонди жорстко контролюються законами й Комісією з бірж і цінних паперів. Діяльність відкритих фондів, які купують акції компаній, підлягають особливому контролю. Пакет акцій однієї компанії не може перевищувати 5% портфеля фонду (ця межа може бути збільшений до 10%, якщо такі інвестиції в цілому складають менше 40% усього портфеля). Фонди не можуть здобувати більше 10% голосуючих акцій компанії. Фактично польське законодавство перешкоджає інституційним інвесторам ставати активними головними інвесторами й регламентує їхню роль як пасивних гравців на ринку цінних паперів.

У середині 2002 р. у Польщі було приблизно 130 інвестиційних фондів. Їх чисті активи становили 14,9 млрд злотих. Особливий інтерес із погляду вивчення **постприватизаційних процесів являють собою дві групи фондів.**

**Перша група – Національні інвестиційні фонди**, які були частиною масової програми приватизації. Пізніше НІФи реструктуризували свої портфелі й продали безліч компаній. 36 компаній із програми «НІФ» (NIF program) одержали котирування на WSE (Варшавську фондову біржу). Деякі НІФи змінили характер своєї діяльності й зайнялися венчурним капіталом та приватними інвестиціями в акції. Сьогодні вони володіють пакетом більше ніж в 5% в 15 компаніях, зареєстрованих на біржі.

**Друга група – пенсійні фонди, які з'явилися в ході пенсійної реформи**, що почалася в 1999 р. Інвестиційна діяльність пенсійних фондів жорстко регламентована (закон від 28 серпня 1997 р. про організацію й діяльність пенсійних фондів та інші закони). Вони можуть вкладати кошти тільки в «безпечні» активи, тобто можуть купувати тільки акції компаній, що мають лістинг на біржі (не більше ніж 40% від портфеля пенсійного фонду). Фонд не може мати більше 5% акцій однієї компанії, а акції однієї компанії не можуть становити більше 5% портфеля фонду. Діяльність пенсійних фондів контролюється Комісією зі страхування й спостереження за пенсійними фондами.

Незважаючи на встановлені законодавством обмеження, сформувалася група з 17 фондів, чії інвестиції на WSE становлять 6% капіталізації біржі. З одного боку, пенсійні фонди мають постійний приплив обов'язкових пенсійних платежів, тому їхнє становище на фондовому ринку, зокрема на WSE, буде зміцнювати й надалі. З другого боку, обмежений організований ринок не здатний задовольнити зростаючого попиту на цінні папери, пропонованого пенсійними фондами.

У дослідженні, проведеному польським Центром соціальних і економічних досліджень, вивчається еволюція структури власності в 15 НІФах і 512 підприємствах, включених у програму масової приватизації. На цих підприємствах виявилася сильна тенденція до концентрації власності з одночасним значним перерозподілом прав власності. Протягом п'ятирічного періоду (1995-2000 рр.) 245 компаній (48%) перейшли до стратегічних інвесторів, при цьому 52 з них були продані іноземним інвесторам (10% усієї кількості). 80 компаній (15%) збанкрутували або вступили в процедуру банкрутства або процесу ліквідації. 36 компаній (7%) котируються на WSE.

НІФи втратили контроль над більшістю компаній, які перейшли до домінуючих власників. Як домінуючі власники з'явилися інші компанії й приватні особи. У середньому більшість стратегічних інвесторів досягла повного контролю (більше 50%) над власністю компаній.

**Структура власності в компаніях,  
що належали НІФам (Польща)**

<b>Найбільший акціонер (більше 15% акцій)</b>	<b>Кількість підприємств в 2000 р., од.</b>	<b>Пакет акцій в %, середнє</b>
<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
Вітчизняні інвестори	193	58,6
З них:		
Співробітники	13	55,4
приватні особи	48	55,0
інші фірми	116	60,6
фінансові організації	10	32,8
інші НІФи	6	35,4
Іноземні інвестори	52	73,7
Інше:		
компанії, що мають лі- стинг на WSE <sup>b</sup>	36	
Ліквідовано	12	
Збанкрутувало	68	

### **2.3. Акція – інструмент механізму корпоративного управління**

Визначення акцій наведено в Законі України “Про цінні папери і фондову біржу”. У цілому воно відповідає як сформованим корпоративним відносинам в економіці України, так і загальноприйнятому понятійному апаратові. Звучить це визначення таким чином: “Акція – цінний папір без установленого терміну обігу, що засвідчує пайову участь у статутному фонді акціонерного товариства, підтверджує членство в акціонерному товаристві і право на участь у керуванні ним, надає право його власникові на одержання частини доходу у вигляді дивідендів, а також на участь у розподілі майна при ліквідації акціонерного товариства”.

Однак, слід зазначити, що у світовій і вітчизняній літературі виділяється таке різноманіття видів акцій і форм здійснення прав, зв'язаних з володінням акцій, що дане визначення буде найбільш правильним, найбільш застосовним до найпоширенішого виду акцій – простої акції (рис. 2.3).

Вивченням сутності і методів застосування акцій у сучасних процесах управління, інвестиційному, фінансовому менеджменті займалися такі зарубіжні вчені як Вільям Ф. Шарп, Френк Дж. Фабоцці, Є. Ф. Бриггем, Й. В. Бернар та інші. На думку В. Ф. Шарпа «звичайна акція (common stock) являє собою право на співволодіння компанією. Відмінною рисою цих акцій є те, що вони оплачуються по залишковому принципу, тому що їхні власники можуть одержати свої дивіденди або інші платежі, за даними акціями, тільки після того, як проведені виплати кредиторам і власникам привілейованих акцій. У разі банкрутства корпорації власники звичайних акцій стають власниками цінностей, що залишилися після того як претензії інших позивачів були задоволені. Це основні відмінні характеристики простої акції.

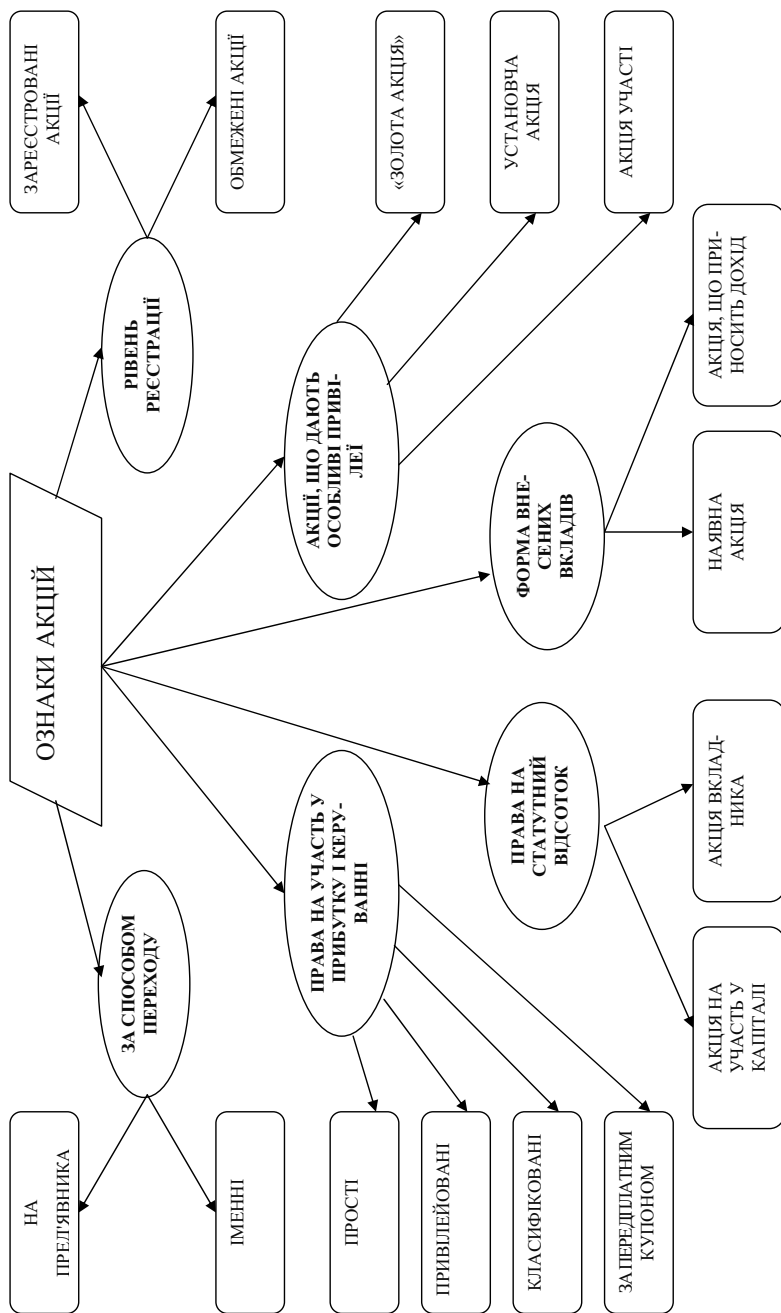


Рис 1.3. Класифікація акцій у цілях корпоративного управління



Існує аналогічне трактування простої акції [ 62 ]. «Акція – титул власності, що видається власникові частини капіталу компанії як посвідчення його прав співвласника». Як видно, це визначення більш загальне і характеризує акцію як складовий елемент механізму корпоративного управління.

Аналізуючи думки цілого ряду авторів, що досліджувала процеси корпоративного управління [ 12, 13, 14, 60, 62, 66, 74, 76], можна виділити переваги і недоліки які мають прості (звичайні) акції як елемент корпоративного управління. До їхніх безсумнівних переваг варто віднести:

1. Із фінансової точки зору звичайна акція є необхідною формою соціального захисту, оскільки вона робить бізнес менш уразливим щодо наслідків спадів обсягу реалізації і прибутку.

2. Проста акція не має фіксованої дати платежу. Вона ніколи не може бути підписана на термін.

3. Звичайна акція не ставить за обов'язок фірмі виплачувати акціонерам періодичні виплати.

4. Якщо в компанії гарний імідж, дохідний бізнес, проста акція може продаватися на більш вигідних умовах, ніж боргове зобов'язання.

5. Багато компаній свідомо вибирають фінансування через акції з метою збереження резервів кредитного інвестування і, відповідно, високої думки партнерів, інвесторів, клієнтів про фінансові можливості компанії.

6. Продаж фірмою простих акцій захищає кредиторів від збитків, підвищує її облігаційний рівень, підвищує можливості використовувати боргові зобов'язання.

Для прийняття ефективних господарських, фінансових, управлінських рішень необхідно враховувати деякі специфічні особливості простих акцій, що можуть негативно вплинути на керованість компаній:

Продаж звичайних акцій дає обумовлені статутом права голосу і можливо, права контролю новим акціонерам. Тому фінансування через акції може бути не прийнятним для менеджерів (акціонерів) які прагнуть зберегти контроль.

Проста акція дає новим власникам право брати участь у розподілі доходу фірми. Якщо доходи фірми швидко ростуть, то власникам (менеджерам) більш вигідне додаткове фінансування за рахунок облігацій, тому що воно забезпечує виплату гарантованого,

але обмеженого умовами емісії відсотка. При фінансуванні через акції власникам (менеджерам) доведеться «ділитися» своїми зростаючими доходами.

Згідно з податковим законодавством багатьох країн дивіденди на прості акції не відносяться на витрати для цілей оподаткування, у той час, як відсотки по облігаціях відносяться на витрати.

Про інвестиційні властивості акцій писалося вже досить багато. Зарубіжними економістами створені фундаментальні праці, що аналізують різні форми здійснення інвестиційної діяльності шляхом використання акцій [ 12, 13, 18, 85, 88]. Значно меншою мірою класифіковані методи і форми застосування акцій у корпоративному управлінні. Сучасний стан міжнародного інвестиційного ринку показує, що акції корпорацій усе більшою мірою втрачають свою інвестиційну привабливість. Та й власне поняття «інвестиційний ринок» у США є синонімом поняття «ринок облігацій», оскільки 80 % всіх активів облігації, що обертаються на інвестиційному ринку США, складають і їхні похідні. Показова класифікація основних фінансових коштів і характеристика цінних паперів, представлена Е. Ф. Брігхемом [ 18 ], ще раз підтверджує зростаючу тенденцію поступового виходу акцій з розряду першокласних інвестиційних інструментів (табл. 2.4.).

Прості (звичайні) акції, хоча й активно використовуються в інвестиційних процесах (а вони не можуть не використовуватися (така їх природа), ймовірно повинні вивчатися сьогодні як один з елементів механізму корпоративного управління, що дозволяє цілком реалізувати права їхнього власника.

Таблиця 2.4.

## Основні характеристики фінансових активів США

№ п/п	Фінансові активи	Вид ринку	Основні учасники ринку, емітенти	Ступінь ризику	Термін погашення	%
1	2	3	4	5	6	7
1	Казначейські векселі США	Ринок короткострокового капіталу	Продаються Казначейством США для фінансування федеральних витрат	Ризик неплатежу відсутній	До 30 років	3,3
2	Акцептовані банком векселі	— // —	Зобов'язання компаній, гарантовані банком	Низький ступінь ризику при гарантії банку	До 180 днів	3,4
3	Короткостроковий комерційний вексель	— // —	Випускаються фінансово надійними фірмами для великих інвесторів	Низький рівень ризику	До 270 днів	3,5
4	Вкладний перекладний сертифікат	— // —	Випускається великими інвестиційними банками для інвесторів	За ступенем ризику – після казначейських векселів	До 1 року	2,9
5	Сертифікат ІФ відкритого типу, що вкладають кошти в короткострокові зобов'язання грошового ринку	— // —	Кошти вкладаються в активи п. 1,3,4.	Низький ступінь ризику (майже абсолютна ліквідність)	Без визначеного терміну	2,7
6	Термінові депозити в євро-валютах	— // —	Випускаються банками за межами США	За невилплати відповідають емітенти	До 1 року	3,5

Закінчення таблиці 2.4.

1	2	3	4	5	6	7
7	Казначейські білети й облігації уряду США	Ринок довгострокових позик	Випускаються урядом США	Ризик відсутній	Від 2 до 30 років	6,3
8	Облігації уряду штатів і місцевих органів влади	--/--	Випускаються владою штату і муніципалітетами для приватних осіб і інституційних інвесторів	Ризик більший ніж у цінних паперів уряду, але звільняються від більшості податків	До 30 років	5,5
9	Промислові облігації (облігації корпорацій)	--/--	Випускаються корпораціями для індивідуальних і інституційних інвесторів	Ступінь ризику більший ніж в урядових облігацій, але менший ніж в акції	До 40 років	7,1
10	Привілейовані акції	--/--		Ризик більший ніж в облігацій корпорацій, але менший ніж у простих акцій	Необмежений	6-8
11	Проста акція	--/--		Ризиковані		10-15

У визначенні, трактуванні простої (звичайної) акції вітчизняна методологія і зарубіжна наука практично не розходяться. Значно більше розходжень у трактуванні різних (інших) видів акцій і їх функціонального призначення.

З усього різноманіття видів акцій, представлених у практиці діяльності світових фондових ринків з погляду корпоративного управління, можна виділити найбільш значимі за такими ознаками:

### **1. Залежності від способу переходу акції:**

- акція на пред'явника ( без указівки конкретного власника наданих прав). Перехід акцій цього виду з рук у руки відбувається без особливих процедур;
- іменна акція (акція, власник якої зареєстрований особливим способом (залежності від законів і нормативних актів у тій або іншій країні).

### **2. Відповідно до прав на участь у прибутках і керуванні:**

- проста (звичайна) акція надає право на дивіденд, право на евентуальний (ліквідаційний) залишок, а також право голосу на загальних зборах акціонерів; привілейована (або пріоритетна) акція надає особливі права: зокрема, пріоритет на участь або в розподілі активів компанії (у разі її ліквідації), на підвищену частку ліквідаційного залишку, але обмежує права їх власників на участь у прийнятті рішень господарської діяльності компанії.

- класифіковані акції. Сутність класифікованих акцій полягає в тому, що прості акції різних серій (класів) можуть мати визначені привілейовані або особливі позиції. Наприклад, акції серії А можуть надавати право голосу при обмежених умовах по одержанню дивідендів, серії В мають дробову або подвоєну кількість голосів, серії З надають право на одержання дивідендів у грошовій формі, серії Д – у формі акції.
- акція з передплатним купоном. Це проста акція, що випускається разом з купоном, який дозволяє її власникові придбати додаткові акції компанії за ціною, встановленою при початковій емісії. Купон через деякий час може бути відірваний і буде цінним папером з окремим котируванням.

### **3. З погляду прав на статутний відсоток:**

- акція на участь у капіталі надає право на одержання статутного відсотка, якщо компанія вирішила виплатити його за участь у капіталі.
- акція вкладника (видається в обмін на вкладене майно. На відміну від звичайної готівкової акції, вона автоматично вва-

жається оплаченою при створенні компанії. Для того щоб засновники не втратили інтересу до діяльності створеної ними фірми, передача їх іншій особі не допускається раніше ніж через два роки.

- готівкова акція є внеском, зробленим у вигляді прямих платежів акціонера. Це найпоширеніша форма внесків.

#### **4. Відповідно до форми внесених внесків:**

- акція, що приносить дохід. Компанія може використовувати свої резерви для того, щоб частково або цілком виплатити акціонерам капітал, який вони в неї вклали. Акція вважається цілком амортизованою після відшкодування всієї її номінальної вартості.
- акція, що приносить дивіденд.

#### **5. Акції, що дають особливі привілеї:**

- спеціальна (золота) акція. Це акція, власником якої є державна організація (відомство, орган влади) і протягом визначеного терміну надає цій організації винятково великі права на зборах акціонерів. Ці права стосуються контролю над підприємством. У практиці функціонування фондового ринку України ці акції не одержували поширення, однак проекти емісії Золотих акцій ініціювалися Фондом Державного майна України. Наявність такої акції досить вигідно для держави, тому що, з одного боку, дасть можливість цілком реалізувати контрольний (блокуючий) пакет акцій і одержати за це визначену (досить велику) суму, а з другого боку, дає можливість зберегти контроль над підприємством;
- засновницька акція – акція без номінальної вартості, що дає право на участь у прибутках або ліквідаційному залишку компанії, звичайно що видається нею в обмін на внесок, який не підлягає оцінці.

Засновницькі акції звичайно надаються при створенні компанії на вдячність за зусилля засновників (клопотання, використання ділових зв'язків, проведення досліджень). Установча акція використовується й у тих випадках, коли акція надана як вдячність за послуги або внески в діяльність вже існуючої компанії. Ця акція використовується також для документального визнання деяких внесків, грошова оцінка яких утруднена.

Засновницькі акції не мають номінальної вартості, однак принесений ними відсоток додає їм продажну вартість, засновану головним чином на трьох критеріях: право на частку чистих активів

компанії, рівень її прибутковості, біржовий курс. Практика випуску цих акцій за кордоном поширена, однак не всі компанії можуть одержати дозвіл на їхню емісію. Суровість режиму, що регулює засновницькі акції часто викликає прагнення компаній викупити або конвертувати існуючі засновницькі акції шляхом конвертації в інші види акцій або обміну на облігації;

- акція участі – цінний папір, що надає право на частину акціонерного капіталу компанії і що видається персонально компаньйонам в обмін на їхні внески. Акції участі (пайові свідчення) вручаються членам товариства. Акції участі (пайові свідчення) характерні для деяких видів акціонерних товариств, які не мають поширення в Україні (акціонерні командитні товариства, акціонерні товариства з повною відповідальністю і т. п.)

Цей вид акцій не підлягає вільному продажу. Паї в капіталі повного товариства підлягають переуступці тільки за рішенням найчастіше одноголосним, членів товариства;

У командитному товаристві потрібне дотримання принципу одноголосності, але акції можуть продаватися і за згодою більшості.

В акціонерному товаристві з обмеженою відповідальністю акції участі можуть бути відступлені третьою особою тільки за згодою учасників, що представляють 75 % акціонерного капіталу.

#### **6. За рівнем реєстрації акції розподіляються:**

- зареєстровані акції ( акції зареєстровані в Комісії з цінних паперів до їх пропозиції широкому колу інвесторів);
- обмежені акції (акції не зареєстровані Комісією з цінних паперів і пропонуються до продажу). Такі акції продаються без участі фінансових посередників безпосередньо покупцям. Кількість випущених акцій цього виду відносно невелика порівняно з загальною кількістю акцій, що знаходяться в обігу. Умовою продажу в США є лист Комісії з цінних паперів і фондових бірж (SEC) з підтвердженням про те, що ці акції будуть зберігатися як інвестиційні і не будуть продаватися. За певних обставин великі інституційні інвестори можуть торгувати цими акціями між собою в будь-який момент після їх випуску.

Наведена класифікація, як уже відзначалося, заснована на аналізі міжнародних тенденцій, міжнародного досвіду використання акцій у сфері корпоративного управління. Дана класифікація (див. рис. 1.4.) багато в чому по-новому представляє сутність акцій, її можливості, види, форми застосування. Класифікація не враховує

видів акцій, що мають розходження, особливості як фінансові інструменти.

Вітчизняні вчені О. І. Амоша., І. А. Бланк., О. А. Джусов, А. А. Пересада., І. Л. Сазонець, М. Г. Чумаченко, О. М. Ястремська у своїх працях [ 9, 14, 26, 53, 56, 67, 91] зверталися до проблем створення умов обігу, використання акцій в Україні. Розгорнута класифікація акцій, облигацій і інших фінансових активів дані Бланком, А. А. Пересада розглядав цінні папери як елемент інфраструктури інвестиційних процесів в Україні. Однак наведена класифікація, складена на основі аналізу літературних джерел зарубіжних авторів більше націлена на перспективні форми здійснення емісії акцій, що дозволять повніше реалізувати права акціонерів, регламентувати діяльність інституційних інвесторів, зробити більш ефективною систему корпоративного управління в цілому. Аналізуючи сучасний стан розвитку ринку акцій та їх вплив на процедури корпоративного управління, слід відзначити незначні, порівняно зі світовими, можливості, які створені інфраструктурно для розвитку корпоративних процесів.

Слід зазначити, що найбільш поширеними на фондовому ринку України є *прості іменні* акції.

Для визначення типу та категорії акцій, що випускаються, необхідно брати до уваги встановлені чинним законодавством обмеження, а саме:

- у процесі приватизації майна державних підприємств шляхом їх перетворення у відкриті акціонерні товариства можна випускати тільки *прості іменні акції*;
- привілейовані акції можна випускати лише на таку суму, яка не перевищує 10% статутного фонду акціонерного товариства.

Випуск певної категорії акцій також залежить від того, хто буде їх потенційним покупцем. Під час емісії цінних паперів Товариству необхідно враховувати інтереси потенційних інвесторів. Адже такі інвестори купуватимуть ту чи іншу категорію акцій Товариства виходячи з поставлених цілей. Потенційні інвестори можуть прагнути отримати доступ до управління справами Товариства (тому їх буде цікавити придбання простих акцій) або знизити ризик своїх капіталовкладень, отримуючи гарантовану норму прибутку та маючи можливість у разі ліквідації Товариства повернути вкладені кошти позачергово (тому купуватимуть привілейовані акції).



Оплату акцій Товариства можна здійснювати грошовими коштами (у тому числі іноземною валютою), цінними паперами, матеріальними цінностями, майновими правами. Форма оплати акцій визначається Статутом Товариства. Незалежно від форми внеску вартість акцій виражається в гривнях.

Акція – грошовий документ, який має певну вартість.

Номінальна вартість – це умовна величина, виражена у грошовій формі, й визначає частку майна акціонерного товариства, яка припадає на одну акцію. Розмір номінальної вартості акцій визначається під час заснування акціонерного товариства і залежить від того, на яку категорію інвесторів орієнтується товариство при розміщенні акцій. Сумарна номінальна вартість придбаних акціонерами акцій складає статутний фонд акціонерного товариства.

Номінальна вартість акцій має суто інформаційний характер і практично не має значення для подальшого обігу акцій на ринку цінних паперів.

Всі акції акціонерного товариства повинні мати однакову номінальну вартість. Мінімальна номінальна вартість акції складає 0,01 гривні. Максимальна номінальна вартість акцій може бути будь-якою, але повинна бути кратною мінімальній номінальній вартості акцій.

Для відкритих акціонерних товариств, створених у процесі приватизації, встановлена стандартна номінальна вартість акцій, яка складає 0,25 гривні.

Акціонерне товариство має право змінювати номінальну вартість акцій. Процедура зміни номінальної вартості акцій у рамках статутного фонду акціонерного товариства називається деномінацією акцій і може бути пов'язана як із збільшенням номінальної вартості (консолідацією акцій), так і зі зменшенням номінальної вартості (дробленням акцій).

Для проведення деномінації акцій товариству потрібно провести реєстрацію випуску акцій нової номінальної вартості, що для відкритих акціонерних товариств пов'язано з необхідністю реєстрації та опублікування інформації про емісію акцій.

**Емісійна вартість** – це ціна, за якою акції розміщуються акціонерним товариством, тобто пропонуються їх першим власникам. Емісійна вартість може дорівнювати номінальній вартості або бути вищою за неї.

Різниця між емісійною та номінальною вартістю складає емісійний дохід товариства, який не включається до складу валового доходу товариства.

**Ринкова вартість акцій** – це основний вартісний показник, який формується під впливом попиту та пропозиції на акції. Ринкова вартість акцій є ціною, за якою акції купуються та продаються на вторинному ринку цінних паперів, тобто ринку, на якому обертуються раніше випущені акціонерним товариством акції. Ринкова вартість акцій залежить від багатьох чинників (фінансовий стан товариства, перспективи його розвитку, розмір дивідендів тощо) і може бути вищою, нижчою або дорівнювати номінальній вартості акцій.

#### **Акція не має терміну**

Акція не має терміну існування, вона існує, поки існує акціонерне товариство, що її випустило. За загальним правилом, акціонерне товариство визнається створеним на невизначений строк, якщо в установчих документах товариства не зазначений строк його існування.

#### **Акція визначає взаємовідносини між емітентом та інвестором**

Випустивши акції, товариство надає їх власникам корпоративні права й бере на себе певні зобов'язання.

Обсяг корпоративних прав акціонера залежить від того, власником якої категорії акцій він/ вона є.

Прості акції надають їх власникам право:

- брати участь в управлінні товариством;
- брати участь у розподілі прибутку товариства та одержувати його частку (дивіденди);
- брати участь у розподілі майна при ліквідації товариства;
- інші права, передбачені чинним законодавством, а також статутом акціонерного товариства.

Кожна проста акція товариства надає її власнику однаковий обсяг прав.

Привілейовані акції надають їх власнику:

- право брати участь в управлінні товариством лише у разі, якщо це передбачено його статутом;
- переважне право на отримання дивідендів;
- пріоритетне право на участь у розподілі майна товариства у разі його ліквідації;
- інші права, передбачені чинним законодавством, а також Статутом акціонерного товариства.

Слід звернути увагу на те, що право власності на акцію та права, які впливають із акції, виникають в акціонера одночасно, але реалізувати корпоративні права акціонери, власники іменних акцій, можуть лише з моменту внесення змін до системи реєстру власників іменних акцій.

Акція – належним чином оформлений документ, який має встановлену форму та реквізити.

Акції можуть випускатися у документарній або бездокументарній формі.

Випуск акцій у документарній формі здійснюється способом виготовлення та видачі акціонерам сертифікатів акцій. У свою чергу, сертифікат акцій є бланком цінного папера, який містить встановлені чинним законодавством реквізити та засвідчує право власності на акції. Виготовлення сертифікатів акцій можуть здійснювати виключно організації, що отримали відповідну ліцензію.

Акції, що випускаються у бездокументарній формі, існують тільки на рахунку зберігача у вигляді облікових записів. Підтвердження права власності на акції у цьому разі є виписка з рахунка у цінних паперах, яку зберігач зобов'язаний надати власнику акцій.

Форма випуску акцій визначається за рішенням емітента про випуск акцій та затверджується Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку під час реєстрації випуску акцій.

### **Обмежена відповідальність власників акцій за зобов'язаннями акціонерного товариства**

Акціонери несуть обмежену матеріальну відповідальність за зобов'язаннями товариства. Акціонери відповідають за зобов'язаннями товариства тільки в межах належних їм акцій, а у випадках, передбачених статутом, акціонери, що не повністю оплатили акції, несуть відповідальність за зобов'язаннями товариства також у межах несплаченої суми. Це означає, що у разі банкрутства товариства акціонер ризикує втратити тільки ті кошти, що внесені ним/ нею в обмін на акції товариства.

### **Неподільність акції**

Акція може належати кільком особам на праві спільної сумісної власності (без визначення часток), усі вони визнаються одним власником акції і можуть здійснювати свої права через одного з них або через спільного представника.

### **Обіговість акцій**

Обіговість акцій – можливість передачі засвідчених у ній майнових прав (бути об'єктом купівлі-продажу та інших угод).

## **Прибутковість акцій**

Прибутковість акцій – можливість отримання доходу від володіння акціями та від операцій з ними.

Інвестиції в акції є різновидом фінансових інвестицій, тобто вкладенням грошей у фінансові активи з метою отримання прибутку – додаткових грошей. Складовими прибутку за акціями є дивіденди та зростання курсової вартості.

Прибутковість акції стимулює діяльність усіх учасників ринку цінних паперів.

## **Привабливість випуску акцій для емітента**

Можливість залучення фінансових ресурсів, альтернативне джерело фінансування.

Товариство не зобов'язане повертати інвесторам капітал, вкладений під час придбання акцій. За загальним правилом акціонерне товариство може, але не повинне викуповувати в акціонерів оплачені ними акції. Це обумовлено тим, що акція належить до групи пайових, а не боргових цінних паперів, і чинне законодавство чітко обумовлює майнові права її власників, а саме – право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів і частки активів товариства у разі його ліквідації. Винятком із загального правила є вичерпний перелік випадків обов'язкового викупу акціонерним товариством власних акцій на вимогу акціонерів, які передбачені чинним законодавством України.

Виплата дивідендів за акціями не гарантована.

## **Привабливість акцій для інвестора**

Отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів.

Отримання прибутку у вигляді приросту капіталу як різниці між ціною купівлі та продажу акцій.

Придбання відповідних прав:

- право голосу (доступ до управління);
- переважне право на придбання додатково випущених акцій тощо.

Отримання додаткових пільг.

## **Акція іменна:**

- пайовий цінний папір із зазначенням власника, якому належать права, посвідчені цінним папером (при документарній формі випуску акцій ім'я або найменування власника зазначено на бланку цінного папера);

- інформація про власників іменних акцій доступна товариству у формі реєстру акціонерів (при документарній формі випуску) або облікового реєстру рахунків акціонерів (при бездокументарній формі випуску);
- перехід прав на іменну акцію та здійснення закріплених нею прав потребує обов'язкової ідентифікації власника.

#### **Акція на пред'явника:**

- пайовий цінний папір без зазначення власника (акція на пред'явника, випущена в документарній формі, не містить імені або найменування її власника);
- акціонером визнається власник акції (права, посвідчені цінним папером, належать пред'явнику акції);
- перехід прав на акцію та здійснення закріплених нею прав не потребує ідентифікації власника. Товариство веде облік загальної кількості випущених акцій на пред'явника і йому не доступна інформація про їх власників.

Акції на пред'явника дуже привабливі для інвесторів:

- «миттєвий» перехід прав власності (при документарній формі випуску);
- немає додаткових витрат під час перереєстрації права власності (при документарній формі випуску);
- не доступна для оподаткування. Державі не відома кількість угод, вчинених з акціями.

Цінні папери на пред'явника широко використовуються на етапі формування фондового ринку, становлення його інфраструктури.

**Акція проста** – пайовий цінний папір, що надає її власнику:

- право на участь у управлінні справами товариства;
- право на участь у розподілі чистого прибутку після виплати дивідендів за привілейованими акціями;
- право при ліквідації товариства отримати частину його активів після погашення вимог держави, кредиторів і власників привілейованих акцій.

Кожна проста акція товариства надає її власнику однаковий обсяг прав.

**Акція привілейована** (преференційна) – дає її власнику:

- переважне право на отримання дивідендів;
- право на пріоритетну участь в розподілі майна АТ у разі його ліквідації.

Власники привілейованих акцій не мають права брати участь в управлінні товариством (не мають права голосу), якщо інше положення не передбачене його Статутом.

Товариство може розміщувати один чи декілька типів привілейованих акцій, що надають їх власникам різний обсяг прав.

Привілейовані акції можуть випускатися на суму, що не перевищує 10 відсотків статутного фонду акціонерного товариства.

Переважне право акціонерів – власників привілейованих акцій – на одержання дивідендів полягає в тому, що виплата дивідендів за привілейованими акціями проводиться у заздалегідь визначеному розмірі, незалежно від розміру одержаного АТ прибутку у відповідному році. У тому разі, коли прибуток відповідного року є недостатнім, виплата дивідендів за привілейованими акціями проводиться за рахунок резервного фонду.

Пріоритетна участь у розподілі майна АТ у разі його ліквідації реалізується акціонерами – власниками привілейованих акцій – через отримання заздалегідь встановленої ліквідаційної вартості до задоволення вимог акціонерів – власників простих акцій. У разі якщо наявного в АТ майна буде недостатньо для виплати ліквідаційної вартості всім власникам привілейованих акцій, то кошти від реалізації цього майна розподіляються між усіма власниками привілейованих акцій пропорційно до кількості належних їм акцій.

Доцільність випуску привілейованих акцій полягає в тому, що товариство формує статутний фонд коштами акціонерів, які не беруть участі в його управлінні. Ці акціонери, у свою чергу, з одного боку, зменшують ризик свого вкладення, а з другого, одержують гарантований у порівнянні з іншими акціонерами дивіденд.

Для визначення типу та категорії акцій, що випускаються, необхідно враховувати встановлені чинним законодавством обмеження:

- у процесі приватизації майна державних підприємств способом перетворення їх у відкриті акціонерні товариства випускаються суто прості іменні акції;
- привілейовані акції не можуть випускатися на суму, що перевищує 10% статутного фонду акціонерного товариства;
- ЗАТ можуть випускати тільки іменні акції;
- громадяни мають право бути власниками, як правило, іменних акцій.

Випуск певної категорії акцій також залежить від того, хто буде потенційним покупцем акцій, що випускаються Товариством.

Під час емісії цінних паперів Товариству необхідно враховувати інтереси та цілі потенційних інвесторів, які можуть досягатися ними завдяки придбанню певної категорії акцій Товариства (отримання доступу до управління справами Товариства, зниження ризику своїх капіталовкладень через гарантовану норму прибутку та можливість першочергового повернення вкладених коштів у разі ліквідації Товариства тощо).

### **Форма випуску акцій**

**Акція** – належним чином оформлений документ, який має встановлену форму та реквізити.

**Форма випуску акцій** – зовнішня оболонка її існування, форма зовнішнього виразу.

Згідно зі статтею 4 Закону України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів» від 10 грудня 1997 р. 710/97-ВР, цінні папери, обіг яких дозволено на території України, можуть випускатися в документарній та бездокументарній формах.

**Документарна форма цінного папера** – сертифікат цінних паперів, що містить реквізити відповідного виду цінних паперів певної емісії, дані про кількість цінних паперів та засвідчує сукупність прав, наданих цим цінним папером. При документарній формі випуску засобом фіксації прав є цінний папір як документ.

**Сертифікат** – бланк цінного папера, який видається власнику цінного папера (цінних паперів), і містить визначені законодавством реквізити, дані про кількість цінних паперів та засвідчує право власності на цінний папір (цінні папери).

При документарній формі випуску акцій товариство зобов'язане після реєстрації випуску акцій надрукувати бланки цінних паперів та видати їх акціонерам. Ця формальність складає основу затрат товариства при випуску акцій у документарній формі.

Вимоги до бланків сертифікатів цінних паперів, їх зовнішнього вигляду, обов'язкових реквізитів та обов'язкових вимог щодо захисту сертифікатів цінних паперів від підробок встановлені Положенням про вимоги до сертифікатів цінних паперів, випущених у документарній формі, затвердженим рішенням ДКЦПФР від 31.07.98 р. № 95.

**Бездокументарна форма цінного папера** – зроблений зберігачем обліковий запис, який є підтвердженням права власності на цінний папір. У разі емісії акцій у бездокументарній формі товариство повинно оформити глобальний сертифікат і передати його на збері-

гання у вибраній депозитарій. Вимоги до порядку оформлення та форми глобального сертифіката встановлені Положенням про глобальний сертифікат емісії цінних паперів в бездокументарній формі, затвердженим рішенням ДКЦПФР від 12 лютого 1998 р. № 25.

Підтвердженням права власності на акції, що випущені у бездокументарній формі, є виписка з рахунка в цінних паперах, яку зберігач зобов'язаний надати власнику акцій. Обіг акцій при бездокументарній формі здійснюється у вигляді облікових записів на рахунках в цінних паперах.

Одним із факторів впливу на вибір товариством форми випуску акцій є ступінь розвитку інфраструктури фондового ринку України.

#### **Емісія додаткової кількості акцій**

**Емісія акцій** – це визначена чинним законодавством сукупність та послідовність дій емітента щодо розміщення акцій.

**Розміщення акцій** – відчуження акцій першим власникам способом укладання цивільно-правових угод.

#### **Обіг акцій**

**Обіг акцій** – укладення та виконання цивільно-правових угод, пов'язаних з переходом прав власності на акції.

**Угоди з акціями** – дії, спрямовані на виникнення, зміну або припинення прав, що закріплені акціями.

Акції відкритих акціонерних товариств обертаються вільно, тобто акціонери без обмежень можуть розпоряджатися своїми акціями. Вони можуть продавати або іншим способом відчужувати їх на користь інших юридичних та фізичних осіб, якщо інше не передбачене чинним законодавством. Товариство не може встановлювати обмеження для будь-якої особи щодо продажу чи придбання акцій або примушувати особу до їх продажу чи придбання.

**Реєстр акціонерів** – це складений на певну дату перелік акціонерів (власників іменних цінних паперів) та номінальних утримувачів, який є одним з основних корпоративних документів Товариства. Він дає можливість ідентифікувати акціонерів, а також кількість, номінальну вартість та категорію акцій, що їм належать. Власники акцій отримують статус акціонера і всі пов'язані з цим статусом права лише після того, як відповідні відомості про них будуть внесені до реєстру акціонерів.

Реєстр акціонерів ведеться з метою всебічного та повного забезпечення прав акціонерів та відстеження обігу випущених акцій Товариства.



З погляду емітента, правильна та незалежна реєстрація прав власності на акції є способом залучення внутрішнього й особливо іноземного капіталу. Існування ефективної системи реєстрації власників іменних цінних паперів, з точки зору потенційного інвестора, є гарантом його корпоративних прав .

Здійснювати діяльність щодо ведення реєстру акціонерів може:

- **емітент** *Має право вести власний реєстр, якщо кількість акціонерів – власників іменних цінних паперів – не перевищує 500 і за умови наявності дозволу на ведення реєстру власників іменних цінних паперів.*
- **Реєстратор** *Суб'єкт підприємницької діяльності, що має дозвіл на ведення реєстру власників іменних цінних паперів, який видається Державною комісією з цінних паперів і фондового ринку. Ведення реєстрів власників іменних цінних паперів є для реєстратора виключним видом його діяльності, який не може поєднуватися з іншими видами діяльності, крім депозитарної.*

Основні функції реєстратора полягають у здійсненні ним таких видів діяльності:

- формування системи реєстру акціонерів (власників іменних цінних паперів) – поетапне внесення в систему інформації про емітента та випущені ним акції, а також власників та акції, що їм належать;
- внесення змін до системи реєстру акціонерів та коригування відомостей про зареєстрованих в системі реєстру осіб;
- надання емітенту послуг, пов'язаних з реєстраторською діяльністю:
  - надання консультаційних послуг з питань обігу цінних паперів та обліку прав власності на них.

Доступ до системи реєстру обмежується колом осіб, які мають право отримувати цю інформацію. Такими особами є:

- емітент;

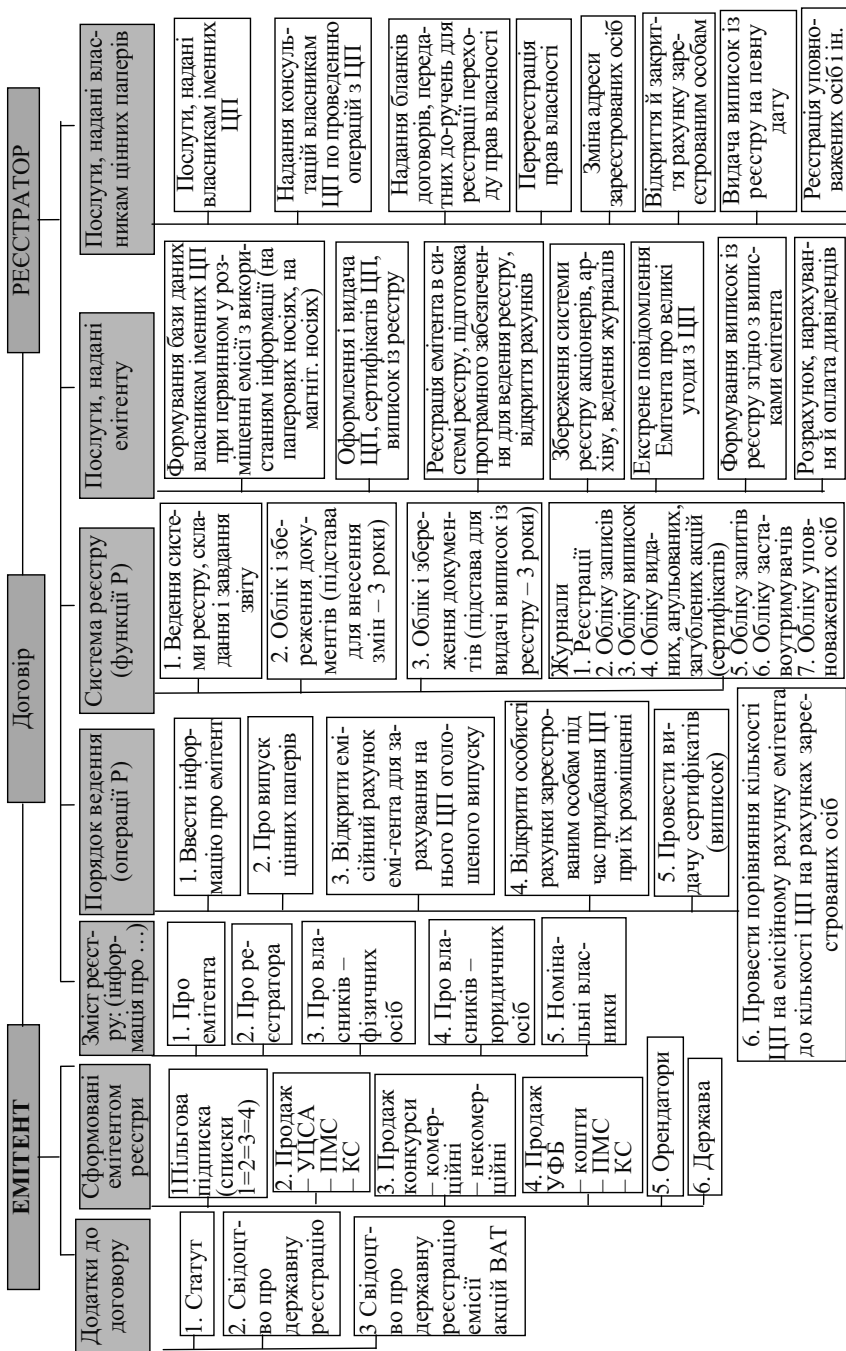


Рис. 2.4. Схема комплексної системи «Ведення реєстру акціонерів відкритого акціонерного товариства»

- зареєстровані фізичні та юридичні особи;
- державні органи та установи в межах наданих їм повноважень, передбачених чинним законодавством.

Емітент має право отримувати всю інформацію, що міститься в системі реєстру, але не має права її розголошувати.

Зареєстровані особи мають право отримати інформацію щодо свого особового рахунка, але не можуть отримати таких відомостей про інших власників та акції, що їм належать.

Доступ державних органів та установ до системи реєстру здійснюється згідно з чинним законодавством на підставі письмового запиту, підписаного керівником та засвідченого печаткою цього органу. Уповноважені особи державних органів та установ мають право отримати інформацію з системи реєстру в межах їх повноважень, визначених чинним законодавством України.

Усім іншим особам доступ до інформації системи реєстру забороняється.

### **Контрольні запитання**

1. Дайте визначення поняття „інституційний інвестор”.
2. Розкрийте особливості діяльності інституційних інвесторів як учасників корпоративного управління.
3. Охарактеризуйте функції інституційних інвесторів в корпоративному управлінні.
4. Розкрийте функцію участі інституційних інвесторів у корпоративному контролі.
5. Охарактеризуйте систему корпоративного управління та діяльність інституційних інвесторів у Польщі.
6. Охарактеризуйте систему корпоративного управління та діяльність інституційних інвесторів в Угорщині.
7. Охарактеризуйте систему корпоративного управління та діяльність інституційних інвесторів в Румунії.
8. Охарактеризуйте систему корпоративного управління та діяльність інституційних інвесторів в Болгарії.
9. Охарактеризуйте систему корпоративного управління та діяльність інституційних інвесторів у Хорватії.
10. Назвіть переваги акцій як інструмента корпоративного управління.
11. Дайте основні характеристики фінансових активів США.
12. Дайте загальну класифікацію акцій як інструмента корпоративного управління.

13. Охарактеризуйте акції які надають особливі привілеї.
14. Охарактеризуйте акцію як грошовий документ який має певну вартість.
15. Обґрунтуйте привабливість акцій для емітента та інвестора.
16. Назвіть та дайте характеристику формам випуску акцій.
17. Перечисліть та розкрийте основні функції реєстратора в корпоративному управлінні.

### РОЗДІЛ 3. ЧИННИКИ ФОРМУВАННЯ ПРОЦЕДУР КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ

Акціонерна організаційно правова форма управління, що одержала значне поширення і має загально визнані переваги у світовій системі господарювання, разом з тим має деякі особливості, вивчення яких пріоритетне для формування вітчизняної концепції корпоративного управління та ефективної фінансової діяльності корпорації. До таких особливостей можна віднести: система управління акціонерним товариством є більш громіздкою в порівнянні з підприємствами інших організаційно-правових форм, приватними підприємствами і підприємствами державного сектора економіки; склад акціонерів (співвласників) постійно змінюється; якщо кількість акціонерів є значною, а підприємство (корпорація) інвестиційно привабливо, у якості номінальних власників акцій неминуче з'являються інституційні інвестори; діяльність акціонерного товариства як емітента обов'язково припускає його взаємодію з професійними операторами фондового ринку, а також органами державного регулювання, що регламентують кроки учасників фондового ринку.

Зазначені особливості визначають необхідність вивчення процесу перерозподілу функцій у великих акціонерних товариствах. Новий перерозподіл функцій передбачає наділення Правління товариства функціями представницького характеру і збільшенням обсягу робіт із взаємодії з органами державного регулювання. Разом з тим пильну увагу необхідно приділити завданню побудови ефектної системи управління акціонерним товариством.

Аналіз фінансових чинників сформованих процедур управління в корпораціях України неможливо провести без вивчення досвіду функціонування закордонних корпорацій. Зокрема, основним питанням функціонування будь-якої корпорації є створення ефектної системи залучення інвестицій. У корпоративній моделі Німеччини (Рейнський моделі) основним методом залучення інвестицій є банківське кредитування. В Японії банки також є основними кредиторами промислових корпорацій (кейрацу) і форми залучення інвестицій за допомогою емісії акцій не одержали тут достатнього поширення внаслідок специфічних прийомів і методів японського стилю управління, менталітету працівників, що воліють почувати себе не співвласниками корпорації, а скоріше членами однієї вели-

кої родини – корпорації. Найбільш близька з закордонних моделей корпоративній системі України англо-американська модель. Аналіз основних характеристик цієї моделі, її особливостей є одним з основних предметів розгляду даної роботи. Особлива увага приділяється тут досвіду роботи інституційних інвесторів з корпоративними структурами

Інтеграція України у світові економічні процеси, підготовка нових управлінських процедур у відповідності до закордонних аналогів визначають необхідність аналізу наявності в Україні основи для здійснення таких процедур. Одним з об'єктів дослідження даного розділу роботи є регіональна економічна і фінансова структура України. Розглядаючи питання можливості розвитку тих або інших корпоративних структур, фінансових посередників на території України можна зробити попередній прогноз розвитку процедур корпоративного управління, мережі фінансових посередників, інститутів спільного інвестування в різних регіонах України. Цікавим представляється розгляд фінансово-економічної основи для розвитку інституційного інвестування в Дніпропетровській області. Основою для такого прогнозу є показники розвитку економічного потенціалу Дніпропетровської області, а також показники фінансової системи, насамперед коштів населення на депозитних, ощадних рахунках у банках, а також коштів на рахунках юридичних осіб у банках.

### **3.1. Аналіз міжнародних моделей корпоративного управління**

При аналізі питань корпоративного управління й фінансових чинників управління корпорацією в цілому неможливо обійтися без аналізу існуючих у провідних світових країнах систем корпоративного управління, взаємин між акціонерами.

Створення акціонерних товариств – традиційний шлях залучення капіталу корпораціями Великобританії і Сполучених Штатів. Тому в США утворився найбільший у світі ринок акцій, а Лондонська біржа – третя у світі після Нью-Йорка і Токіо. Перевага акціонерного фінансування розміру ринку цінних паперів і розвиненість системи акціонерного (корпоративного) управління певним чином пов'язані між собою. У США сформований найбільший ринок акцій, а також найбільш розвинена система голосування за дорученням і небувалою активністю інституційних інвесторів. Останнє ві-

діграє важливу роль капіталу й у корпоративному управлінні у Великобританії.

Збільшення числа інституційних інвесторів привело до посилення їхнього впливу і введення законодавчих змін, що сприяли їхній активізації як учасників корпоративних відносин.

У США акціонерні товариства реєструються і заснуються в якомусь визначеному штаті, і закони цього штату складають основу законодавчої бази стосовно прав і обов'язків корпорації.

Порівняно з іншими країнами у США існують жорсткі правила щодо розкриття інформації (див. табл. 3.1), діє чітка регульована система відносин між акціонерами. Це не дивно, зважаючи на розміри і значення фондового ринку в економіці країни і на міжнародній арені.

Таблиця 3.1

## Порівняння правил розкриття інформації в різних країнах

	США	Великобританія	Німеччина	Японія	Україна
<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
Фінансова звітність Повідомлення про щорічні збори акціонерів Великі акціонери	Щокварталу 4–6 тижнів >5%	Півріччя 4–6 тижнів >5%	Півріччя 4 тижні >5%	півріччя 14 тижнів 10 найбільших	щорічно 45 днів >10% або більше \$ 100000 >5%
Володіння акціями (ра- да і керівництво)	Індивідуально	Індивідуально	У сукупності	Індивідуально У сукупності	100000 >5%
Винагорода членів ради директорів	Індивідуально	У сукупності	У сукупності	У сукупності	У сукупності
Винагорода керівників	5 основних керівників, що одержують понад \$ 100000	У сукупності	У сукупності	У сукупності	У сукупності
Особи призначені в раду	Ім'я Рід занятя Афілювання в акції	Ім'я Рід занятя Афілювання в акції	Ім'я Рід занятя Афілювання в акції	Ім'я Рід занятя Афілювання в акції	Ім'я Рід занятя



Закінчення таблиці 3.1.

	Інші обов'язки	Інші обов'язки	Інші обов'язки	Інші обов'язки	Інші обов'язки
Вибір директорів	X	X	X	X	X
Вибір членів наглядової ради	-	-	X	X	-
Призначення аудиторів	X	X	X	X	-
Затвердження дивідендів	X	X	X	X	X
Зміна розмірів ради	X	X	X	X	X
Затвердження винагороди членів ради директорів	X	X	X	X	X
Схвалення граничного рівня винагороди членів ради директорів	-	-	-	-	-
Права акціонерів, що не мають контрольного пакета акцій					
Скликання позачергових зборів	10%	10%	10%	10%	20%
Подавати на розгляд пропозиції	1 акція	1 акція	5%	1 акція або акція=DM	10%
				1 мільйон	

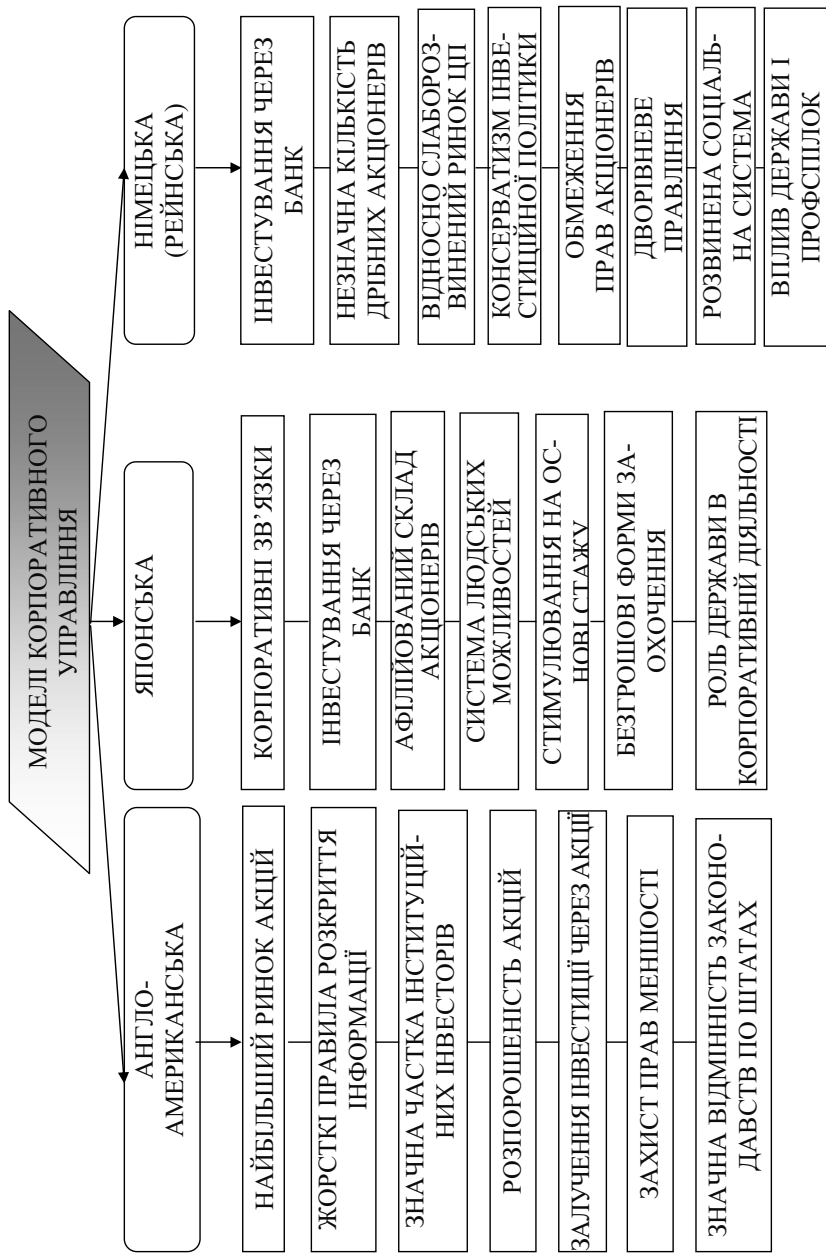
У післявоєнний період у Сполучених Штатах і Великобританії намітилося збільшення числа інституційних акціонерів порівняно з індивідуальними, тобто тенденції розпорошеності акцій, що проповідували прихильники теорії "народного капіталізму", у даний час подавлені великим капіталом, що відсторонює дрібних акціонерів від процесу управління.

Японська модель характеризується високим відсотком афілійованих банків у складі акціонерів; банки і підприємства мають міцні зв'язки; законодавство, суспільна думка і промислові структури підтримують кейрацу, тобто групи компаній, об'єднаних спільним володінням і управлінням; відсоток неафілійованих акціонерів порівняно низький, що зв'язано з існуючими для них складнощами голосування.

В Японії, при безумовній важливості акціонерного фінансування корпорацій, характерний склад власників перешкоджає серйозному впливу акціонерів на справи корпорації. Разом з тим невелике число акціонерів з інших країн могло б зробити її більш зручною для іноземних акціонерів.

На відміну від англо-американської моделі, незалежні (неафілійовані) акціонери практично не в змозі вплинути на справи корпорації. У результаті дійсно незалежних директорів недостатньо.

Однак для японської системи характерні принципово інші форми управління. Багато аспектів корпоративного управління, переваги володіння акціями підмінюються специфічними властивостями трудових і соціально-психологічних відносин у японських корпораціях. Психологія власника акції як хазяїна, власника малої частки підприємства, не типова для японського працівника – рядового акціонера (інвестора). Його мотивація на якісну працю спрямована більше на усвідомлення себе в групі членом родини, одним із працівників корпорації.



**Рис 3.1.** Основні моделі корпоративного управління

Вивчення японського досвіду управління є першочерговим завданням для розуміння розглянутої проблеми, тому що високі показники ефективності праці японських працівників багато в чому пов'язані зі створенням у фірмах стабільних творчих колективів. Орієнтація на групу, на колектив здавна була найбільшою традиційною цінністю в японському суспільстві. Автори концепцій "японського типу управління" розглядали корпорацію як логічне продовження ідеальної конфуціанської родини, що відповідає п'ятьом принципам: шанобливість дітей до батьків, вірність, покора, доброта, відданість своєму хазяїнові. Як правило, у концепції "японського типу управління" авторами розглядалися відносини між працівниками усередині фірми, корпорацією і її працівниками, корпорацією й акціонерами, фірмами, фірмою і державою, фірмою і суспільством. У даному дослідженні розглядаються відносини між працівниками усередині фірми і між корпорацією і її працівниками.

Управління японською фірмою складається з трьох елементів: керівного принципу, беззаперечного виконання наказів, необхідно для реалізації цього принципу, суворой субординації, яка необхідна для того щоб накази беззастережно виконувалися. Можна виділити основні риси японського "типу управління": довічний найм робітників та службовців у великих компаніях: принцип "старшинства", що забезпечує підвищення заробітної плати залежно насамперед, від стажу роботи, а також рівня кваліфікації і результату активності праці; підготовка кадрів, що передбачає обов'язкове регулювання кваліфікації працівників, забезпечує їм посадове просування; взаємодії між підрозділами; система горизонтальної координації, що складається з розгалуженої мережі спеціальних органів; спеціальна роль штабних органів, що визначають політику фірми в цілому; процедури прийняття рішень, що визначаються, з одного боку, тривалою і всебічною їх підготовкою всіма підрозділами компанії, причетними до їх реалізації, а з другого боку – швидкою реалізацією рішень; самостійна підготовка і вирішення завдань підвищення якості продукції; удосконалювання технології виробництва; удосконалювання кооперації праці; висока управлінська культура; організація профспілок за фірмовою ознакою.

Серед найважливіших засобів управління в японській системі першорядне значення надається використанню "людських можли-

востей". У цьому зв'язку найбільше поширення одержали такі форми управління, як:

- система довічного найму;
- просування по службі на основі стажу;
- збільшення заробітної плати на основі стажу;
- система підготовки на робочому місці;
- внутрішньофірмові ринки робочої сили;
- тісна залежність становища працівників від загальних результатів роботи фірми.

В останні роки все більшого значення набувають такі форми управління, як система довічного найму й оплата залежно від стажу роботи

Перелічені форми управління реалізуються за допомогою основних принципів управління:

- колективні цілі ставлять вище особистих. Це найважливіший принцип;
- "стикування" систем управління;
- колективна відповідальність і колегіальна система прийняття рішень;
- відсутність безцільного суперництва між окремими працівниками;
- "відкритість" управління. Керуючі повинні добре знати справи один одного;
- професіоналізм на кожному робочому місці, ділянці роботи;
- довіра і взаємна надійність;
- урахування особливостей характерів працюючих людей;
- урахування міжособистісних зв'язків.

Найважливішим важелем управління є безгрошові форми заохочення. Серед них можна відзначити такі: запрошення працювати зі старшим за званням і становленням, стажування, підвищення кваліфікації (такі міри дають надію на більш високий заробіток у майбутньому), регулярне проведення бесід із працівниками про успіхи і труднощі компанії, боротьбу з конкурентами, підвищення духу змагання, гіпертрофовані знання про корпорації.

До найважливіших важелів впливу на працівника належить система "людських відносин". "Людські відносини" в Японії виражаються в можливості мешкати у фірмовому будинку, платити пільгову квартплату, користуватися медичним обслуговуванням,

брати участь у спортивних змаганнях, екскурсіях, улаштуванні пікніків. Сфера "людських відносин" включає і такі чисто традиційні форми прояву інтересу до життя робітників та службовців, як домашні візити керівників до своїх підлеглих, улаштування їхнього сімейного життя, подарунки і поздоровлення до урочистих подій.

Складовою частиною комплексу специфічних рис, що характеризують японську систему управління, є підхід до оцінки діяльності і просування по службі. У результаті вивчення літератури з даного питання були виділені основні риси оцінки діяльності працівника: шанування фірми, шанування родини, уміння зберігати гармонію в колективі, вік, утворення, ранг навчального закладу, "правильне" поведіння.

Державна економічна політика також відіграє ключову роль у корпоративному керуванні. Перед другою світовою війною, під час війни й у післявоєнний період японський уряд проводив і проводить економічну політику, розроблену в допомогу японським корпораціям. Ця політика має на увазі офіційне і неофіційне представництво уряду в раді корпорації.

Японські корпорації мають міцні фінансові зв'язки з мережею афілійованих компаній. Ці мережі характеризуються загальним позиковим акціонерним капіталом, торгівлею товарами і послугами і неформальними діловими контактами.

Чотири учасники є основними в японській моделі: ключовий банк і афілійована компанія або кейрецу (найбільші акціонери корпорації), менеджери й уряд.

Німецька модель має три унікальні особливості, що відрізняють її від інших моделей: двопалатне Правління, що складається з виконавчої (чиновники корпорації) і спостережного (робітники, що служать компанії, й акціонери) рад; узаконені обмеження прав акціонерів у частині голосування, тобто Статут підприємства обмежує число голосів, що акціонер має на зборах, і може не збігатися з числом акцій, якими він володіє.

Більшість німецьких корпорацій використовує банківське фінансування акціонерному, тому капіталізація фондового ринку невелика порівняно з масштабами німецької економіки. Відсоток індивідуальних акціонерів низький, що відбиває загальний консерватизм інвестиційної політики країни. І не дивно, що структура корпорати-

вного управління зрушена убік контактів між ключовими, тобто банками і корпораціями.

Система якоюсь мірою суперечлива щодо дрібних акціонерів: з одного боку, вона дозволяє їм вносити пропозиції, але в той же час обмежує компаніям права акціонерів у голосуванні.

Особливий інтерес викликають системи управління акціонерними товариствами в країнах Східної Європи, Балтії, Росії. У кожній із країн Східної Європи і Балтії існують особливості емісії цінних паперів, не характерні для України. Так, у Чехії випускається особливий вид цінних паперів – аукціонні сертифікати, що поширюються тільки серед працівників підприємства. В Угорщині частина статутного фонду в розмірі до 10% безкоштовно поширюється серед працівників підприємства. У Литві привілейовані акції можуть скласти 1/3 статутного фонду (в Україні 10%) і поширюватися серед працівників підприємства за зниженими цінами. У Росії виробляється емісія непідроблених акцій, що залишаються в розпорядженні Ради акціонерів. Цікавий досвід Румунії, де проект емісії публікується в найвідоміших (за тиражем) газетах регіонів за місцем розташування головного офісу, у той час як в Україні – в одній газеті – центральній.

Існують специфічні особливості і при формуванні органів управління акціонерним товариством. У Чехії наглядова Рада формується тільки в компаніях, де працює більше 50 працівників; у Литві спостержна Рада формується, якщо акціонерне товариство має більше 50 акціонерів і 200 працівників. У Румунії орган оперативного управління – комітет керівників – може переобиратися з періодичністю один раз у тиждень. У той же час в Україні наглядова рада (ст. 46 Закон України "Про господарчі товариства") може створюватися в будь-якому акціонерному товаристві. Закон не містить яких-небудь указівок з даного питання.

Таблиця 3.2.

## Соціально-економічні особливості створення акціонерного товариства в країнах Східної Європи, Балтії і Росії

№	Особливості створення АТ	БОЛГАРІЯ	ЧЕХІЯ	УГОРЩИНА	ЛИТВА	РУМУНІЯ	РОСІЯ
1.	Кількість засновників АТ	3 Не обмежено	4 Може бути засновано і юридичною особою	5 Може бути засновано однією юридичною особою	6 Мінімальна кількість акціонерів – 5 чол.	7 Не менше 5 акціонерів	8 -
2.	Особливості емісії ЦП, не характерні для України	Облігація в розмірі 50% від власного капіталу	Акційні сертифікати (тільки для працівників і пенсіонерів), 5%	Безкоштовно поширюються акції серед працівників у розмірі 10%	Привілейовані акції можуть складати 1/3 статутного фонду. Для працівників – за зниженими цінами	Перспект емісії публікується в двох головних газетах регіону (за розташуванням головного офісу)	Емісія неподільних акцій, і вони зазначаються в розпорядженні Ради акціонерів
3.	Специфічні органи керування	Рада облігаціонерів	Наглядова Рада тільки в АТ, де більше 50 працівників	Органи керування загальноприняті	Наглядова Рада в АТ, де більше 200 працівників і 50 акціонерів	Багатоступінчаста система керування. Комітет керуючих змінюється один раз у тиждень	Органи керування загальноприняті
4.	Порядок голосування на загальних зборах	Голосують по групах залежно від виду акцій	-	Акціонери одного клану мають однакові привілеї	Може обмежуватися одним головам акціонера	Кожен акціонер – один голос. Довірені особи – не більше 5% у заг. зборах	Кількість переланих голосів не обмежена
5.	Величина резервного фонду	10%	20%	-	10%	10%	10%
6.	Кворум на загальних зборах акціонерів	-	30%	-	50%	50%	50%



Таблиця 3.3.

## Міжнародні моделі корпоративного управління

Країна	Показники					
	Основні групи акціонерів	Концентрація акціонерного капіталу	Кількість емітентів, акцій яких обертуються на фондовій біржі	Інфраструктура фондового ринку	Домінуюче поведення акціонерів при знятті ефектності АТ	Кількість колегальних органів управління
1	2	3	4	5	6	7
США	Приватні інвестори, пенсійні й інвестиційні фонди	Низька	10000 більш	Високо-розвинена	Продаж акцій	Один
Німеччина	Банки, інші корпорації	Висока	650	Високо-розвинена	Заміна осіб не-повного органу	Два
Японія	Банки, інші корпорації	Висока	800	Високо-розвинена	Пошук причини	Два
Росія	Менеджери працівники, банки, ІСІ	Низька з тенденцією до посилення	100–120	Середній рівень розвитку	Не визначено	Один або два. Повноваження перетинаються
Україна (підприємство)	Менеджери держави стратегічні і портфельні інвестори	Низька з тенденцією до посилення	20–30	Слаборозвинена	Не визначено	Два (для АТ з кількістю понад 50)
Україна (банківський сектор)	Менеджери стратегічні і портфельні інвестори	Більш висока ніж у підприємства	Практично не обертуються	Слаборозвинена	Не визначено	Два (для АТ з кількістю понад 50)

Для аналізу основ корпоративного управління становить інтерес визначення кворуму на загальних зборах акціонерів. Так, у Чехії кворум визначається більше ніж 30% голосів, Литві, Росії – більш 50% голосів, у той час як в Україні – більше 60%.

Ще раз аналізуючи відповідність сформованих корпоративних процедур міжнародним корпоративним моделям, особливостям функціонування фондового ринку (таб. 3.2.) слід зробити висновок про недостатньо розвинену інфраструктуру інвестиційного ринку в Україні і великих резервах в організації корпоративного управління.

### **3.2. Напрями формування національної корпоративної моделі**

Нова інституційна теорія звичайно виходить з того, що з розвитком економіки повинна змінюватися оптимальна структура власності, але в жодному разі права власності не можуть бути сформульовані і встановлені однаково. Останнє міркування зв'язується, зокрема, із значними масштабами трансакційних витрат, потрібних для реалізації і захисту індивідуальних прав власності. Разом з державою, що відіграє важливу роль в здійсненні інфорсменту контрактних прав і прав власності, кожному учаснику доводиться витратити сили і засоби для реалізації і захисту своїх господарських прав. Чим більш сприятливе оточення для здійснення ринкових операцій, тим менша частка в реалізації подібних захисних функцій припадає на приватні форми інфорсменту.

Стійка модель корпоративного управління в такому контексті має принципове значення. Розглянемо напрями формування корпоративної моделі України детальніше.

**1. Вплив глобалізації на формування моделі корпоративного управління.** Розвиток національної моделі корпоративного управління не може розглядатися поза сучасними глобалізаційними тенденціями. Рушійними силами сучасної реформи корпоративного законодавства, що охопила практично всі країни, об'єктивно є процеси глобалізації економіки, інтернаціоналізація і конкуренція, поява нових галузей, розвиток фінансових ринків і нових технологій, швидке зростання числа акціонерів і зміни в їх структурному складі.

Значна кількість різних національних і міжнародних кодексів корпоративного управління, що з'явилися в 1990-і – і на початку

2000-х рр., відображають цю тенденцію і все більшою мірою впливають на традиційне законодавство. Разом з тим прагнення виробити певний стандарт «корпорації XXI століття» на світовому рівні загострило дискусії про самі загальні принципи функціонування сучасної крупної компанії, які часто ототожнюють з «американським» підходом і спробами нав'язати світу англо-американську модель бізнесу. На сучасному етапі можна погодитися лише з підходом, що не повинно бути єдиного формату для всіх, проте відповідальність, підзвітність, чесність (законність) і прозорість є дійсно універсальними стандартами для всіх моделей корпоративного управління.

**2. Ідентифікація корпоративної системи України.** Очевидна і об'єктивно необхідна *рецепція стандартного набору формальних ринкових інститутів*, пов'язаних з функціонуванням корпорацій в постприватизаційний період, завершений до кінця 1990-х рр. За «ступенем охоплення» господарське законодавство України незначною мірою поступається іншим країнам з перехідною економікою, з ряду позицій знаходиться попереду (перш за все, з погляду наявності формальних загальнозживаних заходів щодо захисту прав акціонерів). Відповідно, помилковим було б твердження про відсутність в Україні розвинутого законодавства про компанії (корпоративного права).

Інша типова помилка – висновок про унікальність порушень прав акціонерів в Україні. В реальності така ситуація типова для цілої низки країн, що розвиваються, і країн з перехідною економікою. В Україні виведення активів і трансфертне ціноутворення є найтипівшим порушенням прав акціонерів, потім слідує навмисне і фіктивне банкрутство, розмивання частки акціонера і невиплата дивідендів. З такими ризиками стикаються і багато інших країн світу. Проте слід взяти до уваги і той факт, що жодна з існуючих, навіть у найбільш розвинутих країнах моделей корпоративного управління не створена. Точно також в жодній країні світу не досягнутий 100%-ий рівень реалізації найбільш компромісних, з погляду світової практики, принципів корпоративного управління ОЕСР 1999 р. (з поправками 2003 р.). Найближче до нього за формальними ознаками виявляються найбільш розвинуті країни, що, в першу чергу, належать до англо-американської правової системи (США, Канада, Гонконг). За ними слідують країни континентального права, перш за все ті, які слідують традиціям Кодексів Наполеона.

Основний дисбаланс національної моделі корпоративного управління, що формується, – в суперечності між фактичним процесом економічної концентрації (концентрації акціонерного капіталу) і гіпертрофованою орієнтацією права на захист міноритаріїв (табл. 1). Практичним результатом такої суперечності є: поверхнево-перманентні конфлікти інтересів в компаніях, по суті, – неспроможність механізмів захисту міноритаріїв, з одного боку, і неможливість безконфліктної реалізації законних переваг крупного власника, з другого.

Можна виділити принаймні три механізми, регулюючі погодження схваленого в рамках корпорації рішення з інтересами власників акцій (табл. 3.4.).

Ключовим завданням на перспективу є врахування об'єктивних національних особливостей (хоча і з урахуванням загальних тенденцій до уніфікації законодавства про компанії).

В окремих країнах роль кожного з цих механізмів, форми їх дії і співвідношення між ними можуть істотно розрізнятися. Відповідно, і стосовно сучасного етапу формування російської моделі корпоративного управління ні в якому разі не всі вказані механізми можуть розглядатися як ефективні. Якщо концентрація власності і прямий моніторинг з боку мажоритаріїв (аж до участі в оперативних рішеннях) стали досить важливими засобами захисту своїх інтересів, то контроль ради директорів, спеціальні системи оплати менеджерів і тим більше фідучіарні обов'язки агентів навряд чи поки що можуть розглядатися як поширені прикладні рішення. Це торкається і деяких новацій Кодексу корпоративної поведінки.

Таблиця 3.4.

**Порівняльні характеристики моделей захисту прав  
інвесторів в різних країнах\***

	<b>(1) Німецька і Скандинавська моделі</b>	<b>(2) Країни загально- го права</b>	<b>(3) Країни фран- цузької цивільної традиції (най- більш ширені.)</b>	<b>(4) Росія</b>
Формальна концентрація володіння акціями у 3 найбільших акціонерів в 10 найбільших приватних компаніях (середній для 49 країн – 46 %)	34 (Німеччина) 37 (Скандинавія)	В середньому – 43 (США – 20, Вели- кобританія, Авст- ралія – менше 30)	54	За даними 2003 р., проміжна між середнім рівнем для (2) і (3)
Правові механізми захисту інвесторів	Середні	Якнайкращі	Якнайменше ефе- ктивні	Формально близь- кі до країн загаль- ного права
Рівень виконання законодавства	Якнайкращий	Сильний	Якнайгірший	Несопоставім

### **3. Європейська спрямованість корпоративної системи України.**

В Україні має місце об'єктивне за своїми економічними основами тяжіння до континентальної європейської моделі корпоративного управління. В основі такого висновку лежить подібність ключових проблем, що стоять перед Росією і континентальними країнами ЄС.

В основі даної ситуації лежить відмінність континентальної Європи від США і Великобританії в галузі акціонерної власності і структури контролю, які і дозволяють виділити два різні типи систем корпоративного управління – системи інсайдерів і аутсайдерів. У США і Великобританії ні приватні акціонери, ні інститути не мають значної частки акцій в компаніях. На континенті акціонерні володіння сконцентровані в руках сімей, інших компаній або універсальних банків (феномен «груп»). Частими є взаємні і перехресні володіння. В таких компаніях ради директорів – часто лише ляльки в руках контролюючого акціонера або «батьківської» компанії. Європейське законодавство про компанії відповідає (якщо взагалі робити це) на це явище різними заходами захисту прав міноритаріїв.

Для України характерна ситуація, типова для континентальної європейської («інсайдерівської») моделі з маріонетковими радами директорів, яка обтяжена специфічними проблемами у сфері інформента і корупції. Тенденція до поверхневого реформування їх ролі і в Україні розглядається іноді як чергова панацея для ефективного корпоративного управління. Проте при обговоренні політики щодо рад директорів, перш за все необхідно вирішити очевидне питання: чи слід законодавчо посилювати роль цього органу управління за ситуації, коли контролюючий акціонер (група), вищі менеджери і рада директорів найчастіше тотожні за персоналіями або за своїми інтересами?

Інший приклад пов'язаний з традиційною вимогою підвищення прозорості компаній. Як відомо, жорсткі стандарти фінансової звітності і аудиту в системі корпоративного управління необхідні для портфельних інвесторів-аутсайдерів, тобто тоді, коли компанія розраховує на значний приплив коштів за рахунок зовнішнього акціонерного фінансування. Виникає закономірне питання: чи повинна держава здійснювати політику жорстких стандартів прозорості в умовах концентрації акціонерної власності (або що в даному кон-

тексті синонімічне, скорочення міноритарних акціонерних володінь) і фактичної «закритості» переважної більшості компаній?

**4. Необхідність удосконалення судової системи у регулюванні корпоративних відносин.** Останніми роками у сфері правознавства і судової реформи (принаймні на рівні законодавства) було зроблено немало. Проте очевидна криза державного правознавства (інфорсменту) не дозволяє поки що говорити навіть про довгострокові сприятливі перспективи формування інституційного оточення та виокремлення рейдерства як суспільно-економічного явища.

Приватизація та інші господарські реформи, які не супроводжуються формуванням інституційних бар'єрів, що обмежують господарський вплив могутніх соціально-політичних угруповань, викликають ряд несприятливих економічних ефектів і, зокрема, можуть спричинити поступове «знекровлення» деяких приватизованих підприємств. Разом з тим відсутність подібних бар'єрів і недостатньо дієва система інфорсменту контрактних прав і прав власності може сприяти зміцненню різних приватних кримінальних («мафіозних») структур, здійснюючих такі необхідні функції – реалізацію контрактних прав і дієвий захист власності. Дані угруповання, по суті, замінюють відсутні або неефективно функціонуючі структури, що відносяться до централізованого державного інфорсменту.

**5. Формалізація статусу підприємців та державних службовців.** Дія конкурентних механізмів вимагає, щоб об'єктом купівлі-продажу були реальні або фінансові активи, але ніяк не самі правила, дотримувані в «ринковій грі». Оптимальна система інфорсменту припускає, що самі рішення судових інстанцій, захищаючи права власника або контрактні права, жодним чином не можуть купувати і продаватися. Неважко припустити, що в реальному житті напевно чи можна розраховувати на суворе дотримання подібних умов. Відомо, наприклад, що і за повної відсутності яких-небудь елементів рентоорієнтованої поведінки представників «третьої влади» підприємець, що вдається до дорогих послуг більш кваліфікованих або більш впливових юристів, за інших рівних умов має більше шансів виграти судовий процес.

У перехідній економіці, безумовно, слід додати наявність відлагодженої системи поборів і хабарів, що часто роблять істотний вплив на рішення органів правопорядку. При цьому *проблема корупції носить очевидний системний характер*. Непрямою ознакою такої системності (крім абсолютних оцінок) можна вважати форму-

вання своєрідного «табеля про ранги», заснованого на зіставності доходів на державній службі і в приватному секторі. Ротація, відповідно, здійснюється з урахуванням ренти, витягнутої на державній посаді.

**6. Необхідність формування довіри населення до надійності корпоративного сектора.** *Відсутність в соціальній пам'яті населення інформації про ринкові інститути* особливо позначається на стані фондового ринку і його цивілізованих інститутах колективного інвестування, хоча для інтенсивного розвитку ринку необхідні поки що відсутні в Україні передумови економічного характеру. Швидке подолання психологічних бар'єрів неможливе, відповідно безглузді прогнози масового припливу приватних заощаджень в корпоративний сегмент фондового ринку в будь-яких формах.

**7. Подолання наслідків адміністративно-командної системи управління економікою.** Окремою проблемою є *інерція соціалістичних інститутів*. Яскравим прикладом може служити збереження інституту державних підприємств.

Спочатку необхідність таких підприємств була пов'язана з плановою економікою, коли держава вимушена була випускати в майновий обіг самостійних юридичних осіб – «підприємства» і «установи», закріплюючи за ними своє майно на якомусь обмеженому речовому праві. З 1960-х рр. це право стало іменуватися «правом оперативного управління», згодом у законах про власність воно було розділене на більш широке за змістом «право повного господарського ведення», призначене для виробничих підприємств, і більш вузьке «право оперативного управління», призначене для держбюджетних і аналогічних їм установ.

**8. Реальне застосування можливостей ринкових інститутів.** На сучасному етапі актуальною є також проблема *імітації ринкових інститутів*. Найбільш наочно вона може бути проілюстрована на прикладі інституту банкрутства.

Хоча в цей період спостерігалася певна позитивна дія інституту банкрутства на платіжну дисципліну підприємств, основним стимулом для застосування даних процедур були ворожі поглинання і перехоплення контролю над підприємствами. Саме цим, зокрема, можна пояснити і більш зважене ставлення економічних агентів до своїх фінансових зобов'язань.

У цілому можна констатувати, що законом (знову ж таки із значною затримкою) поставлені певні бар'єри для використання



ня механізмів банкрутства для ворожих поглинань. Проте і в новій моделі зберігаються умови для корупції і перехоплення власності в модифікованому вигляді.

**9. Поява нових соціально-економічних інститутів.** Особливе значення має *реальний попит на ті або інші інститути*, точніше, наявність економічних агентів, готових не тільки пред'явити відповідний попит, але і забезпечити політичну підтримку розвитку необхідних їм інститутів.

Так, стосовно проблеми захисту прав власності і конкуренції в Україні (і не тільки) цілком обґрунтованим виглядає підхід, згідно з яким низький рівень захисту прав власності обумовлений, як мінімум, двома причинами:

По-перше, виникла (у тому числі за підсумками приватизації) і посилилася в 1990-і рр. майнова і політична нерівність при слабкій державі. Це зумовило мінімальний попит на створення «хороших» державних інститутів, оскільки найспроможніші економічні агенти використовували альтернативний шлях – інвестували ресурси у створення власних захисних механізмів (служби безпеки, зв'язки з державними і регіональними урядовцями і судами, фінансування політичних діячів і інші механізми, що згодом отримали назву «адміністративного ресурсу»).

По-друге, низький рівень захисту прав власності був і в значній мірі залишається і в 2000-і рр. вигідним для економічних агентів, оскільки створює сприятливі умови для подальшого перерозподілу (переділу) власності. Проте з 2002 р. наголошується зростання інтересу до тих економічних інститутів, які не пов'язані з окремою соціальною групою, тобто покликані забезпечувати захист інтересів всіх економічних агентів (практично загальна підтримка реформи державного апарату, ідеї незалежності судів і ін.).

10. Хоча українське корпоративне законодавство – за наявності цілого ряду серйозних пропусків – можна оцінювати як цілком розвинуте, тільки правових новацій ні в якому разі не достатньо для підвищення рівня корпоративного управління. За даними сумісного дослідження «Economist» і KPMG (2002 р.), найбільше значення мають *внутрішньокорпоративні ініціативи і корпоративна культура*. Якщо досягнення в галузі корпоративної культури і культури контрактів в цілому є продуктом тривалого історичного розвитку, то для конкретних ініціатив на рівні компанії мають скластися об'єктивні умови. В Україні ж основна причина неприйняття новацій –

саме в об'єктивних особливостях національної російської моделі: відносно високий рівень концентрації власності, фактична «закритість» основної маси компаній, організація бізнесу у формі групи компаній, злиття функцій менеджменту і власника, самофінансування, «кишенькові» ради директорів, відсутність або неефективність зовнішніх механізмів і ряд інших.

Економічна теорія прав власності дозволяє виділити лише деякі фундаментальні («базові») відносини привласнення. Тимчасом роль тих або інших господарських інститутів величезною мірою залежить від поширених в даному суспільстві традицій і неформальних норм поведінки. Свого часу Джон Стюарт Мілль відзначав, що розподіл продукту, так як і систему економічних відносин, що виявляється у формах і методах розподілу, можна вважати результатом дії двох груп чинників – конкуренція і традиції («звичаї»), причому економісти звичайно схильні приділяти увагу лише першій групі чинників.

Облік норм, що склалися, особливостей поведінки і обмежень, породжених історичними традиціями, достатньо важливий і при обговоренні механізмів, заснованих на ринковій конкуренції. Сучасний підхід до аналізу прав власності припускає економіку, в якій існують не тільки добре відлагоджена структура контрактних угод, оформляють результати ринкових операцій, але і вихована десятиріччями, якщо не сторіччями, «культура контракту», яка спирається на певну систему норм, що поступово склалася.

Гострота *проблеми ефективних неформальних інститутів* тільки сьогодні стала очевидною для перехідної економіки Росії. Зобов'язання, що вселяють довір'я, так як і норми «культури контрактів», вже згадувалися вище.

Необхідно також відзначити ті інституційні елементи, які лежать на межі формальних і неформальних інститутів. Роль легальних (тобто що не відносяться до кримінальних) недержавних форм, обслуговуючих інтереси щодо широкого кола економічних агентів, стає особливо значущою саме в умовах нестійкого інституційного оточення (включаючи слабкі або неоптимально функціонуючі державні форми).

Перш за все, це інститут саморегулювання. Цілком правдоподібним було б твердження, що становлення системи саморегульованих організацій в Україні, як принципова і недостатня ланка ці-

льної системи інфорсменту штучно обмежується державною владою.

В цілому, ґрутуючись на аналізі об'єктивних економічних процесів і системи правового регулювання, що складається, можна припустити, що сучасна модель (схема, система) корпоративного управління для сучасної України повинна спиратися на такі ключові компоненти:

1) високий рівень концентрації акціонерної власності (в різних формах, включаючи альянси і угоди);

2) законодавство про компанії (лібералізація і посилювання одночасно, залежно від конкретної сфери);

3) багаторівневий інфорсмент, де ефективний державний (централізований) інфорсмент складає тільки частину (хоча і сутнісну) правозастосувальної системи;

4) багаторівневий приватний моніторинг: усередині компанії (акціонери, інвестори, аудитори та ін.), професійне співтовариство (СРО, конкуренти, професійні учасники ринку цінних паперів і ін.), громадський контроль (ЗМІ і ін.).

### **3.3. Формування дивідендної політики корпорації**

Найбільш високі рівні управлінської піраміди, що здійснюють корпоративні функції управління в акціонерному товаристві: загальні збори акціонерів, наглядова Рада, ревізійна комісія, Правління, голова правління значною мірою сконцентровані на регулюванні відносин акціонерного товариства і державних органів управління, а також дотримання процедур роботи з акціонерами.

У сфері взаємодії з органами державного управління підприємству необхідно вирішувати традиційні питання, пов'язані, приміром, з регулюванням і контролем оподаткування. Однак якщо раніше оподаткування вимагало ведення обліку і складання звітів по виробничій і господарській діяльності, то в даний час ведеться додатковий облік щодо податку на прибуток і щодо податку на додану вартість. Крім того, сучасне виробниче підприємство являє собою власне кажучи, корпорацію західного типу, до складу якої входить цілий куш родинних підприємств і підприємств – сателітів, що працювали у свій час як підрозділ, цеху заводу, потім перейшли на госпрозрахунок, оренду й остаточно відокремилися. Однак вони функціонують разом з головним заводом. Усі технологічні й еко-

номічні процеси, здійснювані ними, взаємозалежні, і, відповідно, документація, надана ними в податкові органи, повинна бути погоджена, уточнені цифри наданих послуг, орендної плати (якщо вона існує), кількості і тарифів відпущених електроенергії, тепла, палива, сировини, напівфабрикатів. Ця процедура також робить процес взаємодії з податковими службами більш складним і відповідальним, ніж раніше, особливо з урахуванням існуючої системи санкцій за порушення в цій сфері.

Після проведення процесу приватизації підприємства взаємини акціонерного товариства з органом приватизації постійно підтримуються. Ця взаємодія виражається в наступному:

- періодичні перевірки з боку контрольних органів вимагають постійного повернення до первинних документів, на підставі яких була проведена приватизація. Такими документами є, насамперед: акт оцінки майна, на підставі якого формувався статутний фонд, списки учасників пільгової підписки, формування яких відбувалося за даними відділу кадрів, акт інвентаризації, опису майна, інвентарна справа, документація по земельних ділянках і т. д.;
- відповідними законодавчими і нормативними актами закріплені за регіональними відділеннями фонду держмайна і його представництв функції по контролю за діяльністю приватизованих підприємств, дотриманням поданих на проведеній у процесі приватизації конкурс інвестиційних проектів бізнес-планів, дотриманням умов договорів купівлі-продажу об'єктів;
- як правило, акціонерне товариство або його основні акціонери зацікавлені в придбанні акцій свого підприємства, що з'являються на фондовому ринку. Одним з головних розпорядників таких пакетів акцій є Фонд державного майна України, що від імені держави укладає угоди з фондовими біржами про продаж пакетів. Цей фактор також змушує акціонерні товариства знаходитися в постійному контакті з відповідними службами і підрозділами органу приватизації.

Найбільш повно відбивають специфіку нових підходів у діяльності підприємств їхні взаємини як емітентів з Державною комісією з цінних паперів і фондового ринку і її територіальних відділень.

Одна з основних функцій акціонерного товариства – здійснення емісії цінних паперів (акцій, облігацій). При здійсненні емісії

цінних паперів реєструючим і контролюючим органом є ДКЦБФР. Процедура емісії передбачає два основних етапи: реєстрацію інформації про майбутній випуск акцій і реєстрацію емісії цінних паперів. Під час підготовки цих актів акціонерне товариство щільно співпрацює з державною комісією (її територіальним відділенням), комплектуючи великий перелік наданих документів відповідно до переліку.

Акціонерне товариство щорічно, не пізніше першого квітня надається звіт про свою виробничо-господарську діяльність у ГКЦБФР, що відслідковує ліквідність його активів, основні тенденції фінансового стану з метою попередження кризових ситуацій і захисту прав дрібних інвесторів. Крім цього, завдяки принципів "прозорості" фондового ринку, комісія може установити і легітимність процедури проведення загальних зборів акціонерів, зокрема за наступними показниками: своєчасність і повнота опублікованої (переданої іншим загальнодоступним способом) інформації про майбутні збори, своєчасність і повнота інформації, наданої персонально власникам іменних акцій, повноваження представників акціонерів, у тому числі довірчих суспільств, інших фінансових посередників, наявність кворуму на зборах, процедура його ведення.

Державна комісія здійснює і непрямий вплив на становище акціонерного товариства на фондовому ринку, зокрема, через регламентацію взаємодії між акціонерним товариством і реєстраторами, акціонерним товариством і ліцензованими торговцями цінними паперами.

Комісія, перевіряючи умови ліцензування фінансових посередників, реєстраторів відслідковує законність проведення операцій з цінними паперами емітентів, створюючи для підприємств правове середовище звертання цінних паперів емітента.

У свою чергу, Державна Комісія з цінних паперів багато питань регулювання фондового ринку вирішує через узгодження з Антимонопольним комітетом України. Акціонерне товариство зобов'язане погодити великі кроки, що починаються в частині злиття, концентрації, купівлі-продажу великих пакетів цінних паперів. Прямо пов'язані з діяльністю акціонерного товариства такі види дій Антимонопольного комітету України, як: одержання згоди Антимонопольного комітету у випадку придбання безпосередньо або опосередовано, одноразово або за кілька разів пакетів акцій, що забезпечують власникові досягнення або перевищення 10, 25, 33, 50%

голосів у вищому органі управління відповідного суб'єкта, що господарює, якщо сумарна вартість придбання перевищує суму грошового еквівалента, рівного 100 тис. дол. США за офіційним валютним курсом. Також у випадку придбання акцій господарського суб'єкта або монопольного утворення на аукціоні, фондовій біржі на зазначених вище умовах покупець зобов'язаний у місячний термін з моменту придбання представити повідомлення в Комітет.

Антимонопольний комітет України дає попередню згоду й у таких випадках: при створенні акціонерного товариства, якщо частка засновників на визначеному товарному ринку перевищує 35%; якщо частка створюваного акціонерного товариства на визначеному товарному ринку буде перевищувати 35%, при злитті, виділенні, реорганізації акціонерних товариств, якщо хоча б одна з них є монополістом, а також у ряді інших випадків.

Крім наведених вище функцій вищих органів ієрархії корпоративного управління по здійсненню погоджених неспецифічних для промислових підприємств взаємозв'язків з управлінськими ланками державного рівня, промислові підприємства, як і колись, є підвідомчими органам управління за регіональною, територіальною, відомчою ознакою. Взаємодіють з цими органами також корпоративні органи управління: правління, голова правління, виконавча дирекція.

Хто ж безпосередньо приводить в дію механізм функціонування акціонерного товариства? Громіздка структура вищих поверхів управління, представлена різними ланками, регламентує функції кожної з цих ланок. Вищий орган управління – загальні збори – мають право вирішувати практично всі питання діяльності акціонерного товариства, включені до порядку денного. Однак у зв'язку з обмеженою мобільністю цього органу він не в змозі вирішувати питання оперативного управління виробництвом, планування, фінансування, обліку і контролю. Основні його 12 функцій чітко визначені в "Законі про господарчі товариства". В акціонерних товариствах може створюватися Наглядова рада, що здійснює загальний контроль за діяльністю Правління акціонерного товариства. Статутом акціонерного товариства або за рішенням його загальних зборів на раду акціонерного товариства можуть бути покладені окремі функції, виконання яких відноситься до компетенції загальних зборів. Рада акціонерного товариства виконує такі функції, як: затвердження правил, процедур і інших внутрішніх документів то-

вариства, визначення організаційної структури товариства, визначення умов оплати праці посадових осіб акціонерного товариства, його дочірніх підприємств, філій і представництв, твердження договорів (угод) на суму, що перевищує зазначену в Статуті товариства. Наглядова Рада не може проводити оперативної роботи щодо по керування підприємством і в той же час не взаємодіє з вищими органами державного управління.

Контроль за фінансово-господарською діяльністю в акціонерному товаристві здійснює Ревізійна комісія. Порядок діяльності Ревізійної комісії, її кількісний склад затверджується загальними зборами акціонерів відповідно до Статуту товариства. Ревізійна комісія з доручення загальних зборів, наглядової Ради, за вимогою акціонерів, що володіють не менше 10% акцій, і за власною ініціативою проводить перевірки фінансово-господарської діяльності Правління, доповідає про результати перевірок загальним зборам акціонерів або Раді акціонерів. Отже, ревізійна комісія це орган, що здійснює функції внутрішнього контролю фінансової і бухгалтерської звітності і не вирішує питання оперативного управління виробництвом та взаємодії з органами державного управління (регулювання).

Таким чином, єдиним органом, що керує механізмом виробництва в акціонерному товаристві є Правління і голова Правління. Правління вирішує всі питання господарської діяльності товариства, крім тих, котрі відносяться до виняткової компетенції загальних зборів акціонерів і Спостережної Ради.

Крім цього, Правління здійснює керівництво роботою всіх служб управління акціонерного товариства й органів державного регулювання, зокрема виконуючих функцій, відзначених вище. Виконуючи ці нетрадиційні для наших керівних підрозділів функції, Правління вирішує питання взаємодії з акціонер-новими власниками підприємства. Один з головних моментів такої роботи – це підготовка і проведення щорічних зборів акціонерів. Процедура підготовки таких зборів надзвичайно трудомістка і вимагає сил, досвіду, кваліфікованих виконавців.

Вона, наприклад, включає такі основні етапи:

- визначення дати, місця і часу проведення зборів;
- підготовку плану, форми, основного змісту і проекту річного звіту;
- підготовку основних пропозицій в галузі виробничої і фінансової діяльності. Ці пропозиції мають бути погоджені з усіма

- управлінськими, економічними і виробничими підрозділами підприємства;
- узгодження основних етапів проведення зборів, таких як:
  - коло виступаючих на загальних зборах, регламент для зауважень, розгляд особистих питань присутніх акціонерів і т. д.
  - вибори лічильної комісії і надання голові заміни, у випадку відводу або самовідводу;
  - призначення уповноважених представників з повним правом заміни;
  - розпорядження про підготовку і поширення серед акціонерів повідомлення про збори, порядок денний, річний або необхідний матеріал;
  - розробку пропозицій про виділення кандидатури в Правління, наглядову Раду, Ревізійну комісію;
  - порядок розгляду пропозицій акціонерів про доповнення- і зміни порядку денного;
  - розподіл обов'язків серед співробітників по організації проведення зборів;
  - якщо збори проводяться не на території підприємства, то необхідно:
  - укласти договір на використання приміщення;
  - застрахувати приміщення на термін підготовки і проведення зборів;
  - організувати стоянку для автотранспорту;
  - повідомити реєстраторів банків, брокерів, депозитаріїв про майбутнє проведення зборів;
  - підготовка вхідних квитків, бюлетенів для голосування, порядку денного, сценарію зборів, реєстраційних карток, відомостей і звітів інспекторів по реєстрації присутніх;
  - проведення зборів з питань безпеки, дотримання юридичної процедури, за узгодженням інформації, що містить у всіх доповідях, що представляються.

Це далеко не повний перелік організаційних і процедурних питань, які необхідно вирішувати при підготовці загальних зборів акціонерів. Крім процедури підготовки проведення зборів, Правління вирішує таких питань взаємодії з акціонерами, як: придбання пакетів акцій самим товариством, подальша його реалізація, укладання договорів з реєстратором, депозитарієм, робота з інституційними інвесторами, розгляд і вирішення розбіжностей, що виника-



ють між різними групами акціонерів. Ці розбіжності бувають між наступними групами акціонерів:

- акціонери-працівники і не працівники підприємства;
- великі і дрібні акціонери;
- власники простих і привілейованих акцій;
- розгляд проблем іногородніх, зарубіжних та інших акціонерів.

Однією з найважливіших функцій загальних зборів акціонерів, як і усіх виконавчих керівних органів підприємства є формування оптимальної дивідендної політики. Оптимальна дивідендна політика корпорації повинна відповідати таким ознакам: розмір дивідендів має бути мотивацією акціонерів – працівників підприємства, має бути визначена оптимальна величина дивідендів, дивіденди повинні істотно впливати на матеріальний добробут акціонерів. Існують різні теорії дивідендної політики: теорія незалежності дивідендів, теорія переваг дивідендів, теорія мінімізації доходів (теорія податкових переваг), сигнальна теорія дивідендів, теорія відповідності дивідендної політики складові акціонерів (теорія клієнтури). Розглянемо дві найчастіше застосовувані на практиці теорії.

Сутність **теорії нарахування дивідендів по залишковому принципу** (незалежності дивідендів) полягає в тому, що величина дивідендів не впливає на зміну сукупного багатства акціонерів, тому найбільш оптимальною величиною дивіденду є та, котра сформувалася після аналізу всіх питань, що стосуються реінвестування прибутку. Іншими словами, дивіденди виплачуються в тому випадку, якщо профінансовані за рахунок прибутку всі інвестиційні проекти. Цей принцип не стосується виплат і розрахунку величини дивідендів за привілейованими акціями. Якщо весь прибуток можна використовувати для реінвестування, дивіденди не виплачуються, і навпаки, якщо в корпорації відсутні прийняті до реалізації інвестиційні проекти, прибуток у повному обсязі направляється на виплату дивідендів. Недоліком цієї теорії є те, що вона не враховує поточних операційних виплат корпорації за процедурою нарахування і виплат дивідендів, не враховує впливу системи оподаткування на сукупний підсумковий дохід акціонерів, а також ризики, пов'язані з процесом реінвестування прибутку.

Прихильники **теорії «синиці в руках»** вважають, що дивідендна політика впливає на величину сукупного багатства акціонерів. Основним ідеологом цього підходу є М. Гордон. Його основний довід на користь сформульованої теорії полягає в тому, що інвесто-

ри, виходячи з принципу мінімізації ризику, завжди віддають перевагу поточним дивідендам перед можливими майбутніми, так само як і можливому приросту акціонерного капіталу. Крім того, поточні дивіденди зменшують рівень невизначеності інвесторів щодо ефективності і ступеня ризику інвестиційних проектів, на які направляються кошти з прибутку. Їх задовольняє менша норма доходу на інвестований капітал, що приводить до росту ринкової вартості акціонерного капіталу. У випадку, коли дивіденди не виплачуються, невизначеність росте, знижується величина норми доходу, що приводить до зниження ринкової вартості акціонерного капіталу.

Крім прийнятих моделей дивідендної політики, на стратегію формування дивідендів впливають і цілий ряд обмежень, зв'язаних зі стратегією діяльності підприємства на фінансових, інвестиційних і товарних ринках.

**Обмеження правового характеру.** Власний капітал підприємства складається з трьох великих складників: акціонерний капітал, емісійний дохід, нерозподілений прибуток. У більшості держав законом дозволена одна з двох схем виплати дивідендів – на виплату дивідендів можуть витратитися тільки кошти прибутку (прибуток звітного періоду і нерозподілений прибуток минулих років) або прибуток і емісійний дохід.

У національних законодавствах мають місце й інші обмеження щодо виплати дивідендів. Наприклад, якщо акціонерне товариство неплатоспроможне або оголошене банкрутом, виплата дивідендів у грошовій формі, як правило, заборонена. Оскільки податком обкладаються тільки отримані акціонерами дивіденди, а з відкладених до оплати дивідендів (нерозподілений прибуток) податок не стягується, нерідко корпорації не виплачують дивідендів з метою запобігання оподатковування. У цьому випадку, на розгляд податкових органів на місцях, перевищення нерозподіленого прибутку понад визначений норматив (наприклад у США він складає 250 тис. дол) обкладається податком. Причина введення подібних обмежень пов'язана з захистом прав кредиторів і можливого «проїдання» прибутку корпорацією.

**Обмеження у зв'язку з розширенням виробництва.** Багато підприємств, особливо на стадії становлення, зіштовхується з проблемою пошуку фінансових джерел для необхідного розширення виробничих потужностей. Додаткові джерела фінансових ресурсів необхідні як підприємствам, що нарощують обсяги виробництва

високими темпами для придбання додаткових основних коштів, так і підприємствам з відносно невисокими темпами росту для відновлення матеріально-технічної бази. У таких випадках нерідко використовують практику обмеження дивідендних виплат. Відома практика коли в установчих документах зазначається мінімальна частина поточного прибутку, обов'язкова для реінвестування.

**Обмеження у зв'язку з інтересами акціонерів.** Як було показано вище, одним із принципів дивідендної політики є загальновідомий фінансовий принцип – максимізації сукупного доходу акціонерів. Його величина, як відомо, складається з суми отриманого дивіденду і приросту курсової вартості акцій. Тому при визначенні оптимального розміру дивідендів, директорат підприємства й акціонери повинні визначити, як величина дивіденду вплине на ціну корпорації в цілому на курсову вартість акцій.

Окремі протиріччя можуть виникнути серед самих акціонерів. Так, більш багаті акціонери – фізичні особи або корпорації – можуть наполягати на реінвестуванні всього прибутку з метою відходу від оподаткування. Інституційні інвестори-акціонери можуть дотримувати іншої точки зору.

Дивідендна політика може бути зв'язана з проблемою «розріджування» прав власності. Під цим розуміють появу нових акціонерів у разі, якщо виплачуються високі дивіденди. Оскільки корпорації необхідне збільшення фінансових ресурсів, то, як правило, проводиться додаткова емісія акцій. Це, безумовно, приводить до зменшення частки кожного акціонера.

**Обмеження контрактного характеру.** У деяких країнах величина дивідендів регулюється спеціальними контрактами, особливо у випадках, коли підприємство прагне одержати довгостроковий кредит. Для того щоб такий борг ефективно обслуговувався, в контракті, як правило, обумовлюються: границя, нижче якої не може опускатися величина нерозподіленого прибутку, мінімальний відсоток реінвестованого прибутку, максимальний відсоток прибутку, що направляється на виплату дивідендів. В Україні поки що такої практики немає. Можна провести аналогію з формуванням обов'язкового резервного фонду в розмірі, не менше 10 % від величини статутного капіталу акціонерного товариства.

**Обмеження у зв'язку з недостатньою ліквідністю.** При такому обмеженні дивіденди в грошовій формі можуть бути виплачені тільки в тому випадку, якщо корпорація має кошти на розрахун-

ковому рахунку або грошові еквіваленти, що можуть бути легко конвертовані в грошові кошти, достатні для виплати. Теоретично підприємство може взяти кредит під виплату дивідендів, але не кожен банк погодиться надати такий кредит і, крім того, це зв'язано з додатковими витратами. Таким чином, підприємство може бути прибутковим, але не готовим до виплати дивідендів у зв'язку з відсутністю реальних коштів. У таких випадках дивіденди можуть виплачуватися у формі векселя або розписки (свідчення про дивіденд) або шляхом придбання на вторинному ринку підприємством акцій власної емісії.

**Обмеження рекламно-фінансового характеру.** В умовах ринку інформації про дивідендну політику компаній ця інформація ретельно вивчається аналітиками, менеджерами, брокерами. Перебої у виплаті дивідендів, будь-які інші негативні відхилення від сформованої в даній компанії практики можуть привести до зниження ринкової вартості акцій. Тому нерідко корпорація повинна підтримувати рівень дивідендних виплат на досить високому рівні, незважаючи на можливі коливання кон'юнктури. Крім того, інституційні інвестори зацікавлені в постійно високому рівні дивідендів, а вони, формуючи так званий «четвертий» ринок цінних паперів у США, купуючи і продаючи цінні папери великими пакетами, істотно впливають на структуру попиту та пропозиції на акції. Ступінь стабільності дивідендної політики для більшості акціонерів, фінансових менеджерів, аналітиків є визначальним і єдиним індикатором рівня менеджменту і показником діяльності даної корпорації.

Відповідно до законодавства України джерелами дивідендних виплат можуть бути: чистий прибуток звітного періоду, нерозподілений прибуток минулих періодів і спеціальні фонди, створені для цієї мети (використовуються, насамперед, для виплати дивідендів по привілейованих акціях, якщо сума прибутку недостатня або підприємство збиткове). Тому теоретично корпорація може виплатити загальну суму дивідендів більшу, ніж величина прибутку в поточному році. У світовій практиці відпрацьовані різні варіанти нарахування дивідендних виплат. До них можна віднести методики, що будуть розглянуті детальніше.

**Методика постійного процентного розподілу прибутку.** Як відомо, чистий прибуток розподіляється на виплати дивідендів за привілейованими акціями і прибуток, використовуваний для формування фонду дивідендів для власників простих акцій. Останній, у

свою чергу, може бути розподілений загальними зборами акціонерів на фонд дивідендів і нерозподілений прибуток. Одним з основних аналітичних показників, що характеризує дивідендну політику, є показник дивідендного доходу, що являє собою відношення фонду дивідендів по простих акціях до прибутку, доступного власникам простих акцій. Дивідендна політика постійного процентного розподілу прибутку означає незмінність значення даного коефіцієнта. У випадку, якщо підприємство закінчило рік зі збитками, дивіденди можуть не виплачуватися. Така методика супроводжується значною варіацією дивіденду, що, у свою чергу, може привести до значного коливання ринкової вартості акцій.

**Методика фіксованих дивідендних виплат** передбачає регулярну виплату дивідендів на акцію в незмінному розмірі протягом тривалого часу безвідносно до величини курсової вартості акцій. Якщо корпорація розвивається і протягом декількох років дохід на акцію стабільно перевищує рівень, визначений фірмою, дивіденд може бути підвищений.

**Методика виплати гарантованого мінімуму й екстрадивідендів** є розвитком попередньої методики. Корпорація виплачує регулярні фіксовані дивіденди, але періодично (у випадку успішної діяльності) акціонерам виплачуються екстра-дивіденди, при цьому виплати в поточному періоді не означають аналогічні виплат у майбутньому. Більше того, тут рекомендується використовувати психологічний вплив премії – вони не повинні виплачуватися часто, оскільки це може перетворитися в рядову, очікувану працівником форму матеріального стимулювання, а сама виплата екстрадивідендів утратить сенс.

**Методика виплати дивідендів акціями.** При використанні такої методики, акціонери одержують замість коштів додатковий пакет акцій. Причини застосування такої методики можуть бути різними. Наприклад, компанія має проблеми з наявними коштами, її фінансовий стан недостатньо стабільний. Для того, щоб якось уникнути невдоволення акціонерів, директорат компанії може запропонувати виплату дивідендів додатковими акціями. Може бути й інший варіант. Фінансовий стан корпорації стабільний. Компанія розвивається швидкими темпами, тому їй необхідні кошти для розвитку. Такий коштами можуть стати суми нерозподіленого прибутку. Грошові кошти залишаються в розпорядженні компанії і використовуються для реінвестування. Можуть бути й інші причини ви-

користання такої методики, наприклад, прагненням наділити управлінський персонал компанії додатковою кількістю акцій, змінити структуру коштів фінансування компанії. При застосуванні цієї методики акціонери не одержують коштів і навіть одержуючи нові акції, вони, тим самим, знижують частку наявних у них пакетів акцій. Кількість акцій збільшилася, валюта балансу не змінилася, отже, зменшилася первинна оцінка вартості активів на одну акцію. Але цей варіант часто є досить привабливим для акціонерів, оскільки вони одержують цінні папери, що можуть бути продані ними за грошові кошти. У залежності від розміру дивідендів, що виплачуються акціями, ціна на акції поводитьися по-різному. Вважається, що незначні дивіденди не впливають на ринкову вартість акцій. Якщо акціями виплачується значна сума, то курсова вартість таких акцій може знизитися.

Для всіх розглянутих методик характерне правило, відповідно до якого розмір дивіденду не може бути більшим, ніж рекомендований директорами, правлінням, але може бути зменшений рішенням загальних зборів акціонерів.

### **3.4. Аналіз діяльності інституційних інвесторів у сфері корпоративного управління**

Взаємозв'язок і вплив інституційного інвестування на процеси, що відбуваються в корпоративному секторі економіки, найбільше повно виявляється при розгляді умов формування бази діяльності інституційних інвесторів у Придніпровському регіоні (на прикладі Дніпропетровської області). Основою для формування мережі організацій, які можна віднести до інституційних інвесторів, є могутній промисловий потенціал регіону. Промисловий потенціал Дніпропетровської області характеризується високим рівнем розвитку важкої індустрії. В області сконцентровано 613 підприємств, на яких працює 446,2 тис. чоловік. У регіоні виробляється 16,0 % усієї промислової продукції України. За цим показником область посідає друге місце в Україні після Донецької області. Загальний обсяг промислової продукції в 2001 році ( у діючих цінах ) склав 26,3 млрд грн. Стосовно відповідного періоду 2000 року обсяги промислової продукції збільшилися на 8.6 %.

Основою промислової бази області є гірничо – металургійний комплекс. У його склад входять 24 гірничорудних підприємства, 23

підприємства чорної металургії ( серед них 2 металургійних комбінати, 3 металургійних, 4 трубних, 3 коксохімічних і феросплавний заводи). Продукція області складає 40% обсягів виробництва чорної металургії в Україні і 65.2 % від загального обсягу виробництва в області.

В області виробляється 2.7 млн тонн марганцевої товарної руди, 45.3 млн тонн залізної руди, 1.3 млн тонн труб, 9.0 млн тонн прокату, 9.4 млн тонн чавуну, 11.1 млн тонн сталі. Станом на 01.01.2002 року на підприємствах цієї галузі працювало 213 тисяч чоловік. В області знаходяться значні запаси кам'яного і бурого вугілля і наявний значний потенціал для розвитку вугільної промисловості. Балансові запаси вугілля в регіоні складають більше 21 млрд тонн. У 2001 році в області добуто 8.5 млн тонн готового вугілля. За 35 років розвитку вугільної промисловості в Західному Донбасі було побудовано 11 шахт і 1 шахта будується.

Паливно-енергетичний комплекс Дніпропетровської області має такий значний виробничий потенціал, що дозволяє йому істотно впливати не тільки на економіку області, але і на економіку всієї держави. Це обумовлено тим, що область є однією з найбільш енергоємних в Україні і споживає в рік близько 28 млрд. квт/година електроенергії, більше ніж 8 млрд м<sup>3</sup> природного газу, близько 20 млн тонн вугілля.

Хімічна галузь – це 17 підприємств, продукція яких широко відома в Україні і за її межами: лакофарбові матеріали, мінеральні добрива, шини, вибухівка і т. д. На підприємствах галузі працює 21.5 тис. чоловік. Продукція галузі складає 15.2% обсягів виробництва хімічної і нафтохімічної промисловості України і 5.7% від загального обсягу виробництва області. На підприємствах області виготовляється більше 80 типорозмірів шин, у тому числі для сучасної сільськогосподарської техніки. Ця продукція експортується в більше ніж 30 країн світу (обсяг виробництва склав більше 1.4 млн одиниць у рік, або 20% усієї продукції, виготовленої в Україні). Виробництво мінеральних добрив на підприємствах області складає близько 14% від національного обсягу виробництва цього виду продукції. Лакофарбове виробництво в області є одним з найбільших в Україні. Підприємствами регіону виготовляється більше 120 видів лакофарбової продукції.

На території області сформувався і функціонує великий комплекс машинобудівної і металообробної промисловості. На більш

ніж 160 підприємствах галузі працює 3.7 тисяч чоловік. В області функціонують підприємства практично всіх галузей промисловості. Найбільш розвинутими є металургійне, транспортне, електротехнічне, гірничошахтне і гірничорудне, будівельно – дорожнє, комунальне, хімічне. В останні роки освоєний ряд нових видів продукції (трамваїв, тролейбусів, магнітних сепараторів, цілої серії устаткування для гірничо-металургійного комплексу, сільського господарства, легкої і переробної промисловості), розроблені і виготовлені магістральні електровози, магістральні пасажирські електровози. На підприємствах області освоєне виробництво автоматичних цифрових телефонних станцій 3 – 32, міських і міжміських автобусів, багатотонних автопричепів євростандарту.

Дніпропетровська область – один зі світових центрів ракетно – космічної будівлі. Високе технічне оснащення і кваліфікація інженерного і технічного персоналу дозволили розробити і виготовити екологічно чисті ракетносії «Зеніт» і інші космічні апарати, що не мають аналогів у світовій практиці.

Такий значний виробничий і високотехнологічний потенціал області дозволяє тримати на високому рівні зайнятість населення в регіоні, що, у свою чергу, визначає значні грошові кошти населення в області. Розвиток промисловості, промислового потенціалу веде до підвищення рівня зайнятості, підвищення рівня добробуту населення і потенційної можливості інвестування населенням коштів. Однак, потреба підприємств у робочій силі постійно знижується. Навантаження на одне робоче місце в 1997 році склало 4 чоловік, у 1998 році – 15 чоловік, 1999 року – 23 чоловік, у 2000 році – 25 чоловік. Чисельність безробітних в області постійно збільшується, зберігаючи постійну структуру по термінах безробіття. Велика частина безробітних – ті, хто не працевлаштований протягом 3 – 9 місяців. Рівень фіксованого безробіття зростав з 1998 по 1998 роки включно, з 1 кварталу 1999 року темп росту почав сповільнюватися і з 2000 року стабілізувався на рівні 4.2 %. Усе це вимагає постійних зусиль обласної служби зайнятості по працевлаштуванню.

Служба зайнятості області веде активну роботу щодо реалізації програм працевлаштування. Кількість незайнятого населення, що було охоплено програмами соціального захисту в 2000 році, більше 6300 чоловік, що складає 30 % від загального числа незайнятого населення. З них 78.5% громадян було працевлаштовано, 11.8 % – пройшли навчання, 9.7 % – зайняті на суспільних роботах.



Працевлаштування здійснюється в основному на підприємствах і в організаціях колективної форми власності (56.0 %). При цьому, 46 % громадян працевлаштовано в промисловій сфері, що ще раз підкреслює значимість промислового комплексу регіону. Кількість працевлаштованих громадян на підприємствах промисловості збільшилося в 2000 році, в порівнянні з 1999 роком, на 40.65 % і досягло 49619 чоловік.

Ще одним важливим фактором стабілізації соціально-економічного розвитку регіону, створення нових робочих місць, підвищення добробуту широких верств громадян є залучення інвестицій. При аналізі інвестиційного клімату, що склався в Дніпропетровській області, необхідно відзначити такі позитивні тенденції :

- збільшення питомої ваги експорту товарів промислової продукції, що складає 19.8 % загального обсягу по Україні в цілому;
- збільшення власних капіталовкладень на технічне переозброєння підприємств, що складають 12.3 % загальнодержавного показника;
- збільшення середньорічного доходу домогосподарств, що перевищує на 10 – 12 % аналогічний показник по Україні;
- незначне збільшення обсягу іноземних інвестицій з 7.1 % у 1997 році до 8.1 % у 2000 році.

До переваг Дніпропетровського регіону варто віднести унікальні наукомісткі технології підприємств і розвинену наукову базу, що успішно функціонує, систему комунікацій і зв'язку, розвинену систему шляхів сполучення. Усе це робить Дніпропетровську область потенційно привабливим регіоном для здійснення інвестицій. 279 підприємств Дніпропетровська вже одержали інвестиції на суму 151 млн дол США з 46 країн світу. Галузева структура інвестицій має таку структуру: найбільша їхня питома вага в торгівлі – 33.6 %, у металообробці і машинобудуванні – 11.6 %, у харчовій промисловості – 8.3 %, на транспорті – 6.65 %, у будівництві – 5.8 %, у хімічній галузі – 5.7 % і в сільському господарстві усього 2.5 %. Основні фактори, що сприяли залученню інвестицій в економіку регіону такі: могутній промисловий потенціал, дешева робоча сила, відносно стабільна соціально-економічна ситуація в регіоні. Разом з тим, в області недостатньо ефективно використовується внутрішній інвестиційний потенціал, що може з'явитися базою для створення могутньої мережі інституційних інвесторів.

Одним з таких джерел можуть стати заощадження населення і кошти на розрахункових і депозитних рахунках підприємств і організацій. Як уже підкреслювалося, у Дніпропетровській області виробляється 16 % промислової продукції України і за цим показником область посідає друге місце в державі за Донецькою областю. Однак якщо проаналізувати статистику внесків населення в банках України на кінець лютого 2002 року, то за цими показниками Дніпропетровська область випереджає сусідній Донецький регіон (1527 млн. грн. проти 1253 млн грн). Крім того, кошти населення в комерційних банках Дніпропетровської області за той же період склали 2665 млн грн проти 2342 млн грн у Донецькій області, а по депозитних вкладах в іноземній валюті ця різниця ще більша.

Такий стан обумовлений, найімовірніше цілим переліком причин, серед яких більш активна, наступальна політика комерційних банків Дніпропетровської області щодо залучення депозитів, але з другого боку, ці цифри свідчать про більш високий ступінь довіри населення до фінансових структур регіону, про більш стабільну соціально-економічну ситуацію в регіоні. З урахуванням того факту, що населення Донецької області майже на півтора мільйона чоловік перевищує населення Дніпропетровської області, можна зробити висновок про те, що Дніпропетровський регіон є одним із найбільш привабливих регіонів України для розвитку системи інституційного інвестування. Зіставлення чисельності населення по регіонах України з даними по залученню засобів на накопичувальні рахунки комерційних банків дозволяє ранжирувати регіони України за потенційною можливістю розвитку мережі інституційних інвесторів у цих регіонах.

Найпоширеніший вид інституційних інвесторів (за числом участі в статутних капіталах акціонерних товариств) – це інвестиційні фонди і компанії. Відмінною рисою їхньої взаємодії з акціонерними товариствами є тверде лобіювання у вищому органі управління дивідендної політики, спрямованої на пріоритетне формування фонду дивідендів. Інвестиційні фонди (компанії) мають і свої специфічні завдання.

Перше завдання – створення мережі клієнтів і партнерів для проведення надалі фондових операцій. Основний інвестиційний потік в останні роки був зв'язаний із приватизацією державної власності. Пасивні операції компанії, крім основного завдання (залучення коштів), частково вирішують і проблеми інвестування. Власники

акцій компанії і її взаємного фонду з числа держпідприємств після внесення їх у списки приватизованих об'єктів стануть емітентами власних цінних паперів. Придбання компаній часток у капіталі приватизованих підприємств відбувається у формах:

- безпосереднього вкладення її власних коштів;
- оплата послуг по андеррайтингу (гарантуванню емісії цінних паперів) акціями або варантами (правами на покупку акцій за фіксованою ціною) обміну акцій приватизованого підприємства на акції взаємного фонду компанії.

Після первинного розміщення цінних паперів своїх клієнтів компанія приступає до створення і ведення їхнього вторинного ринку, тобто діє як дилера. Для цього використовується власний запас відповідних цінних паперів, накопичених на попередньому етапі. Компанія веде операції на вторинному ринку через торговельний відділ або спеціалізовану дочірню фірму. Крім придбання акцій приватизованих підприємств, компанія інвестує кошти в новий і діючі комерційні структури, у тому числі шляхом взаємного обміну пакетами акцій; постійно коректує свій портфель цінних паперів шляхом операцій на відкритому ринку.

Ринкова вартість інвестиційного сертифіката інвестиційного фонду відповідає чистій (за винятком зобов'язань) ринковій вартості усіх вкладень (активів) фонду, розділеній на кількість інвестиційних сертифікатів власного випуску. Інакше кажучи, якщо розрахунок ринкової вартості цінних паперів, якими володіє інвестиційний фонд, то розрахунок і ринкова вартість цінних паперів самого інвестиційного фонду.

У сучасних умовах страхові компанії і банки впливають на формування статутних фондів акціонерних товариств, їх фондову й інвестиційну діяльність. Безсумнівно також, що діяльність страхових компаній в інвестиційному полі поки не досягає бажаних результатів. У значній мірі це визначено Законом України «Про страхування», у якому зазначено, що «Предметом безпосередньо діяльності страховика можуть бути тільки страхування, перестраховування і фінансова діяльність, пов'язана з формуванням, розміщенням страхових резервів і управлінням ними». Така діяльність є, власне кажучи, інвестиційною діяльністю. Однак не зовсім чіткої законодавче визначення дає можливість різноманітного трактування, відповідно, некоректного нормативного регулювання інвестиційної діяльності страхових компаній. Проте страхові компанії останнім ча-

сом активно роблять страхові послуги на інвестиційному ринку, у тому числі і в акціонерних товариствах.

Серед нових видів страхування, активно сприятливих інвестиційній діяльності акціонерного товариства, необхідно виділити наступні:

- страхування ризику втрати капіталу, вкладеного в купівлю акцій у розмірі номінальної вартості акцій або фактично сплачених сум;
- страхування річного доходу інвестора на рівні, що забезпечується безризиковим вкладенням капіталу;
- страхування інвестора від помилкових дій інвестиційного консультанта або посередника.

Існують і інші види страхування на інвестиційному ринку, але вони меншою мірою пов'язані з діяльністю акціонерних товариств.

Значно активніше працюють з акціонерними товариствами на інвестиційному ринку банки. Банки беруть участь в інвестуванні акціонерних товариств як шляхом цільового кредитування, так і шляхом боргової участі в статутних фондах акціонерних товариств, де вони можуть мати до 15 % акцій. Існуюче обмеження сумарної участі в розмірі не більше 10 % від величини власного статутного фонду банку практично не обмежує цього напрямку діяльності. Однак банки активно формують інвестиційні портфелі.

Розглядаючи сучасний етап стану акціонерних товариств, не можна не зупинитися детально на механізмі фінансової взаємодії акціонерного товариства і банку, реалізація якого взаємовигідна для двох найголовніших елементів економічної сфери: товаровиробника і фінансового посередника.

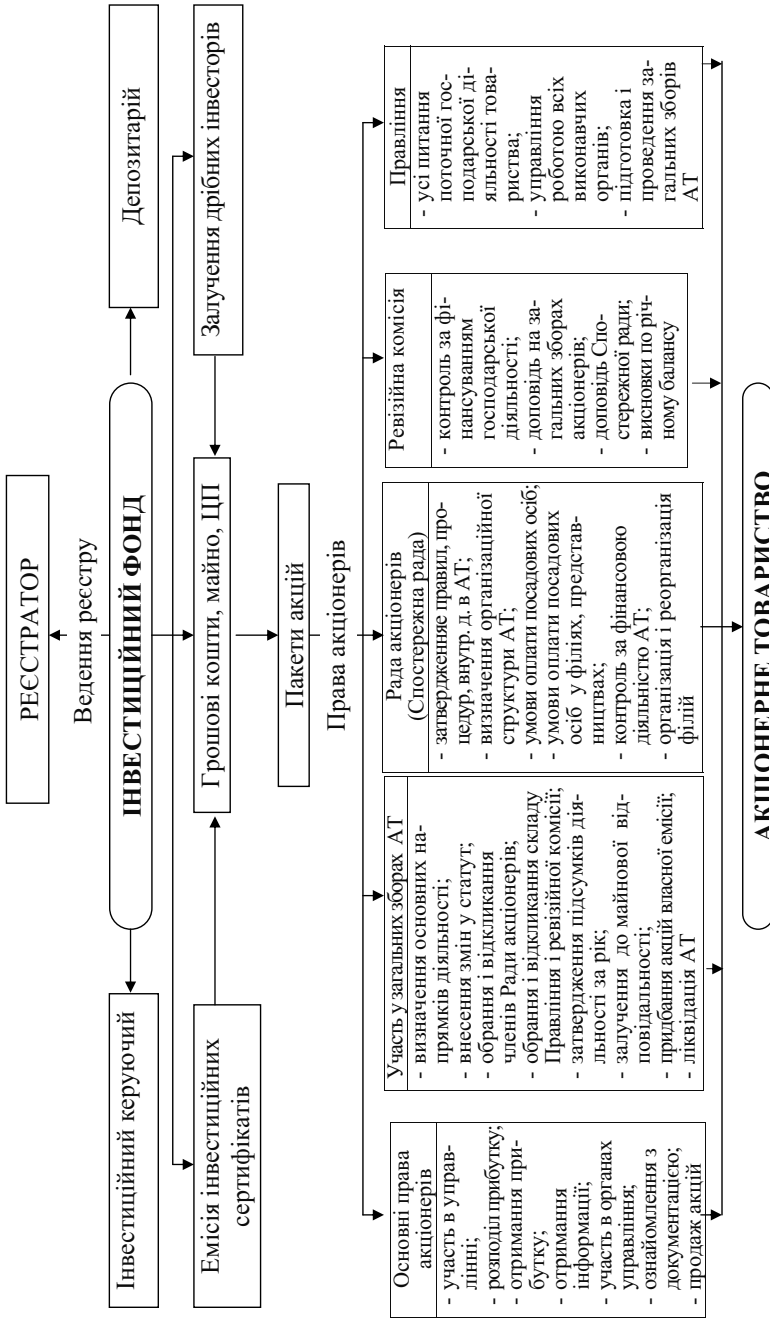


Рис 3.2. Участь інвестиційного фонду у корпоративному управлінні

Комерційні банки, здійснюючи взаємодію з підприємствами на договірній основі, є їх зацікавленими партнерами. Виходячи зі своїх майнових інтересів при укладенні договорів, кожна зі сторін договору об'єктивно сприяє успішній діяльності іншої. Так, кредит, наданий банком, дозволяє підприємству провести високоефективні заходи щодо зміцнення його матеріально-технічної бази, допомагаючи виробництву і реалізації його продукції, що у свою чергу забезпечує своєчасне повернення позички і необхідні банкові доходи. Таким чином, банк економічно зацікавлений у раціональному використанні отриманих підприємством у кредит коштів, тому що від цього залежить майнове становище банку. З другого боку, підприємство економічно зацікавлене у виконанні своїх зобов'язань перед банком, оскільки з цим зв'язана можливість одержання додаткових коштів і інших послуг банку.

Якщо розглядати особливості сучасної діяльності акціонерного товариства на фінансовому ринку, то слід підкреслити значне розширення спектра послуг, що надають банки підприємствам. Як відзначалося вище, інвестування через фінансовий сектор і через фондовий сектор дозволяють банкам здійснювати як шляхом інвестиційного кредитування, так і шляхом операцій з цінними паперами. Однак окрім інвестиційної діяльності існує безліч інших точок дотику економічних і фінансових інвесторів банків і акціонерних товариств. Традиційним у цій сфері є механізм розрахунково-касового обслуговування підприємства.

Особливості розрахунків підприємства обумовлені тим, що платежі здійснюються через комерційні банки, що будучи одним із суб'єктів розрахункових відносин здійснюють розрахунки в народному господарстві. Законодавство і банківські правила містять правові норми, що визначають принципи і порядок розрахунків, права й обов'язки суб'єктів розрахункових відносин. Вони визначають зміст і форми розрахунків, характер взаємин конкретного підприємства з комерційним банком у процесі здійснення розрахунків. У цих взаєминах об'єднується організаційні і майнові елементи, безпосередньо зв'язані з рухом коштів через банки.

Акціонерні товариства вправі самостійно вибирати банк для свого кредитно-розрахункового і касового обслуговування, вони можуть обслуговуватися з усіх видів банківських операцій в одному або декількох банках. Підприємство вправі обслуговуватися банком як за місцем свого перебування, так і в банку, розташованому

в іншому місці. Але на обслуговування в банку поза місцезнаходженням підприємства потрібна згода цього банку. Такий порядок дає можливість підприємству, виходячи зі своїх економічних інвесторів, вибирати банк, де кредитна політика відзначається більшою гнучкістю, швидше і чіткіше виконуються операції, краща інформація і вища культура обслуговування.

Таким чином, ефективне розрахункове (касове) обслуговування, надання повного спектра банківських послуг дозволяє акціонерним товариствам гнучко вирішувати оперативні питання матеріально-технічного постачання, збуту, забезпечення виробництва.

Крім розрахункового рахунка підприємство може мати в комерційному банку депозитний рахунок, на якому воно може зберігати свій депозитний внесок. У даному випадку між підприємством і банком укладається договір банківського вкладу. За цим договором банк зобов'язується:

- зберігати вкладені вкладником грошові кошти;
- виплачувати по них дохід у вигляді відсотків;
- виконувати доручення вкладника по розрахунках із внеску;
- повернути суму внеску на першу вимогу вкладника на умовах і в порядку, передбачених для внеску даного виду законодавством і договором.

Банківські вклади підприємства можуть бути трьох видів.

Підприємство може зробити грошовий внесок на певний строк, але з правом дострокового одержання коштів під зменшений розмір відсотків.

Внесок може бути внесений з умовою використання банком цих коштів відповідно до доручення підприємства. У даному випадку відбувається поєднання договору банківського вкладу і договору доручення, причому величина комісії з договору доручення повинна бути вища за відсотки, виплачувані банком вкладникові.

Третій вид банківського вкладу оформляється депозитним сертифікатом.

Безумовно, великі виробничі підприємства, що функціонують у формі акціонерних товариств, у даний час практично не звертаються до такого виду банківських послуг. Це властиво більше для акціонерних товариств у комерційній спрямованості, однак, якщо врахувати, що сучасне підприємство сьогодні представляє по суті корпорацію, численність юридичних осіб, те така послуга нехай побічно, але може вплинути на діяльність акціонерного товариства.

Акціонерні товариства з розвитком комерційних банків в умовах становлення сучасного ринкового господарства в Україні одержують нові джерела фінансування своєї господарської діяльності. Значно зросла роль банківського кредиту, про що свідчить збільшення загального обсягу кредитування підприємств різних галузей економіки комерційними банками.

Банківський кредит є найбільш розповсюдженою й основною формою передачі коштів у тимчасове користування не тільки підприємств, але й інших юридичних і фізичних осіб, а також держави.

Економічний зміст кредитування, його ефект для виробничої діяльності акціонерного товариства полягає, насамперед, у тимчасовому становищі оборотних коштів, що дозволяє підприємствам закінчити підготовку до випуску нового продукту, завершити технологічний процес, забезпечити відсутнє комплектуюче замовлення, реалізувати його і дістати грошові кошти у тому випадку, якщо кредит не використовується на комерційні нестатки. Крім цього, поповнення оборотних коштів часто має на увазі спосіб погашення заборгованостей по заробітній платі. Кредитні схеми, використовувані багатьма банками і підприємствами для виплати заробітної плати, дозволяють тимчасово знизити соціальну напруженість у численних колективах заводів і одночасно зменшити негативне сальдо у взаєминах з бюджетом.

Сьогодні у діяльності банків поширюється практика довгострокового кредиту на меті виробничого і соціального розвитку. Так, банки надають підприємствам довгостроковий кредит на капітальні витрати, пов'язані з проведенням інноваційних заходів, заходів щодо збільшення виробництва, підвищення якості і розширення асортименту споживчих товарів і платних послуг, а також з розширенням експортної бази.

Довгострокове кредитування можна, як правило, віднести до інвестиційного кредиту, підсумком використання якого повинні ставати нові виробничі потужності, засновані на передовій технології. Відмінна риса таких кредитів є посередницька функція комерційних банків, яка полягає в тому, що банки виділяють під ці цілі більш дешеві гроші, отримані від зарубіжних інвесторів. Однак це не надає переваги даному виду кредитування в сучасних умовах, як правило, у випадках довгострокового кредитування.

Об'єктами кредитування є витрати підприємства на технічне переозброєння, реконструкцію, будівництво, пайову участь у ство-



ренні спільних підприємств і виробництв і ін. Термін такого кредиту визначається виходячи з нормативного терміну здійснення заходу і його окупності по проекту. Розмір кредиту визначається виходячи з повної кошторисної вартості заходу.

У нових умовах господарювання важлива роль кредиту в зовнішньоекономічній діяльності. Комерційні банки, що одержали ліцензії на здійснення зовнішньоекономічної діяльності, дають кредит підприємствам під експортні й імпорتنі товари, надані послуги, цінні папери й інші платіжні документи по експортних і імпорتنих операціях, а також під витрати при здійсненні зовнішньоекономічної діяльності.

Підприємство несе відповідальність за ефективне використання банківського кредиту. Воно не повинне його одержувати для покриття своєї безгосподарності і збитків. Банки мають право здійснювати перевірку матеріального забезпечення позичок, виданих під товарно-матеріальні цінності і витрати виробництва. Перевірка проводиться, головним чином, на основі аналізу балансів підприємств за квартальні періоди і відомостей, заснованих на даних бухгалтерського обліку. За участю підприємств банком установлюються причини утворення заборгованості. При цьому розробляються конкретні заходи для її недопущення надалі.

Кредитування, як і розрахунково-касове обслуговування, є традиційним механізмом взаємодії підприємства і банку. Зміна організаційно-правової форми промислових підприємств, поява акціонерних товариств, формування в країні фондового ринку не могло не позначитися на формі взаємин банку і підприємства. З'явилася ще одна грань їхнього зіткнення (операції з цінними паперами). Ця сторона їхньої взаємодії обумовлена двома факторами: по-перше, на фондовому ринку існують обов'язкові правила і процедури, що змушують акціонерні товариства (емітентів) звертатися до фінансових посередників. Таким посередником у нашій країні виступає комерційний банк. Насамперед, до таких процедур відноситься реєстраторська діяльність, що виконують банки на підставі дозволу Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку. Механізм взаємодії реєстраторів і емітентів був представлений вище. Крім виконання функції реєстратора іменних цінних паперів, банк може представляти для акціонерного товариства функції хоронителя, а надалі, після остаточного формування нормативної бази в цій сфері – функції депозитарію. Крім того, складний механізм функціонування акціонер-

ного товариства скористатися банківськими послугами на фондовому ринку. Насамперед, це послуги банку по випуску і звертання цінних паперів, що дають можливість підприємству максимально використовувати можливості емісії для нарощування статутного фонду. Маючи значну мережу філій, відділень, банк може проводити підписку на акції чергової емісії акціонерного товариства по всій території України. Особливо важлива ця послуга для підприємств, продукція яких не відома широкому колу передплатників (потенційних акціонерів і венчурних компаній). Немаловажну роль для емітента може мати також комісійна діяльність банку з цінними паперами для концентрації великих пакетів акцій в окремих акціонерів або самого суспільства. Крім того, банк може виступати в ролі фондового консультанта, підвищуючи ефективність роботи самого підприємства з цінними паперами а акціонерами.

У сучасних умовах значно зростає роль міжнародних операцій акціонерних товариств, обслуговування яких цілком бере на себе банк.

Результат здійснення зовнішньоекономічної діяльності підприємств – одержання валюти від продажу товарів і послуг. Підприємства створюють валютні фонди, у які зараховується валютний виторг від зовнішньоекономічної діяльності по нормативах, диференційованих у залежно від валюти і виду експортної продукції.

Усі розрахунки в іноземній валюті в Україні здійснюються тільки через уповноважені банки, тобто банки, що мають ліцензію НБУ на здійснення таких операцій. Купівля і продаж іноземних валют, минаючи ці банки, не допускається, а угоди, укладені в порушення цих правил, є недійсними.

Економічний зміст здійснення банком операцій по валютному обслуговуванню полягає для акціонерного товариства в тому, що сучасна концепція управління акціонерного товариства, створення нової якісної продукції неможливі без придбання закордонних технологій, збуту конкурентоздатної продукції, використання імпортової сировини, напівфабрикатів. Гнучка робота з банком дозволяє підприємству уникнути різних міжнародних торговельних і фінансових посередників, обійтися без послуг зовнішньоторговельних об'єднань і інших організацій, що спеціалізуються на міжнародних операціях у сфері економіки і фінансів.

Для здійснення зовнішньоекономічної діяльності акціонерного товариства відкривають валютні рахунки в банку. Банк відкриває

власникові валютних коштів тільки один валютний рахунок у вільно конвертованій валюті, причому валюта визначається самим підприємством.

Усі платежі з поточних балансових рахунків виробляються банком у межах залишку коштів на рахунку.

Керівники акціонерних товариств, що мають валютні рахунки, несуть відповідальність за ефективне використання валютних коштів, а також за своєчасне і правильне застосування нормативів відрахувань у валютні фонди.

Поряд з операціями на ринку цінних паперів, активізацією зовнішньоекономічної діяльності підприємств, новою формою співробітництва банків і підприємств є лізингові операції.

Під лізингом розуміються операції по купівлі комерційними банками на прохання підприємств різних машин, устаткування, транспортних засобів і інших видів виробничих і невиробничих основних фондів і передачі їх в оренду цим підприємствам на визначений період.

Купівля машин, устаткування й інших матеріальних цінностей виробляється банком з доручення підприємства-лізингоотримувача за рахунок власних коштів. Одночасно з придбанням матеріальних цінностей банк підписує лізингову угоду з підприємством-орендарем.

Вибір постачальника, висновок торговельної угоди й узгодження технічних умов предмета лізингу, ціни і терміни постачання є, як правило, завданням самого підприємства-лізингоотримувача.

При лізингових операціях великою перевагою для підприємства – орендаря є важливість використання необхідного устаткування й іншої техніки без одночасної витрати власних коштів на їхню купівлю. У результаті укладення лізингової угоди з банком підприємство поповнює свої виробничі потужності і підвищує ефективність використання встановленого устаткування.

Інститути спільного інвестування (інвестиційні фонди, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії та інші інститути, які займаються накопиченням капіталу) можуть відігравати провідну роль в розвитку фінансового ринку та підвищенні рівня життя осіб пенсійного віку. В країнах з розвинутою економікою інститути колективного інвестування виконують такі функції:

1. Створення пулів капіталу для інвестування в боргові та пайові фінансові інструменти, що сприяє економічному зростанню та створенню нових робочих місць;

2. Залучення інвесторів до ринку, що дозволяє їм диверсифікувати ризик та надає можливість використовувати переваги професійного управління активами;

3. Підвищення ефективності ринку, маючи можливість отримувати від емітентів детальну інформацію при невеликих витратах на її отримання;

4. Виконання важливої ролі в корпоративному управлінні – контроль, а в окремих випадках і заміна керівництва акціонерних товариств та наполегливе проведення політики, що спрямована на реструктуризацію.

А втім, у країнах з перехідною економікою, таких, як Україна, процес створення пулів капіталу та використання їх переваг підпадає під загрозу кількох ключових факторів:

1. Крадіжки та шахрайство: загроза того, що зловживання та корупція можуть призвести до зникнення активів.

2. Фактор ризику на внутрішніх ринках: загроза того, що державні облігації та/або акції місцевих компаній будуть примусово зроблені єдиними або переважаючими класами активів, в які дозволено інвестувати; таким чином дозволятиметься лише інвестування з високим ступенем ризику порівняно з розвиненими ринками.

3. Недостатній розвиток ринкової інфраструктури та недосконалість законодавства: ймовірність того, що брак досвіду зберігачів, інвестиційних радників та керуючих компаній, посилений недосконалим регулятивним наглядом та недостатнім правовим захистом, поставить нормальну діяльність під загрозу.

Інститути спільного інвестування зможуть стати корисними для країни, лише якщо вона вирішить проблеми шахрайства, управління ризиками тощо.

Фонди, що діють, пов'язані з вже завершеною на цей час сертифікатною приватизацією, а їх портфелі цінних паперів є недостатньо диверсифікованими та ліквідними, приватизаційні фонди потребують окремого правового режиму (в тому числі ліквідації або реорганізації), ніж нові фонди. Одночасно має бути розроблена досконала правова база діяльності нових інвестиційних фондів, яка включатиме принципи фідучіарних обов'язків та враховуватиме передовий міжнародний досвід.

Для того щоб зробити можливим розвиток відкритих інвестиційних фондів, Україні потрібно відповідне законодавство. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (далі – ДКЦПФР) розробила проект Закону “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” № 2299-ІІ від 15.03.2001р. Цей закон створює законодавчу базу для діяльності інвестиційних фондів, включаючи відкриті фонди, і є першим важливим кроком до створення атмосфери впевненості, яка з часом допоможе переконати населення України в ефективності та надійності вкладання своїх заощаджень в інвестиційні фонди.

Нижче наводяться основні питання, які відображені в Законі:

- відокремлення активів інвесторів від активів керуючої компанії;
- суворе регулювання та контроль за діяльністю керуючих компаній;
- навчання нових професійних учасників ринку – інвестиційних радників – управлінню портфелем цінних паперів фонду;
- правила формування активів;
- роль ДКЦПФР у регулюванні діяльності інвестиційного фонду та в оприлюдненні інформації.

Юридична особа повинна утримувати активи інвесторів окремо від активів керуючої компанії, а не просто зберігати їх на спеціальному поточному рахунку керуючої компанії. Це необхідно для того, щоб захистити кошти інвесторів та гарантувати їх безперешкодне переведення до іншої керуючої компанії у випадку неплатоспроможності першої керуючої компанії. Окрема юридична особа може бути створена у формі акціонерного товариства зі своїми особливостями (для корпоративного інвестиційного фонду) або непідприємницького товариства (для пайового інвестиційного фонду).

Наявність механізму захисту від зловживань з боку керуючих компаній є дуже важливим. При цьому першочергове значення має обмеження операцій між фондом та особами, що є афілійованими з керуючою компанією або її співробітниками, тому що такі операції часто містять конфлікт інтересів та використовуються керуючими для привласнення грошей інвесторів. Правила, що регулюють здійснення операцій з афілійованими особами, повинні бути чіткими та простими, а покарання за порушення – суворими, адже виявити порушення дуже важко.

Важливим є також контроль спостережної ради фонду за діяльністю керуючих компаній. Спостережна рада повинна відігравати важливу роль у моніторингу діяльності керуючої компанії з метою підтвердження дотримання норм інвестиційної декларації, і це має бути детально викладене в Законі. Члени спостережної ради фонду повинні навчатись належно виконувати свої обов'язки.

Крім цього, зберігачі повинні отримати функції нагляду за діяльністю керуючих компаній. У країнах з перехідною економікою, коли інші заходи безпеки неефективні, зберігачам потрібно надати розширені функції наглядача, які допомагали б їм контролювати керуючу компанію та інформувати ДКЦПФР про будь-які порушення. У разі невиконання будь-якого з зазначених обов'язків накладаються суворі штрафи.

Для того щоб надавати інвестиційному фонду чи недержавному пенсійному фонду поради з інвестування цінних паперів необхідно мати ліцензію інвестиційного радника. Ліцензія на здійснення діяльності інвестиційного радника як виключного виду діяльності повинна видаватися ДКЦПФР. Для одержання ліцензії професійні учасники ринку потребуватимуть додаткових знань та досвіду. За допомогою міжнародних донорських організацій та у співробітництві з ДКЦПФР доцільно організувати проведення серйозної підготовки (навчання) інвестиційних радників з управління портфелем цінних паперів.

Відкриті інвестиційні фонди повинні підтримувати свою ліквідність на належному рівні, щоб мати змогу віднайти кошти для викупу. Саме тому відкритим фондам необхідно обмежити інвестування в низько ліквідні активи, максимальна частка яких не повинна перевищувати 10 % портфеля цінних паперів. Закритим фондам або спеціалізованим фондам можна дозволити інвестувати більший відсоток своїх активів в інструменти з нижчою ліквідністю або більш високим рівнем ризику (які підлягають вимогам щодо розкриття більш детальної інформації). Необхідно встановити для всіх фондів вимогу щодо обов'язкового інформування інвесторів про рівень ризику, пов'язаний з певним видом активів. Загалом, на початку розвитку інвестиційних фондів ДКЦПФР повинна мати повноваження встановлювати норми та обмеження портфельних інвестицій для кожного виду фондів, а також постійно коригувати ці норми, реагуючи на зміни на ринку. Необхідно заохочувати інвестиції в державні цінні папери інших країн та в акції іноземних компаній.

Регулювання й контроль за діяльністю інвестиційних фондів та їх керуючих компаній мають здійснюватися ДКЦПФР. Керуючі компанії повинні звітувати перед ДКЦПФР як про власну діяльність (фінансовий стан, професійний досвід, дані про наявність дисциплінарних стягнень тощо), так і про діяльність їх інвестиційного фонду (фінансові звіти). Ця звітність повинна оприлюднюватися. Фінансова інформація фонду повинна підтверджуватися його зберігачем. Крім того, інвестиційний фонд має щороку перевірятися аудитором, а результати аудиторської перевірки надаватися ДКЦПФР та оприлюднюватися.

Хоча проблеми з пенсійним забезпеченням є надзвичайно гострими, Україна – не єдина країна, де система РАУС погано функціонує. Подібні труднощі є в багатьох інших країнах світу, і це змусило вжити дієвих заходів, спрямованих на здійснення пенсійної реформи. Загальним елементом цих заходів є програми обов'язкових заощаджень, якими встановлюється прямий зв'язок між пенсійними відрахуваннями працюючих та виплатами цим особам після досягнення ними пенсійного віку. Однією з переваг таких обов'язкових заощаджень є створення бази активів, що використовується для фінансування пенсій (на відміну від простої обіцянки держави заплатити). Іншою перевагою є можливість з часом створити пули капіталу, які надалі можна ефективно використовувати для розвитку економіки. Безумовно, пенсійні активи повинні управлятися належним чином на користь майбутніх одержувачів пенсій, і головною метою такої системи має бути гарантування їх добробуту після виходу на пенсію, яке є пріоритетним навіть щодо використання пенсійних фондів з метою відродження економіки.

Пенсійна реформа – це складне та комплексне завдання. При її аналізі, як правило, говорять про три рівні системи пенсійного забезпечення:

1. Довгострокова схема обов'язкового державного соціального страхування, яка передбачає виплату встановленого розміру пенсіонерам, а також особам, які незабаром вийдуть на пенсію, та функціонує на основі використання всіх надходжень до централізованого фонду для виплати пенсій за поточний період (перший рівень);
2. Програма обов'язкових внесків, у ході якої встановлений відсоток заробітної плати працюючого перераховується на його персональний рахунок; сума цих коштів має збільшуватися внаслідок

їх інвестування і кваліфікованого управління, щоб згодом забезпечити належний рівень пенсійних виплат (другий рівень);

3. План добровільних внесків, що дозволяє працюючим перераховувати на персональні рахунки частину їх заробітної плати, яка має бути звільнена від прибуткового податку до часу вилучення цих коштів при виході на пенсію; кошти з таких пенсійних рахунків також мають інвестуватися: належним чином (третій рівень). В світі використовуються багато варіантів пенсійного забезпечення цього рівня.

Детальний порядок здійснення діяльності, в тому числі інвестиційної, вкрай важливий при системі пенсійного забезпечення другого та третього рівнів та має бути зафіксований в законодавстві. Управління недержавними пенсійними фондами (особливо тими, що є елементами системи пенсійного забезпечення другого рівня) повинно ретельно контролюватися та підлягає більш жорсткому регулюванню порівняно з інвестиційними фондами (взагалі регулювання діяльності інвестиційних фондів більше базується на вимозі про розкриття інформації щодо ризиків). Активи пенсійних фондів повинні бути:

- а) з низьким рівнем ризику;
- б) ліквідними;
- в) диверсифікованими;
- г) сек'юритизованими.

Низький рівень ризику означає, що для забезпечення очікуваного рівня пенсійних виплат ймовірність невиконання зобов'язань чи значного зменшення вартості заощаджень повинна бути дуже низькою. Інвестори можуть робити інвестиції з більшим рівнем ризику і, можливо, більшими прибутками, але для цього вони повинні використовувати свої власні заощадження, а не кошти, що призначені для пенсійного забезпечення.

Ліквідність означає можливість швидко і легко продати цінні папери, які знаходяться в інвестиційному портфелі, на організованому ринку для того, щоб керівництво могло у разі необхідності задовольнити потреби пенсійного фонду в грошових коштах.

Диверсифікація – включення в інвестиційний портфель цінних паперів з різних країн, регіонів, галузей – дозволяє зменшити ризик. Це застосування добре відомого всім правила, що “не можна тримати всі яйця в одному кошику”.



Здійснення пенсійними фондами прямих інвестицій у нерухомість, об'єкти інфраструктури чи індивідуально укладені угоди (наприклад, про спільну діяльність) є неприйнятним. Через специфіку цих угод такі інвестиції характеризуються низьким рівнем ліквідності та потребують професійних знань, які, як правило, відсутні у інвестиційних радників. Однак якщо можливо згрупувати та “сек'юритизувати” такі інвестиції, то можна дозволити інвестування в такі цінні папери обмеженої частини пенсійних коштів.

Як правило, законодавство багатьох країн вимагає, щоб більшість коштів, що акумулюються пенсійними фондами в системі обов'язкових та/або добровільних заощаджень, інвестувалися у державні боргові цінні папери. Проте недостатній рівень розвитку фінансового ринку України не дозволяє інвестувати пенсійні кошти в межах країни. Невиконання зобов'язань за облігаціями внутрішньої державної позики (далі – ОВДП) наприкінці 1998 року показало, що ці інструменти ненадійні, а інвестування в акції не підтримується належним бухгалтерським обліком та розкриттям інформації. Тож, в Україні не існує ліквідного ринку ні ОВДП, ні акцій. Україні слід розглядати реформу системи пенсійного забезпечення другого рівня лише у разі, якщо вона готова встановити вимогу, за якою на початковому етапі переважна частина активів з персональних рахунків інвестуватиметься за межі України в різноманітні іноземні інструменти високої якості, наприклад, державні боргові цінні папери найвищої категорії (державні облігації США або європейських країн) та індекси, які включають іноземні “блакитні фішки”. У процесі подальшого розвитку ринку цінних паперів України цю вимогу можна буде змінити. Найважливішим все ж залишається належне виконання фідучіарних обов'язків.

Часто можна почути твердження про політичну неприйнятність інвестування пенсійних коштів за межі країни, а також про можливий вплив на бюджет країни та баланс виплат того, що пенсійні кошти інвестовані за межі країни або в будь-які інші активи, ніж ОВДП. Це потребує детального аналізу. З нашої точки зору, вкладення коштів в інвестиції світового рівня, які забезпечили б ринковий рівень прибутку на широко диверсифіковані активи, було б на користь населення України.

З метою аналізу припустимо, що в законодавстві все ж таки введено вимогу щодо інвестування принаймні певного відсотка пенсійних коштів в Україні. За таких обставин необхідно розглянути

дієві методи для того, щоб пенсійні кошти в Україні приносили користь і в той же час забезпечували б достатню ліквідність і безпеку цих коштів. Наприклад, пропонується інвестувати частину коштів у ОВДП за умови індексації доходу з урахуванням рівня інфляції, або, ще краще, зміни валютного курсу. Отримані кошти можна було б надавати рентабельним підприємствам у формі забезпечених кредитів. Такий план наражає на ризик Уряд, а разом з ним і пенсійні кошти, якщо Україна буде не спроможна виконати своїх зобов'язань. Однак цю та інші пропозиції варто розглянути. Ще одним можливим вирішенням проблеми може стати розроблення "сек'юритизованих" інструментів.

Вимоги щодо ліцензування діяльності з управління активами пенсійного фонду та зберігачів мають бути надзвичайно високими, можливо, навіть такими, яким здатні будуть відповідати спочатку лише іноземні компанії з іноземним досвідом. Такий підхід дозволить Україні скористатися кращим світовим досвідом. Будь-який скандал, пов'язаний з управлінням недержавним пенсійним фондом, завдасть непоправної шкоди репутації реформ в очах громадськості та зведе нанівець бажання підтримувати реформування пенсійної системи.

Важливим є також внесення змін до системи пенсійного забезпечення першого рівня, що існує в Україні, а саме: підвищення пенсійного віку та введення персональних пенсійних рахунків (експеримент у Львівській області). Певні кроки, що спрямовані на поліпшення системи пенсійного забезпечення першого рівня, вже зроблено. За підтримки Американського Агентства з міжнародного розвитку Уряд України відкрив нове Актуарне управління, метою якого є аналіз та надання консультацій з питань пенсійної реформи. Раніше Уряд не вдавався до застосування аналітичних механізмів для прийняття рішень щодо пенсійної політики або для оцінки впливу останньої на бюджет країни. Крім цього, Уряд України виділив 20 млн доларів США для розвитку інформаційних систем управління пенсійними фондами. Нині проводиться реструктуризація існуючої системи пенсійного забезпечення, що існує в Україні, з метою надання їй більшої гнучкості та ефективності. І, нарешті, в самому Уряді України та у Верховній Раді працюють комітети, метою яких є реформування пенсійної політики та розвиток пенсійного законодавства. Проекти законів, якими передбачається внесення

змін до системи пенсійного забезпечення першого рівня та створення системи другого рівня знаходяться в стадії розроблення.

Серйозна пенсійна реформа потребує подальших заходів. Необхідно провести реструктуризацію Пенсійного фонду України, спрямовану на підвищення ефективності його діяльності. Повноваження Уряду України у сфері пенсійного забезпечення потрібно розширити та конкретизувати, щоб надати йому можливість ефективно регулювати діяльність недержавних пенсійних фондів. Необхідна тривала навчальна програма для представників законодавчої та виконавчої влади України, щоб роз'яснити їм різні типи пенсійних реформ в інших країнах. Для того, щоб не тільки зазначені особи, але й широка громадськість розуміла основи пенсійної реформи, потрібно проводити загальноосвітню роботу. Крім того, слід докласти зусиль для розвитку ринкової інфраструктури, яка необхідна для того, щоб діяльність з пенсійного забезпечення, яку здійснюють як державні, так і недержавні установи, була надійною, ефективною та оперативною.

Недержавні пенсійні фонди, які діють в Україні сьогодні. Якщо у 1997 році в Україні було приблизно 40 недержавних пенсійних фондів, то тепер діє лише близько десяти. Ці недержавні пенсійні фонди є добровільними утвореннями та працюють без будь-якого законодавчого регулювання та державного нагляду. Ці фонди створені у формі акціонерних товариств (відкритих чи закритих), товариств з обмеженою відповідальністю або товариств з додатковою відповідальністю, не мають ні керуючих компаній, ні зберігачів, у них немає Інвестиційних декларацій та правил діяльності. Активи цих фондів не відокремлені від активів засновників. Більшість з них інвестують в банківські депозити, хоча дехто вкладає кошти в нерухомість або екзотичні інструменти.

Можливі скандали з цими фондами призведуть до ще більшої втрати довіри громадян України як до недержавних пенсійних фондів, так і до фінансових установ взагалі. Процес реорганізації цих фондів, з огляду на їх структуру, може бути досить проблематичним, саме тому необхідно вже тепер вжити заходів для їх ліквідації.

Найбільшим досягненням успішної пенсійної реформи буде те, що пенсіонери та працюючі громадяни країни знатимуть, що їх пенсійні заощадження надійно захищені та є достатніми для забезпечення пенсійних виплат. Успішна пенсійна реформа допоможе вирішити значні проблеми, що пов'язані з діючою системою РАУС

(система пенсійного забезпечення першого рівня), зокрема, проблема утримання працюючими надто великої кількості осіб пенсійного віку, а також підвищить справедливість та ефективність пенсійної системи, стимулюватиме накопичення заощаджень та формування капіталу. Пенсійна реформа прискорить розвиток інфраструктури ринку, сприятиме зростанню кількості професійних учасників ринку та підвищить їх компетентність. Основні учасники фінансового ринку, продукти та практичні знання, що потрібні для проведення пенсійної реформи (керуючі компанії, інвестиційні радники, ануїтети та інші страхові продукти, банки, зберігачі) є саме тими рушійними силами, які стимулюють зростання економіки країни в цілому.

Україні не потрібно розробляти всі правові та операційні основи діяльності зберігачів та компаній з управління активами, які давно вже діють в країнах з розвинутою економікою. Замість розроблення детальних законів та спроб створити вітчизняну галузь, Україна могла б провести міжнародний конкурс (тендер) і запросити лише найдосвідченіші світові компанії-зберігачі та компанії з управління активами, які зацікавлені здійснювати діяльність на території країни. За умови правильної організації конкурсу в Україну можуть прийти такі компанії, які активізують розвиток інститутів колективного інвестування і почнуть передавати свої знання та досвід. Необхідно вітати співробітництво з українськими фірмами для передавання знань.

### **Контрольні запитання**

1. Охарактеризуйте англо-американську систему корпоративного управління.
2. Порівняйте правила розкриття інформації в різних країнах.
3. Охарактеризуйте німецьку (континентальну) систему корпоративного управління.
4. Порівняйте моделі корпоративного управління таких країн США, Німеччина, Японія, Росія, Україна.
5. Порівняйте характеристики моделей захисту прав інвесторів в різних країнах.
6. Обґрунтуйте Європейську спрямованість корпоративної системи України.
7. Порівняйте дивідендні політики, які існують у світі.

8. Назвіть та охарактеризуйте обмеження, які впливають на стратегію формування дивідендів.

9. Обґрунтуйте взаємозв'язок які види страхування забезпечують розвиток інвестиційної діяльності.

10. Розкрийте інвестиційну складову діяльності страхових компаній.

11. Проаналізуйте діяльність банку як інституційного інвестора.

12. Розкрийте механізм діяльності Інститутів спільного інвестування як учасників процесу корпоративного управління.

13. Розкрийте механізм діяльності пенсійних фондів як учасників процесу корпоративного управління.

## **РОЗДІЛ 4. УДОСКОНАЛЕННЯ ФІНАНСОВИХ ПРОЦЕДУР КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ**

### **4.1. Фінансові аспекти управління компаніями з державною (муниципальною) часткою власності**

Виплата дивідендів на підприємствах України поки що не є ефективною процедурою корпоративного управління як, з погляду виконання зобов'язань перед акціонерами – інституційними інвесторами, так і з погляду стимулювання акціонерів – працівників і, нарешті, примноження багатства всіх акціонерів корпорації. Одним з найважливіших акціонерів у багатьох акціонерних товариствах на сьогодні є держава. Менеджмент акціонерних товариств із державною часткою власності в основному спрямований на реінвестування отриманого прибутку, збільшуючи при цьому вартість підприємства, збільшуючи статутний капітал, модернізуючи виробництво і підвищуючи конкурентоздатність. Однак для державного бюджету подібна практика обертається значним недоодержанням дивідендних коштів від акціонерних товариств, нарахованих на державний пакет акцій. Так, замість запланованих на 2001 рік 200 млн грн дивідендних коштів у бюджет надійшло 74.56 млн грн. У 2002 році за перше півріччя отримано 13.9 млн грн. замість запланованих 438.9 млн грн.

Дивідендна політика уряду в 2001 і 2002 роках передбачала відрахування на виплату дивідендів у розмірі 50 % від отриманого прибутку. Однак значній частині великих акціонерних товариств удалося домогтися зменшення цього показника або цілком звільнитися від сплати дивідендів. Наприклад, у 2001 році звільнено від сплати дивідендів ЗАТ «Укртелеком» (148.9 млн грн), ДАК «Титан» (18.9 млн грн), НАК «Нафтогаз України» (82 млн грн.).

На виконання Концепції корпоративно – дивідендної політики держави, затвердженої Кабінетом Міністрів України 13 червня 2002 року, Фонд державного майна України запропонував нові нормативи виплати дивідендів. Стосуються вони неприватизованих корпоративізованих підприємств, акціонерних товариств, що перебувають у стадії приватизації і контролюються державою, акціонерних товариств, що входять до складу холдингових, лізингових компаній, контрольний пакет акцій яких належить державі.

Основним у цій Концепції є те, що вона не передбачає звільнення від сплати дивідендів. У Фонді державного майна України вважають, що якщо вдасться домогтися від великих акціонерних товариств постійної виплати дивідендів, то сума надходжень від них може перевищити дивідендні надходження від інших підприємств. Аналогічні завдання стоять і перед органами управління муніципальною власністю.

Кожен власник ставить перед собою ціль максимально ефективно керувати належними йому акціями. Таке ж завдання постає і перед органами державного управління. Особливістю власника акцій – держави – є те, що вона практично завжди виступає як інвестор стратегічний, намагається впливати на підвищення ефективності роботи корпорації й у той же час одним із його пріоритетних задач є одержання дивідендів. Завдання ця реалізується з метою поповнення бюджету, як на рівні держави, так і на рівні місцевих бюджетів. При здійсненні функції держави – власника органи, що безпосередньо виконують ці функції, зіштовхуються з деякими відмінностями властивими державі-акціонеру в процесі корпоративного управління.

Комітет Комунального майна м. Дніпропетровська в різні часи підставі рішень сесії Міськради брав на себе функції розпорядження і управління пакетами акцій в акціонерних товариствах, створених за участю міста (муніципальної власності). Акціонерні товариства і підприємства іншої форми власності, створені за участю міста представлені в таблиці 4.1.

Відмінними рисами управління пакетами акцій саме комунальної власності є: 1) як правило, відносно невелика величина акціонерних товариств (як за величиною статутного фонду, так і за кількістю акціонерів);

2) основною метою створення таких акціонерних товариств є надання послуг для населення або виробнича діяльність за замовленням міської влади, що підвищує соціальну значимість таких акціонерних товариств;

3) при створенні таких акціонерних товариств містам вноситься в статутний фонд яке-небудь муніципальне майно (як правило, будинок, приміщення);

4) часто метою створення таких товариств є завершення будівництва або реконструкція об'єкта, що вимагає від усіх учасників

товариства і його менеджерів додаткових зусиль щодо пошуку інвестора;

5) створенню таких товариств передуює спроба міської влади провести приватизацію об'єкта. Після декількох спроб провести аукціон або конкурс по даному об'єкті, приймається рішення про створення АТ.

6) на відміну від великих акціонерів юридичних і фізичних осіб, держава-акціонер не здійснює досить твердого контролю за поточною діяльністю підприємства.

Виходячи зі сформованих на сьогодні положень, можна дати наступні рекомендації щодо удосконалення управління муніципальними пакетами акцій:

1) у сфері законодавчого і нормативного регулювання створення господарських товариств за участю міста:

Визначити, що питання функціонування господарчих товариств, спільних підприємств, створених за участю міської ради, контролює мер міста, його перший заступник і заступники по напрямках.

Комітет комунальної власності є органом, що виконує всі обов'язки пов'язані зі створенням, функціонуванням, ліквідацією таких товариств. У разі потреби мер міста має право видавати розпорядження щодо функціонування, створення, ліквідації цих товариств, виходу з них, продажу пакетів акцій (часток) і т. д.



Таблиця 4.1.

## Господарські товариства створені за участю міста

№	Найменування товариства	Місцезнаходження	Частка муніцип. власності, %	Акцій на суму млн. крб.	Проведення реконструкції й експлуатації
1	2	3	4	5	6
1.	Акціонерне товариство закритого типу "Телевізійна служба Дніпропетровська"	м. Дніпропетровськ, вул. Леніна, 14	32	1344	Організація, підготовка і показ в ефірі телевізійних передач
2.	Закрите акціонерне товариство "Міський інформаційно-аналітичний центр"	м. Дніпропетровськ, пр. К. Маркса, 75	15	3758	Надання інформаційних аналітичних послуг Дніпропетровській міській Раді
3.	Закрите акціонерне товариство "Міжнародний бізнес-центр "Вітрило""	м. Дніпропетровськ, пр. К. Маркса, 66	15	45	Завершення будівництва об'єкта "Вітрило"
4.	Товариство з обмеженою відповідальністю "Спортленд"	м. Дніпропетровськ вул. Панікахи, 61	22	260949	Охорона, завершення будівництва об'єкта
5.	Закрите акціонерне товариство "Міжнародний тенісний центр "Тас-теніс-центр"	м. Дніпропетровськ, вул. Наб. Перемоги 32/413	15	3758	Пошук інвесторів, експлуатація
6.	Українсько-Ірландське акціонерне товариство "Міжнародний готель Україна"	м. Дніпропетровськ вул. Короленка, 2	11,85	1477500	Проведення реконструкції й експлуатації
7.	Товариство з обмеженою відповідальністю "Брит"	м. Дніпропетровськ, вул. Наб. Перемоги, 60	50	450000	Пошук рекламодавців
8.	Товариство з обмеженою відповідальністю підприємство "Злагода"	м. Дніпропетровськ, вул. Янгеля, 16	89,8	311963	Ремонт, експлуатація. Надання послуг за заявою райдержадміну

Закінчення таблиці 4.1.

1	2	3	4	5	6
9.	Відкрите акціонерне товариство "Дніпропетровський м'ясокомбінат"	м. Дніпропетровськ, вул. Молодогвардійська, 32	68,24	5520340	Ремонт, експлуатація
10.	Відкрите акціонерне товариство "Славутич"	Дніпропетровська обл., с. Грушеватогринична, вул. Когляревського, 8	49,3	37000	Експлуатація, надання послуг
11.	Товариство з обмеженою відповідальністю "Управління механізації"	м. Дніпропетровськ вул. Молодогвардійська 8	20,5	18654	Надання послуг будівельним організаціям і за заявками міста
12.	Закрите акціонерне товариство "Рембудтрест"	м. Дніпропетровськ, вул. Чкалова, 30	13,23	31906	Виконання будівельних робіт на господарсько-технічній основі і за заявками міськдержадміну
13.	Закрите акціонерне товариство "Рембуд"	м. Дніпропетровськ, пр. Калініна, 42	7,08	6758	Виконання будівельних робіт на господарсько-технічній основі і за заявками міськдержадміну. (Міською радою прийняте рішення про продаж акцій)

Метою створення господарських підприємств за участю міста може бути вирішенням питань задоволення соціальних потреб громадян, створення нових робочих місць, реконструкція об'єктів міста для якої не вистачає коштів у міському бюджеті, вирішення відповідно до діючого законодавства питань функціонування об'єкта і підприємств змішаної форми власності, до складу якої входять об'єкти комунальної власності.

Ініціатива створення господарських товариств, спільних підприємств за участю міста може виходити від господарюючих суб'єктів будь-якої форми, власності, що здійснюють свою діяльність в Україні, інших юридичних і фізичних осіб, депутатських комісій, відділів, управлінь і комітетів ради і виконкому. Пропозиції по створенню таких підприємств включно характеристику і план експлуатації об'єкта, що вноситься в статутний фонд, інформацію про суб'єкт (суб'єкти), які будуть входити до складу спільного господарського товариства, пропозиції по інвестиційних зобов'язаннях, проект установчих документів і іншу інформацію.

Розгляд пропозицій, їх експертиза містять розгляд юридичного, фінансового обґрунтування доцільності створення господарського товариства, спільного підприємства для міста. Проведення експертизи здійснюється на платній основі за рахунок осіб, що є ініціаторами створення товариства, за винятком соціально ватяних проектів, ініціатива створення яких належить міській Раді і фінансування яких здійснюється в основному за рахунок міського бюджету. У таких випадках відповідальними відділами, управліннями, замість експертизи, готується детальне обґрунтування. Для проведення експертизи можуть бути залучені фахівці з навчальних закладів, науковці з відповідних напрямків діяльності на умовах оплати. Плата за експертизу пропозицій устанавлюється Комітетом комунальної власності відповідно до витрат на її проведення, але не більше 3% від величини статутного фонду створюваного товариства.

Пропозиції і висновки експертів розглядаються мером міста, його заступниками, депутатською комісією з напрямків діяльності, Комітетом комунальної власності у випадку одержання позитивних відгуків на пропозиції, відповідно до діючого законодавства, готуються відповідні рішення.

Засновником і повноважним представником від міської Ради в складі господарського товариства, спільного підприємства, що

створюється при участі міської Ради, виступає Комітет комунальної власності міської Ради або спеціально створене для цього комунальне підприємство.

У Статутний фонд господарського товариства, спільного підприємства з боку міської Ради можуть вноситися (у тому числі в користування) будинки, об'єкти незавершеного будівництва, устаткування, цілісні майнові комплекси, інше нерухоме майно, фінансові й інші активи, власником яких виступає місто.

Установчі документи господарського товариства готуються стороною, що запропонувала створення, разом з Комітетом комунальної власності і подаються на реєстрацію у виконком міської Ради. В установчі документи вносяться позиції, що враховують вимоги міської Ради до створення таких товариств. При виникненні необхідності внесення змін в установчі документи, що стосуються формування і розміру статутного фонду, унаслідок чого зменшується розмір частки, що належить міській Раді, ці питання узгоджуються з мером міста або виносяться на обговорення Сесії міськради. Питання внесення змін в установчі документи, що не стосуються формування і розміру статутного фонду і спрямовані на підвищення ефективності роботи цих підприємств, розглядаються Комітетом комунальної власності.

Відповідно до Законів України "Про місцеве самоврядування в Україні", "Про господарські товариства" і рішень міської Ради засновником і повноважним представником міста в господарських товариствах і спільних підприємствах є Комітет комунальної власності або спеціально створене для цього комунальне підприємство. Представництво з боку міської Ради і її виконавчих органів при рішенні істотних питань життєдіяльності підприємств здійснюють, при відповідних дорученнях, депутати міської ради або мер.

Для вирішення питань функціонування господарських товариств, контролю їхньої діяльності або проведення перевірок міська Рада може створювати відповідні тимчасові комісії. До складу комісії включаються представники міської Ради, Комітету комунальної власності, управління міськвиконкому по відповідних напрямках діяльності, а також представники інших організацій. Комісії мають право:

- вимагати надання необхідних документів від цих підприємств Комітету комунальної власності, іншим організаціям;

- здійснювати перевірку виконання органами державної влади і виконкому рішень, що стосуються діяльності цих підприємств;
- готувати пропозиції міській Раді;
- давати рекомендації виконавчим органам цих підприємств і представникам міської Ради в них,
- готуються відповідні рішення міської Ради, виконкомів з відповідних питань.

За дорученням Міської Ради або відповідно до затвердженого плану роботи Комітет комунальної власності готує пропозиції для розгляду на загальних зборах акціонерів-співзасновників і вимагають прийняття відповідних рішень. Забезпечення поточної діяльності по керуванню акціями (частками) здійснюють відповідні відділи Комітету комунальної власності.

У разі ухвалення відповідного рішення міською Радою Комітет може провести конкурс по призначенню уповноваженої особи по керуванню комунальними корпоративними правами відповідно до діючого законодавства. До складу конкурсної комісії з призначення уповноваженої особи входять мер міста або його заступники, представники депутатської комісії з напрямку, Комітету комунальної власності, управління міськвиконкому й інші особи. Діяльність комісії регламентується окремими положеннями, що затверджує мер міста.

Уповноважена особа має право на управління визначеними в рішенні акціями (частками) з метою підвищення ефективності функціонування підприємств і відповідного виконання покладених на нього завдань. Уповноважена особа не має права продажу, міни, застави або відчуження цих акцій (часток). З уповноваженою особою, що виразно конкурсом, Комітет комунального майна укладає договір. Обов'язковими умовами договору є:

- предмет договору з указівкою точної кількості акцій і їх номінальної вартості (або номінальної вартості часток);
- вимоги міської Ради по керуванню акціями (частками) і функціонування цих підприємств;
- права та обов'язки сторін,
- умови щодо припинення дії договору;
- розмір і порядок виплати винагороди уповноваженій особі;
- відповідальність за невиконання або неналежні виконання умов договору;

- завдання уповноваженій особі по захисту інтересів міста в ході діяльності господарських товариств;
- порядок контролю і показники ефективності використанні майна господарських товариств.

**Завдання уповноваженій особі розробляє відповідне управління (відділ) міськвиконкому, при цьому завдання обов'язково передбачає здійснення уповноваженими особами загального контролю за:**

- ефективною експлуатацією і збереженням майна цих підприємств і комунального майна, що використовується або зберігається товариством;
- дотриманням Статуту товариства;
- діями Правління у сфері реалізації інвестиційної, технічної і цінової політики, збереження номенклатури товарів і послуг;
- створенням товариством дочірніх підприємств, філій і представництв;
- реорганізацією і ліквідацією товариства;
- здійсненням товариством емісій цінних паперів;
- укладанням товариством договорів застави й оренди майна;
- веденням реєстру акціонерів;
- дотриманням законодавства при проведенні загальних зборів акціонерів;
- складанням установчих договорів про створення інших господарських товариств, у т. ч. підприємств з іноземними інвестиціями;
- дотриманням антимонопольного законодавства виконавчим органом господарського товариства.

**Комітет комунальної власності міської Ради або уповноважена особа щорічно, а у разі відповідного доручення мера, щокварталу або щомісяця доповідає про стан справ.**

**Ліквідація, реорганізація господарчих товариств і спільних підприємств у статутному фонді яких є муніципальна власність.**

Прийняття рішень з цього питання належить до компетенції міської Ради. За наявності відповідних обставин мер міста, міська Рада приймають рішення про вихід міської Ради зі складу засновників цих підприємств і поверненню внеску міської Ради в міську комунальну власність.

Пропозиції щодо реорганізації цих товариств можуть виходити з боку інших співзасновників або відповідних управлінь, відділів міськвиконкому. Пропозиції включають інформацію про необхідну реструктуризацію, її фінансово – економічних і соціальних наслідків. При цьому особлива увага повинна приділятися можливій зміні форм використання міських комунальних об'єктів і пропозиціям щодо здійснення інвестиційних зобов'язань іншими співзасновниками.

Рішення щодо реорганізації і ліквідації приймаються відповідно до діючого законодавства. Передане містом товариству майно повертається в натуральній формі. В інших випадках, питання компенсації частки міста вирішуються відповідно до діючого законодавства.

### **Фінансові розрахунки.**

Внесення коштів у Статутні фонди акціонерних товариств відповідно з рішеннями, прийнятими міською Радою, здійснюється за рахунок бюджетних коштів фінансовим відділом міськвиконкому або Комітетом комунальної власності міської Ради за рахунок власних коштів.

Дивіденди на акції (частки), що належать місту, є власністю міста. Виплата дивідендів здійснюється в терміни, передбачені чинним законодавством і установчими документами цих товариств, але не пізніше 4-х місяців після затвердження загальними зборами результатів господарської діяльності за рік.

Оподаткування дивідендів на акції (частки), що належать місту в Статутних фондах підприємств, здійснюються відповідно до діючого законодавства України. Кошти, що залишилися після оподаткування, розподіляються таким чином:

50 % – у бюджет міста;

30 % – Комітету комунальної власності на покриття витрат, пов'язаних з виконанням відповідних функцій;

20 % – на матеріально-технічне забезпечення створення реєстру комунальної власності міста, створення і підтримку WWW – і сторінки міста в INTERNET.

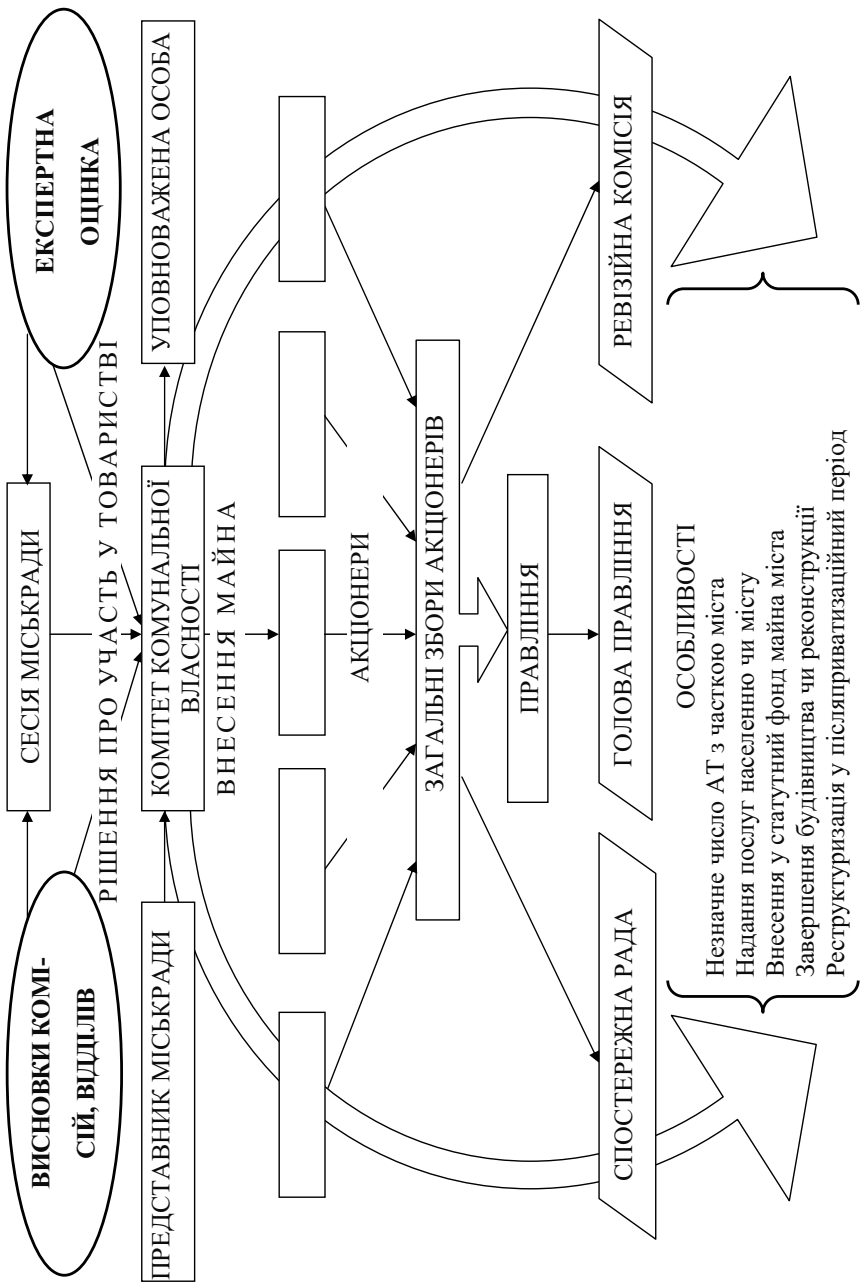
### **Пропозиції щодо організації роботи.**

Доцільним є створення комунального підприємства або відділу в Комітеті комунальної власності (надалі – холдинговій компанії), що зосередила б усі частки, акції міста в статутних капіталах господарських товариств.

Завданням цього підприємства (відділу) має бути: стати: власна економічна оцінка проектів, оцінка фінансового стану партнерів, оцінка споруджень, що будуть використовуватись при здійсненні проекту, шляхи реалізації, підготовка документів, установчих документів, а також підготовка проектів рішень, розпоряджень, контроль і аналіз поточної діяльності підприємств, експертна оцінка, підготовка рішень засновників. До перспективних завдань підприємства (відділу) можна віднести підготовку пропозицій спільної діяльності з іншими господарськими суб'єктами і пошук інвесторів для цих проектів.

З метою підвищення ефективності пошукової роботи у відділі може формуватися база даних по об'єктах приватизації і реєстр об'єктів комунальної власності, реєстр власників нерухомості (нежитлового фонду) за даними бюро технічної інвентаризації.





**Рис 4.1.** Особливості створення АТ з участю міста

## 4.2. Ефективність системи корпоративного управління на основі оцінки дивідендної політики

Основним фактором розвитку системи корпоративного управління в Україні була масова приватизація державних підприємств і їх реорганізація в акціонерні товариства. Одним з таких підприємств є відкрите акціонерне товариство АТВТ «Дніпропетровський стрілочний завод». Процес формування статутного капіталу й емісії акцій проводився в кілька етапів:

1 етап – перша емісія акцій, проведена в жовтні 1995 року. Кількість емітованих акцій – 125210 штук (прості іменні акції) номінальною вартістю 10.5 грн. Емісія акцій проводилася з метою викупу державного підприємства організацією орендарів разом з юридичними і фізичними особами. Для викупу використовувалися як кошти самого підприємства, що відраховуються з прибутку, так і кошти інших юридичних і фізичних осіб, а також приватизаційні майнові сертифікати. Статутний капітал складав 125210 шт. × 10.5 грн. = 1314705 грн.

2 етап – додаткова емісія акцій, що проводилася 12 січня 1998 року. Емітовано 41730 акцій (форма випуску не визначалася). У ході проведення другої емісії були залучені кошти фізичних осіб. Додаткова емісія не могла перевищувати однієї третини наявного статутного капіталу. Емісія проводилася з метою поповнення оборотних коштів підприємства. Загальна кількість акцій за підсумками двох емісій склала 166990 шт. Статутний капітал – 1752870 грн.

3 етап – друга додаткова емісія була оголошена в липні 1998 року в обсязі 8762 акції. За підсумками емісії зареєстрована загальна кількість акцій підприємства 254560 штук, статутний капітал склав 2672880 грн.

4 етап – загальними зборами акціонерів було прийняте рішення про зміну форми випуску акцій у документарну. Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку переоформила акції з депозитарної форми в документарну і дала згоду на випуск акціонерним товариством сертифікатів акцій у кількості 1421 шт.

Дивіденди – це платіж, що здійснюється юридичною особою на користь власників корпоративних прав у зв'язку з розподілом частини його прибутку.

До дивідендів не відносяться виплати юридичної особи, зв'язані зі зворотним викупом акцій, паїв, раніше емітованих юридичною особою.

Відповідно до пункту 23 частини другої статті 7 Закону України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" (448/96-ВР), Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку роз'яснює порядок застосування статті 9 Закону України "Про цінні папери і фондову біржу" (1201-12) і статей 10 і 41 Закону України "Про господарчі товариства" (1576-12) у частині регулювання порядку нарахування і виплати дивідендів по акціях.

1. Відповідно до пункту "д" частини 5 статті 41 Закону України "Про господарчі товариства" (1576-12) до виняткової компетенції загальних зборів акціонерів належить твердження порядку розподілу прибутку, термінів і порядку виплати частини прибутку (дивідендів). Питання про затвердження розміру дивідендів знаходиться у винятковій компетенції загальних зборів акціонерів.

**Виплата нарахованих дивідендів відповідно прийнятому рішенню є обов'язком виконавчого органа акціонерного товариства перед його акціонерами**

2. Відповідно до статті 9 Закону України "Про цінні папери і фондову біржу" (1201-12) дивіденди за акціями виплачуються один раз у рік за підсумками календарного року. Таким чином, загальні збори акціонерів не можуть прийняти рішення про виплати проміжних дивідендів за підсумками кварталу або півріччя. Виплата дивідендів акціонерам проводиться одноразово в повному обсязі в термін, установлений загальними зборами акціонерів.

3. Відповідно до пункту "б" частини 1 статті 10 Закону України "Про господарчі товариства" (1576-12) право на одержання дивідендів мають акціонери, що є власниками акцій на початок визначеного загальними зборами терміну виплати дивідендів. У зв'язку з цим акціонерне товариство повинне забезпечити здійснення на початок терміну виплати дивідендів:

- при документарній формі випуску іменних акцій реєстродержателів іменних акцій, складеному реєстратором (реєстродержателем) на дату обліку цього реєстру;
- при бездокументарній формі випуску акцій – зведеного облікового реєстру рахунків власників цінних паперів, складеного депозитарієм на дату, визначену договором на обслуговування

емісії цінних паперів, укладеним між акціонерним товариством і депозитарієм.

Виплата дивідендів здійснюється за зазначеним реєстром незалежно від можливого переходу права власності на акції протягом усього періоду виплати дивідендів. Акціонер, включений до зазначеного реєстру, має право одержати дивіденди незалежно від терміну, протягом якого він був власником акцій.

З набранням чинності нової редакції Закону про прибуток підприємству-емітентові надане право нараховувати і виплачувати дивіденди незалежно від того, була його діяльність протягом звітнього періоду (рік, квартал) прибутковою чи ні, при наявності інших власних джерел (п. п. 7.8.1 Закону "Про оподаткування прибутку підприємств" № 283/97-ВР від 22.05.97 м.), зі змінами і доповненнями.

Джерелом нарахування дивідендів є прибуток, що залишився в розпорядженні підприємства після оподаткування, або інших, передбачених установчими документами джерел, до яких відносяться, в першу чергу, рахунок № 44 "Нерозподілені прибутки (непокріті збитки)".

Сума дивідендів для підприємств із державною часткою в статутному капіталі визначається як результат від множення маси дивіденду на частину державного майна, переданого (внесеного) до Статутного капіталу.

Якщо акціонерне товариство засноване на загальнодержавній власності, то дивіденди вносяться в Держбюджет України, а дивіденди підприємств, заснованих на власності адміністративно-територіальних одиниць (комунальної власності), — до бюджетів місцевого самоврядування.

Розрахунок дивідендів здійснюється за формулою:

$$D = Пп - (Н + З + Р_k + I_\Phi), \text{ де}$$

$D$  — дивіденди, грн.,

$Пп$  — прибуток підприємства,

$Н$  — податки,

$З$  — витрати на утримання акціонерного товариства,

$Р_k$  — резервний капітал (не менше 25% Статутного капіталу АТ, щорічні відрахування від чистого прибутку, не менше 5%),

$I_\Phi$  — інвестиційний фонд на розвиток і розширення виробництва.

Дивідендна ставка ( $D_c$ ), %:

$$D_c = \frac{H_d}{Y_k} \times 100, \text{ де}$$

$H_d$  – податок на всю масу дивідендів,

$Y_k$  – статутний капітал.

Дивіденд акціонера (Так). грн:

Так =  $A_{nc} \times D_c \times K_a$ , де

$A_{nc}$  ~ номінальна вартість акції, грн.,

$K_a$  – кількість акцій, що належать акціонерів, шт.

Вартість акції після сплати дивідендів (Пекло) :

Пекло =  $D_c / 3\% \times A_{nc}$ , де

3% – позиковий відсоток (середній, котрий приймається біржами для оцінки вартості акцій).

Розрахунок дивідендної ставки здійснюється за формулою

$D_c = (M_{ди} - M_{ппа}) / (Y_{фк} - A_c)$ , де

$M_{ди}$  — маса дивідендів без податку,

$Y_{фк}$  – Статутний капітал на кінець фінансового року, за які платяться дивіденди,

$A_c$  – вартість акцій, викуплених АТ і не розміщених серед акціонерів.

Дивіденд конкретному акціонерів, нарахований за звітний період (Д), грн.:

$D = A_{nc} \times D_c \times K_d \times T_a / 100d$ , де

$T_a$  – термін володіння однією акцією протягом звітного періоду, дні;

$K_d$  — кількість днів у звітному періоді: у кварталі  $d = 90$ , у році  $d = 365$ .

Підприємство-емітент після ухвалення рішення щодо виплати дивідендів своїм засновникам зобов'язаний нарахувати й утримати податок на дивіденди в розмірі 30% від нарахованої суми за рахунок таких виплат незалежно від того, чи є воно платником податку на прибуток, чи ні. Зазначений податок вноситься в бюджет до або одночасно з виплатою дивідендів (п. п. 7.8.2 Закони про прибуток).

При сплаті дивідендів товарно-матеріальними цінностями податкові зобов'язання з ПДВ нараховуються в повному обсязі відповідно до ст. 4 Закону про ПДВ (п. 13.7 ст. 13 Закону про прибуток).

Сума доходів нерезидентів, отриманих у вигляді дивідендів, що нараховані на корпоративні права емітентів резидентами, обкладається податками за ставкою 30% від нарахованої суми за рахунок таких виплат.

Крім цього, резидент, що здійснює на користь нерезидента виплату дивідендів, зобов'язаний утримувати до або під час таких

виплат і додатково платити в бюджет податок на репатріацію доходів у розмірі 15% від суми доходів нерезидента за рахунок таких виплат, якщо інше не передбачена нормами міжнародних угод, що набрали чинності.

**Оподатковування дивідендів, що нараховуються і виплачуються підприємством-емітентом на користь фізичних осіб.** В оподатковуванні дивідендів прибутковим податком відбулися зміни. Так, до 01.01.98 р. відповідно до Декрету КМУ "Про прибутковий податок із громадян" № 13-92 від 26.12.92 р. сума дивідендів обкладалася податками прибутковим податком за ставкою 15% від нарахованої суми. З 01.01.98 р. Законом України № 129/98-ВР від 13.02.98 р. були внесені зміни в Декрет КМУ "Про прибутковий податок із громадян", відповідно до якого сума дивідендів не включається в сукупний оподатковуваний дохід і не підлягає оподатковуванню прибутковим податком із громадян (дивіденди не включаються у Фонд заробітної плати). Відрахування із суми дивідендів до Пенсійного фонду і Фонду сприяння зайнятості на випадок безробіття також не здійснюються. З урахуванням розглянутої методики нарахування дивідендів, застосовуване в розглянутому акціонерному товаристві, представляє аналіз оцінки ефективності дивідендної політики.

Ринкова ціна акції в 2002 році склала 13 гривень, коефіцієнт рентабельності (прибутковості) продажу ROS складає 1,66% , що вказує на ефективний оборот на фондовому ринку. Однак показник коефіцієнта прибутковості акціонерного капіталу ROE не задовольняє вимогам акціонерів, тому що складає лише 1,09%, у той час, коли рівень інфляції складає 6,1%. Розрахунок показника покриття дивіденду (dividend cover) показує можливість виплати дивідендів за рахунок отриманого прибутку, у нашому випадку покриття дивідендів складає 4,6 рази, що задовольняє вимоги виплати дивідендів. Розрахунок показника відсотка валового дивіденду дозволяє здійснити порівняння з дивідендами, що виплачувалися в минулі роки, а норма валового дивіденду забезпечує можливість порівняння дивідендних доходів на акції різних компаній. Основні показники фондового ринку наведені в таблиці 4.2.

Таблиця 4.2

## Основні показники фондового ринку ВАТ „ДНСЗ”

EPS – прибуток на акцію (earning per share)	$EPS = \frac{\text{чистий прибуток}}{\text{кількість акцій}} = \frac{1683000}{254560} = 6,6114 \text{ грн / акцію}$
Активи на акцію (Net asset backing)	$\frac{\text{власні кошти}}{\text{кількість акцій}} = \frac{154719620}{254560} = 607,8 \text{ грн / акцію}$
Ринкова капіталізація Market capitalization	$\text{кількість акцій} \times \text{курс акцій} = 254560 \text{шт} \times 13 \text{грн} = 3309280 \text{грн}$
Відношення ціни до прибутку Price to earnings(P/E)	$\frac{P}{E} = \frac{\text{ринкова ціна на акцію}}{\text{прибуток на акцію}} = \frac{13 \text{грн}}{6,6114 \text{грн / акцію}} = 1,97$
ROS – коефіцієнт рентабельності (прибутковості) продажів	$ROS = \frac{\text{чистий прибуток}}{\text{чистий об'єм продажу}} = \frac{1683000}{101314700} = 0,0166 \text{ або } 1,66\%$
ROE – коефіцієнт прибутковості акціонерного капіталу	$ROE = \frac{\text{чистий прибуток}}{\text{власні кошти}} = \frac{1683000}{154719620} = 0,0109 \text{ або } 1,09\%$
Норма валового дивіденду (Cross dividend yield)	$\frac{\text{Валовий дивіденд на акцію}}{\text{Ринкова ціна акції}} = \frac{1,43 \text{грн}}{13 \text{грн}} = 0,11 \text{ або } 11\%$
% валового дивіденду	$\frac{\text{Валовий дивіденд на акцію}}{\text{Номінальна вартість акції}} = \frac{1,43 \text{грн}}{10,5 \text{грн}} = 0,136$
Покриття дивіденду (dividend cover)	$\frac{\text{чистий прибуток}}{\text{виплачений валовий дивіденд}} = \frac{1683000}{364000} = 4,6 \text{ рази}$
Коефіцієнт співвідношення ринкової ціни акції і номінальної вартості акції	$\frac{\text{ринкова ціна на акцію}}{\text{номінальна ціна акції}} = \frac{13 \text{грн}}{10,5 \text{грн}} = 1,24$

При виборі тієї або іншої дивідендної політики підприємству необхідно врахувати внутрішні і зовнішні аспекти діяльності. Для цього доцільно проаналізувати фінансові показники роботи компанії. Основні показники фінансово-господарської діяльності ВАТ „днсз” відбиті в таблиці 4.3.

Таблиця 4.3

## Основні показники фінансово-господарської діяльності ВАТ „ДнСЗ”

<p>Коефіцієнт концентрації власного капіталу          Норма <math>K_{кв} \geq 0,5</math></p>	$K_{кв} = \frac{\text{власний капітал (}\Pi_1\text{)}}{\text{господарські кошти (A – підсумок)}} \quad K_{п} = \frac{92501,0}{118533} = 0,78$ $K_{к} = \frac{98754,1}{110655,5} = 0,8925$ <p><math>K_{п}, K_{к}</math> – на початок і на кінець року відповідно.          Коефіцієнт характеризує частку власників підприємства сумі коштів, авансованих у його діяльність (чим більше коефіцієнт, тим більше імовірність погашення боргу за рахунок власних коштів)</p>
<p>Коефіцієнт фінансової залежності</p>	$K_{фз} = \frac{1}{K_{кв}} \quad K_{кв} + K_{фз} = 1 \quad K_{п} = 1,28 \quad K_{к} = 1,12$ <p>(у кожній 1,12 грн. вкладень в активи підприємства 0,12 грн. позикових коштів)          Ріст цього показника в динаміці означає збільшення частки позикових коштів у фінансуванні підприємства. Якщо його значення дорівнює 1 (100%), то це означає, що власники цілком фінансують своє підприємство.</p>
<p>Коефіцієнт маневреності власного капіталу          Норма 0,4-0,6</p>	$K_{м} = \frac{\text{власні кошти (}A_{II}\text{)}}{\text{власний капітал (}\Pi_1\text{)}} \quad K_{п} = \frac{51407,2}{95501,0} = 0,56$ $K_{к} = \frac{45692,4}{98754,1} = 0,46$ <p>Коефіцієнт показує, яка частка власного капіталу використана для поточної діяльності, (яка частина вкладена в оборотні кошти, а яку – капіталізовано).</p>
<p>Коефіцієнт забезпечення оборотних коштів власними оборотними коштами          Норма <math>K_{заб. про. к. \min} = 0.1</math></p>	$K_{заб. об. к} = \frac{\text{власні оборотні кошти (}A_{II} - \Pi_{IV}\text{)}}{\text{сумарні оборотні кошти (}A_{II}\text{)}} \quad K_{п} = \frac{51407,2 - 25891,5}{51407,2} = 0,496$ $K_{к} = \frac{45692,4 - 10972,1}{45692,4} = 0,76$ <p>якщо <math>K_{заб. про. к. \min} &lt; 0.1</math>, то підприємство вважається неплатоспроможним</p>
<p>Коефіцієнт співвідношення необоротних і власних коштів          Норма 0,5-0,8</p>	$K = \frac{\text{необоротні кошти (}A_I\text{)}}{\text{власний капітал (}\Pi_1\text{)}} \quad K_{п} = \frac{67070,7}{92501,0} = 0,73 \quad K_{к} = \frac{64937,7}{98754,1} = 0,66$ <p>Коефіцієнт характеризує рівень забезпечення необоротних активів власними коштами.          Якщо <math>DO &lt; 0,5</math> – власний капітал направляється тільки на формування оборотних коштів          Якщо <math>DO &gt; 0,8</math> – збільшення залучених довгострокових коштів і кредитів для формування оборотних активів.</p>



Закінчення таблиці 4.3.

<p>Коефіцієнт загальної ліквідності (коефіцієнт покриття або поточної ліквідності) норма Кз. л.&gt;2</p>	$K_{з.л.} = \frac{\text{кошти + дебіторська заборгованість}(A_{II} + A_{III})}{\text{поточні зобов'язання}(П_{IV})}$ $K_n = \frac{51407.2 + 55.1}{25891.5} = 1.99$ $K_k = \frac{45629.4 + 25.4}{10972.1} = 4.2$ <p>Коефіцієнт дає загальну оцінку платоспроможності підприємства, він показує, скільки гривень поточних активів припадає на одну гривню поточних зобов'язань.</p>
<p>Коефіцієнт миттєвої ліквідності (коефіцієнт миттєвої оцінки) норма Кшв. л.&gt;0,5</p>	$K_{шв.л.} = \frac{\text{ліквідні активи}(A_{II} - p(100 - 140))}{\text{поточні зобов'язання}(П_{IV})}$ $K_n = \frac{51407.2 - 38144.4}{25891.5} = 0.51$ $K_k = \frac{45629.4 - 29540}{10972.1} = 1.47$
<p>Коефіцієнт абсолютної ліквідності Каб. л.&gt;0,25</p>	$K_{аб.л.} = \frac{\text{абсолютно ліквідні активи}(p(230 + 240))}{\text{поточні зобов'язання}(П_{IV})}$ $K_n = \frac{812.2 + 6.2}{25891.5} = 0.032$ $K_k = \frac{993.2 + 58.4}{10972.1} = 0.096$ <p>Коефіцієнт показує, яку частину короткострокових боргових зобов'язань можна погасити негайно.</p>
<p>Коефіцієнт співвідношення ліквідних і низьколіквідних активів Норма ДО≥1</p>	$K = \frac{\text{ліквідні активи}(p(260 + 270))}{\text{низьколіквідні активи}(p(080))}$ $K_n = \frac{51407.2 + 55.1}{67070.7} = 0.77$ $K_k = \frac{45629.4 + 25.4}{64937.7} = 0.7$
<p>Коефіцієнт стабільності економічного росту</p>	$K_{с.екз.} = \frac{\text{чистий прибуток - дивіденди}}{\text{власний капітал}} = \frac{1683 - 364}{98754.1} = 0,0134 \text{ або } 1,34\%$ <p>Коефіцієнт характеризує стабільність одержання прибутку, що призначений для створення і розвитку резервів (1,34% власного капіталу спрямовано на створення резервів).</p>
<p>Коефіцієнт співвідношення власних і позикових коштів Норма ДО≥0,5</p>	$K = \frac{\text{власний капітал - необоротні активи}(П_{II} - p(080))}{(\text{поточні + довгострокові})\text{зобов'язання}(П_{IV} + П_{III})}$ $K_n = \frac{92501 - 67070.7}{25891.5 + 140.5} = 0.98$ $K_k = \frac{98754.1 - 64937.7}{929.3 + 10972.1} = 2.84$

Отримані показники відповідають нормативам, що вказують на фінансову стабільність підприємства, а також на можливість виплати дивідендів.

Як видно з проведеного аналізу, здатність виплачувати дивіденди акціонерним товариством на сьогодні в Україні сприймається як реальне підтвердження його фінансової стабільності і платоспроможності. Така сформована для вітчизняних корпорацій модель дивідендної політики є основною і відповідає загальноприйнятій у світовій практиці моделі «синиця в руках». Оскільки рівень виплати дивідендів акціонерним товариством на українських підприємствах свідчить про якість менеджменту, конкурентоздатності і фінансової стабільності, можна вважати за доцільне у використанні існуючих методик оцінки рівня менеджменту на підприємстві ввести показники, що характеризують рівень дивідендних виплат.

Пропонована система показників менеджменту корпорації характеризує організаційні умови діяльності, у які поставлений менеджер для виконання професійних функцій і прояву практичних навичок керівництва, а також загальний рівень ефективності менеджменту. Даний аналіз доцільно здійснювати за підсумками звітного періоду за півроку, рік. До складу системи показників менеджменту корпорації рекомендується включити ряд показників, що характеризують організацію праці, його результативність, ефективність матеріального стимулювання.

При цьому аналіз рівня організації праці можна робити за такими показниками: прибуток на одну акцію, одержувану акціонерним товариством, активи акціонерного товариства в розрахунку на одну акцію, ринкова капіталізація, коефіцієнт покриття по привілейованих акціях, співвідношення керівників і фахівців у корпорації, інформатизація праці, дублювання функцій управління, співвідношення фактичних і діючих норм трудомісткості, рівень функціонального поділу праці, організація робочих місць керівників і фахівців (таблиця 4.4).

При аналізі ефективності матеріального стимулювання доцільно особливу увагу приділяти таким показникам, як: відношення прибутку і заробітної плати управлінського персоналу у звітному і базовому періоді, використання фонду оплати праці, відповідність рівня оплати праці управлінського персоналу прожитковому мінімуму, а результативності праці – якості виконання управлінських функцій та їх оперативності. Слід зазначити, що показник відно-

шення прибутку і заробітної плати управлінського персоналу у звітному і базовому періодах характеризує також і результативність праці управлінського персоналу. Склад показників, наведений у таблиці, не є безперечним фактом, він може бути змінений з урахуванням вимог керівників вищого ешелону підприємств.

Оцінку й аналіз рівня менеджменту корпорації з урахуванням дивідендної політики доцільно здійснювати на промислових підприємствах корпоративного типу, в об'єднаннях промисловості, а при наявності резервів розвитку показників робити аналіз також по підрозділах корпорації. При цьому можна доповнювати пропоновану систему такими показниками, як: показники, що характеризують результативність роботи персоналу підрозділу, наприклад, рівень виконання планових показників роботи підрозділу.

За підсумками аналізу рівня менеджменту організації приймається рішення про удосконалення управлінської структури підприємства, зміну дивідендної політики підприємства, за необхідності, про скликання позачергових зборів акціонерів, про поліпшення організації і матеріального стимулювання по кожному з напрямків оцінки.

Результати аналізу заносяться у відомість, на додаток якої рекомендується розробити план заходів щодо підвищення ефективності функціонування організації.

Таблиця 4.4.

## Показники оцінки організації й оплати праці управлінського персоналу

Показники	Найменування показників	Формули	Умовні позначення
П1	Відношення прибутку на акцію у звітному і базовому періодах	$\frac{ПЗ_0}{ПЗ_6}$	<i>EPSo</i> – прибуток на акцію у звітному періоді; <i>EP\$6</i> – прибуток на акцію в базовому періоді;
П2	Відношення активів на акцію у звітному і базовому періодах	$\frac{\Phi_{\phi}}{\Phi_{нп}}$	<i>NAV</i> – активи на акцію у звітному періоді; <i>NAV</i> – активи на акцію в базовому періоді;
П3	Відношення ринкової капіталізації звітного і базового періодів	$\frac{3П_{cp}}{П_{н}}$	<i>МК</i> – ринкова капіталізація у звітному періоді; <i>МК</i> – ринкова капіталізація в базовому періоді.
П4	Коефіцієнт покриття дивідендів по привілейованих акціях	$\frac{Ч_{\phi}}{Ч_{н}}$	НП – сума чистого прибутку корпорації у звітному періоді; ДПр – сума дивідендів, передбачена до виплати по привілейованих акціях у звітному періоді;
П5	Співвідношення керівників і фахівців	$\frac{K_{c,\phi}}{K_{c,n}}$	<i>Кс. ф.</i> – коефіцієнт відповідності фактичний; <i>Кс. н.</i> – коефіцієнт відповідності нормативний;
П6	Інформатизація праці	$\frac{И_{н}}{И_{н}}$	<i>Ип</i> – інформація, отримана фахівцями в процесі виконання роботи; <i>Ин</i> – необхідна кількість інформації для виконання даних робіт;

Закінчення таблиці 4.4.

П7	Дублювання функцій управління	$\frac{K_{p,3}}{K_0}$	Кр. з.- кількість робіт, закріплених або виконуваних декількома підрозділами До-загальна кількість виконуваних робіт відповідно до затвердженого плану;
П8	Співвідношення фактичної і нормативної трудомісткості управлінських робіт	$\frac{T_{\phi}}{T_n}$	Тф- фактична трудомісткість управлінських робіт; Тн- нормативна трудомісткість управлінських робіт;
П9	Рівень функціонального поділу праці	$\frac{B_{n,n.}}{B_{\phi}}$	Вн. п. – витрати часу на виконання робіт керівниками і фахівцями невластивих і непередбачених посадовими і функціональними обов'язками; Вф- фактичний фонд робочого часу;
П10	Організація робочих місць керівників, фахівців	$\frac{K_m}{K_0}$	Кт- кількість робочих місць, що відповідають сучасним вимогам до організації робочих місць керівників; До- загальна кількість робочих місць у підрозділі, на підприємстві;
П11	Якість виконання управлінських функцій	$\frac{K_{p,0}}{K_{p,6}}$	Кр. о.- кількість робіт, виконаних з помилками; Кр. в.- загальна кількість виконаних робіт;
П12	Оперативність виконання управлінських функцій	$\frac{K_{rc}}{K_0}$	Кр. с.- кількість робіт виконаних у термін або достроково; До – загальна кількість робіт;

Таблиця 4.5.

**Відомість підсумків оцінки рівня менеджменту з обліком дивідендної політики**

<b>Показники</b>	<b>Найменування показників</b>	<b>Критерій</b>	<b>Підсумки аналізу</b>
П1	Відношення прибутку на акцію у звітному і базовому періодах	П1>1	Задовольняє вимогам при стратегії дивідендної політики «синиця в руках»
П2	Відношення активів на акцію у звітному і базовому періодах	П2>1	Задовольняє вимогам при росту показника
П3	Відношення ринкової капіталізації звітного і базового періодів	П3>1	Задовольняє вимогам при росту курсової вартості акцій
П4	Коефіцієнт покриття дивідендів по привілейованих акціях	П4=1	Задовольняє вимогам у випадку проведення дивідендної політики «мінімізації податків»
П5	Співвідношення керівників і фахівців	П5=1	Задовольняє або не задовольняє існуючим вимогам
П6	Інформатизація праці	П6=1	Задовольняє або не задовольняє існуючим вимогам
П7	Дублювання функцій управління	П7=0	Задовольняє або не задовольняє існуючим вимогам
П8	Співвідношення фактичної і нормативної трудомісткості управлінських робіт	П8=1	Задовольняє або не задовольняє існуючим вимогам
П9	Рівень функціонального поділу праці	П9=0	Задовольняє або не задовольняє існуючим вимогам
П10	Організація робочих місць керівників, фахівців	П10=1	Задовольняє або не задовольняє існуючим вимогам
П11	Якість виконання управлінських функцій	П11=0	Задовольняє або не задовольняє існуючим вимогам
П12	Оперативність виконання управлінських функцій	П12=1	Задовольняє або не задовольняє існуючим вимогам

Отже, у число показників оцінки менеджменту корпорації включені як показники, що характеризують стан дивідендних виплат (базою яких є фінансовий стан підприємства, а ухвалення безпосереднього рішення про виплати виробляється вищим органом управління відповідно до прийнятого в корпорації дивідендною політикою, формованою, у свою чергу, інтересами найбільших акціонерів фірми), так і традиційні показники кадрового менеджменту і менеджменту персоналу, що дозволяє робити висновок про ефективність організації діяльності виконавчих органів управління. Застосування і розвиток такої системи оцінки дозволить в остаточному підсумку підвищити конкурентоздатність підприємства.

### **4.3. Оцінка якості корпоративного управління**

Якість корпоративного управління – один з найважливіших аспектів при виборі об'єктів інвестування.

Українська практика корпоративного керування формувалася під впливом ряду негативних факторів, зокрема:

- низький рівень «прозорості» українських підприємств і українського ринку;
- недостатність законодавчого регулювання;
- незадовільна система правозастосування в Україні, у тому числі неефективна робота багатьох судів;
- специфічні спонукальні мотиви діяльності російських менеджерів і великих акціонерів, що складаються не в збільшенні капіталізації або прибутку компанії, а в боротьбі за контроль над керуванням акціонерним товариством або за висновок фінансових потоків;
- низька ліквідність більшості цінних паперів українських компаній.

**Фундаментальною проблемою корпоративного керування в Україні є те, що інсайдери (контролюючі акціонери і менеджмент) завдають шкоди міноритарним акціонерам, аж до позбавлення прав власності, шляхом:**

- трансферного ціноутворення;
- використання активів;

- розмивання капіталу;
- реструктуризації / злиттів;
- неналежного розкриття інформації (відсутності прозорості).

У більшості своїх досліджень інвестиційні аналітики не приділяють належної уваги оцінці ризиків корпоративного керування.

Корпоративне управління можна описати як вибраний тією чи іншою компанією спосіб самоврядування, що забезпечує справедливий і рівноправний розподіл результатів діяльності між всіма акціонерами, а також іншими "фінансово зацікавленими особами", тобто кредиторами. Поняття корпоративного управління охоплює, у першу чергу, комплекс правил і стимулів, за допомогою яких акціонери здійснюють контроль над керівництвом компанії і вплив на менеджмент з метою максимізації прибутку і вартості компанії.

Результативне корпоративне управління є важливим елементом ефективної ринкової економіки. Акціонери й інші фінансово зацікавлені особи повинні мати доступ до відповідної інформації і можливість здійснювати контроль і вплив стосовно керівництва з метою забезпечення використання активів компанії в інтересах усіх цих осіб. Контроль здійснюється за допомогою як внутрішніх процедур управління, так і зовнішніх правових і регулюючих механізмів. Можливість здійснення такого контролю важлива як в економічно розвинених країнах, так і в країнах з економікою, що розвивається.

У багатьох країнах низький рівень практики корпоративного управління впливає на ефективність інвестицій, а також сприяє виникненню більш великих проблем системного характеру на національному і регіональному рівнях. Необхідність упровадження норм корпоративного управління і забезпечення більшої прозорості знаходить усе більш широке визнання на ринках, що розвиваються.

Єдиної моделі корпоративного управління у всіх країнах немає. У той же час існують визначені стандарти, застосовувані у різних правових, політичних і економічних контекстах. На основі цих стандартів рейтингові агентства, консультаційні фірми, дослідницькі центри розробляють інформаційно-аналітичні продукти, тією чи іншою мірою характеризують якість корпоративного управління як в окремих компаніях, так і в країні в цілому.

На сьогодні у світі існує безліч індикаторів, що характеризують якість корпоративного управління. До них відносяться рейтинги Standard&Poof's, Інституту корпоративного права і управління



РФ, Brunswick UBS Warburg, Російського інституту директорів і рейтингового агентства «Експерт-ра». Ціль рейтингу корпоративного управління полягає в порівняльному аналізі поточних стандартів управління щодо існуючих еталонних моделей, насамперед, моделі корпоративного управління ОЕСР (розроблена в 1999 році).

**Рейтинг корпоративного управління (РКУ)** і супутній йому аналіз дозволяють даній компанії диференціюватися від інших емітентів цінних паперів у конкурентному ринковому середовищі. Рейтинг корпоративного управління передбачає проведення аналізу по двох напрямках.

Корпоративне управління в компанії: аналіз ефективності взаємодії між керівництвом, радою директорів і акціонерами компанії й іншими особами, що мають у ній фінансовий інтерес. Головним об'єктом вивчення є внутрішня структура і методи корпоративного управління. Основна увага приділяється тому, що робиться тією чи іншою компанією і як це співвідноситься з кращими зразками світової практики, а не тому, наскільки виконуються мінімальні вимоги місцевого законодавства і регулюючих принципів.

Корпоративне управління в країні: аналіз ефективності правової, регулюючої й інформаційної інфраструктури. Об'єктом вивчення є ступінь можливого впливу зовнішніх факторів макроекономічного рівня на якість корпоративного управління в тій чи іншій компанії.

**Рейтинг корпоративного управління S&P** є класичною рейтинговою оцінкою і відбиває думку агентства про практику і принципи корпоративного управління. Для отримання рейтингу корпоративного управління компанія, що рейтингується, відповідає приблизно на 100 запитань анкети. Отримана інформація обробляється і переводиться в числову форму за допомогою розроблених S&P правил присвоєння рейтингів. Підсумковий рейтинг S&P привласнюється компанії рейтинговим комітетом у результаті голосування за спеціально розробленою шкалою.

Бали привласнюються кожній з чотирьох головних компонентів методики рейтингу: структура власності, відносини з фінансово зацікавленими особами, фінансова прозорість і розкриття інформації, структура і методи роботи ради директорів і керівництва компанії.

До переваг рейтингу S&P можна віднести наступне: претендує на універсальність, може бути використаний для оцінки рівня кор-

поративного управління в країні, використовується як об'єктивна фінансово-економічна інформація, так і суб'єктивні оцінки.

Недоліками РКУ S&P вважають: не проводить аудиту чи незалежної перевірки інформації у зв'язку з присвоєнням рейтингу, може використовувати відомості, що не є публічними, методика складена відповідно до принципів корпоративного управління ОЕСР та недостатньо адекватно враховує практику бізнесу в країнах з перехідною економікою; це комерційний продукт на договірній основі.

Отже, при формуванні методики українського індексу РКУ, S&P доцільно використовувати як загальну методологію. Конкретний перелік показників і питань може бути сформований виходячи з особливостей практики корпоративного управління в Україні і відповідності національним стандартам, зокрема затвердженим Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку Принципам корпоративного управління.

### **Рейтинг корпоративного управління Інституту корпоративного права і управління Російської Федерації (CORE-рейтинг)**

**Завдання Інституту** – допомогти інвесторам знайти щонайкраще керовані компанії за допомогою:

- заглибленого юридичного аналізу документів компанії (статуту, протоколів зборів акціонерів, засідань ради директорів і інших внутрішніх документів);
- оцінки інформаційної прозорості компаній;
- оцінки ризиків корпоративного керування на підставі аналізу документів компанії й інформації, що підлягає розкриттю; фінансової документації й аудиторських висновків; інформації про істотні корпоративні події;
- оцінки процесу регулювання, включаючи можливості захисту прав інвесторів у суді.

Досвід роботи інвесторів в Україні показав, що для успішної діяльності необхідний більш ретельний порівняно з іншими країнами аналіз корпоративного керування російських компаній. Оскільки не всі інвестори мають таку можливість, виникла необхідність створення показника, що відбиває стан корпоративного керування в окремо взятій компанії.

Таким показником є рейтинг якості корпоративного управління (CORE-рейтинг), це розкриває специфічні ризики, зв'язані з ін-

вестуванням у російські підприємства. Крім загального рейтингу складаються субрейтинги по різних аспектах корпоративного керування. У рамках проведення рейтингового дослідження фахівці Інституту готують огляди практики корпоративного керування компаній, включених у рейтинг.

Якість корпоративного керування компаній оцінюється за оригінальною методикою, що дозволяє одержати об'єктивну оцінку їхньої практики корпоративного керування. Розробка методики проводилася фахівцями Інституту під контролем і при особистій участі членів Blue Ribbon Panel – Експертної ради Інституту, у який входять визнані західні і російські фахівці у сфері корпоративного керування, глави найбільших інвестиційних фондів, експерти Всесвітнього банку, Міжнародної фінансової корпорації, Європейсько-го банку реконструкції і розвитку й ін.

**В основу методики покладені такі принципи:**

**(1) Незалежність:** Інститут проводить оцінку за своєю ініціативою, поза залежністю від бажання або прямого замовлення оцінюваної компанії; компанії не оплачують підготовки рейтингу;

**(2) Об'єктивність:** методика розрахунку рейтингу мінімізує суб'єктивність. Експерт висловлює не власну думку щодо розглянутого питання, а констатує наявність або відсутність визначеного факту;

**(3) Використання інформації, доступної звичайному міноритарному акціонеру:** Інститут володіє мінімальними пакетами акцій усіх компаній, що входять у рейтинг, і використовує для аналізу тільки інформацію, доступну звичайному міноритарному акціонеру.

При розрахунку рейтингу корпоративного керування використовуються **2 групи вихідних даних:**

- інформація, що розкривається в обов'язковому порядку, інша додатково привселюдно розкрита компанією; інформація, що розкривається регулювальними органами. Акціонер, діючи законним шляхом, має можливість приймати рішення тільки на основі інформації, привселюдно розкритої компанією, або на інших загальнодоступних матеріалах (преса, огляди аналітиків ринку й ін.). Виходячи з цього при розрахунку рейтингу не використовується закрита для інвесторів інформація;
- відповіді компанії на письмові запити і телефонні дзвінки від імені Інституту як акціонера. Практика показала, що акціоне-

ри, які володіють невеликими пакетами акцій, намагаючись одержати інформацію про компанії, зіштовхуються з реальними проблемами, вирішення яких зв'язане з тимчасовими і матеріальними витратами. Для того щоб оцінити реальне становище, що склалося в компанії до акціонерів, Інститут, сам будучи акціонером, направляє в компанію різні запити і веде відповідний моніторинг.

Компанії оцінюються по 6 параметрах, що відбивають різні аспекти корпоративного керування:

- **Розкриття інформації** (терміни розкриття і повнота документів, що розкриваються привселюдно і за запитом акціонерів і т. п.)
- **Структура акціонерного капіталу** (контролюючі групи, зрозумілість структури власності і т. п.)
- **Структура Ради директорів і Виконавчих органів керування** (афілірованість, винагороди, протоколи засідань і т. п.)
- **Основні права акціонерів** (право на участь у керуванні компанією, право на одержання дивідендів і т. п.)
- **Відсутність ризиків** (висновок активів, трансферні ціни, розмивання акціонерного капіталу і т. п.)
- **Історія корпоративного управління** (факти порушень прав акціонерів у минулому, проблеми з регулювальними органами, стандарти фінансової звітності, аудиторські висновки і т. п.).

Методика Інституту дозволяє побачити реальний стан справ у сфері корпоративного керування в компанії, а також виявити проблеми, з якими можуть зіштовхнутися інвестори.

Оцінка якості корпоративного керування компаній виробляється щокварталу. Компанії, включені в рейтинг, належать до основних галузей економіки й охоплюють більше 90 % капіталізації російського ринку.

### **Інвестори**

CORE-рейтинг потрібний інвесторам з кількох причин:

- для порівняння ризиків корпоративного керування серед російських компаній;
- для визначення компаній із прийнятними стандартами корпоративного керування .

Інвестори одержують продукт, що представляє собою компетентний висновок про корпоративне керування компаній, на підставі якого вони зможуть приймати зважені й обґрунтовані інвес-

тиційні рішення, а також оцінювати свої нефінансові ризики, пов'язані з корпоративним керуванням.

### **Підприємства-емітенти**

Для **емітентів** рейтинг є показником, використовуючи який керівники компаній можуть оцінити сформовану практику корпоративного керування і виробити шляхи її удосконалення, оскільки належне корпоративне керування є важливою умовою залучення інвестицій.

CORE-рейтинг являє собою індивідуальний числовий показник, що дозволяє оцінити сукупність відносин (зв'язків), що склалися між акціонерами, членами ради директорів і правлінням компанії, між різними групами акціонерів, а також між усіма зацікавленими особами в процесі управління компанією. Його метою є виявлення специфічних ризиків корпоративного управління, зв'язаних з інвестуванням у російські підприємства. Основними споживачами рейтингу є інвестори і самі компанії. Рейтинг створювався як дистанційний і розраховується незалежно від бажання емітентів.

Процедура присвоєння оцінки полягає в наступному – інститут, як міноритарний акціонер, що володіє мінімальними пакетами акцій усіх компаній, що входять у рейтинг, складає запит для компанії й одержує від неї первинну інформацію. При розрахунку CORE-рейтингу використовуються 2 групи вихідних даних: інформація, яку компанія розкриває привселюдно, і додаткова інформація, яку вона добровільно надає акціонерам; відповіді компанії на письмові запити і телефонні дзвінки від імені Інституту як міноритарного акціонера.

Переваги CORE-рейтингу: базуються на використанні принципів ОЕСР, однак враховує специфічні риси бізнесу країни; процедура його присвоєння; враховує якість аудиторських висновків.

Серед недоліків можна згадати: компанії розпізнають запити Інституту як міноритарного акціонера, тому реакція не може бути об'єктивним показником; неочевидний принцип добору учасників; опір робиться більше на відповіді респондентів, ніж на об'єктивні показники.

При формуванні методики українського індексу параметри CORE-рейтингу можна взяти за основу. Удосконалення вимагають процедури дослідження і репрезентативність вибірки учасників опитування й аналізу.

**РКУ інвестиційного банку Brunswick UBS Warburg**

Рейтинг Brunswick UBS Warburg призначався для портфельних інвесторів та носить дистанційний характер. При його виставлянні Brunswick UBS Warburg використовує винятково публічну інформацію. Оцінки, що привласнюються, не узгоджуються з компаніями. Результати рейтингу публікуються кожні півроку в аналітичних звітах банку. Присвоєння рейтингу, відповідно до методики Brunswick UBS Warburg, ґрунтується на аналізі реально існуючих і потенційно можливих ризиків корпоративного управління в досліджуваній компанії.

Діяльність компаній оцінюється по категоріях ризиків шляхом нарахування штрафних балів – чим вище значення, тим більші ризики Brunswick UBS Warburg зв'язує з даною компанією. Ризики корпоративного управління Brunswick UBS Warburg підрозділяє на вісім основних категорій і двадцять підкатегорій. Кожній категорії відповідає чітко визначений коефіцієнт і вказівки щодо його застосування. До категорій ризиків відносяться: непрозорість, розмивання акціонерного капіталу, злиття/реструктуризація, банкрутство, обмеження на покупку і володіння акціями, ініціативи у сфері корпоративного управління, ведення реєстрів.

Перевагами цього рейтингу є такі фактори: рейтинг дозволяє проводити порівняльний аналіз компаній і визначати ступінь ризикованості вкладення в активи компаній; він в більшій мірі, ніж інші рейтингові продукти, відбиває специфічні ризики перехідної моделі корпоративного управління; рейтинг заснований на більш об'єктивній інформації; методика складання рейтингу не є конфіденційною (на відміну від S&P) та публікується у звітах банку.

Щодо недоліків рейтингу Brunswick UBS Warburg: його не можна вважати класичним, бо привласнюється одним з учасників ринку; оцінки залишаються дистанційними і виставляються на основі публічної інформації (не збігається з реальністю у країнах з перехідною економікою).

Для створення методики розрахунку українського РКУ можна використовувати лише окремі принципи розрахунку. У цілому рейтинг навряд чи може бути узятий за основу.

Щойно було наведене порівняння найвідоміших світових РКУ, названих ще й з урахуванням регіональної ознаки, що особливо важливо для українського питання у сфері РКУ. На завершення загальної теорії вважаю за потрібне додати стислий перелік менш відомих, проте відчутно важливих РКУ:

**Коефіцієнт корпоративного управління (CGQ).** відрізняється від інших тим, що враховує не тільки структуру корпоративного управління компанії, але і її становище на ринку. CGQ базується на оцінці 61 фактора, розділених на 8 груп (склад і структура керівних органів, питання, пов'язані з аудитом, статут і внутрішні нормативні документи, виконання законодавства про акціонерні товариства, компенсації членам виконавчих органів управління, кваліфікаційні вимоги, власність керівників і службовців компанії, освіта керівників).

Для розрахунку українського РКУ інтерес може представляти сам процес присвоєння рейтингу («увести дані – одержи рейтинг»), а також деякі фактори, що раніше не зустрічалися (наприклад, вимоги до кваліфікації керівників компанії).

**Провідні індикатори корпоративного управління.** Дані індикатори (Leading Corporate Governance Indicators) застосовуються для оцінки стану корпоративного управління в окремих країнах. При цьому оцінюються такі фактори, як структура ради директорів (спостережної ради), право голосування, прозорість, захист прав власності. Особливістю рейтингу є той факт, що дослідження робиться тільки для вузького кола країн.

**Індекс ризику корпоративного управління CGR.** РКУ розраховується за методикою Кричтон-Міллера і Нормана. Індекс застосовується для оцінки ризику втрат інвесторів від поганого корпоративного управління в окремих країнах, переважно з перехідною економікою. Методика Кричтон-Міллера й Уормана заснована на опитуваннях менеджерів акціонерних компаній. Питання поділяються на чотири групи: оцінка діючого законодавства про акціонерні товариства, оцінка правових процесів, оцінка регуляторного режиму, оцінка "етичного покриття".

Кричтон-Міллер і Уорман уперше розрахували індекс CGR у 1999 році для Росії (CGR – 4) і Польщі (CGR – 16). У 2000 році – для Чеської Республіки (CGR – 11), а в 2002 році – для Польщі (CGR – 14,1).

**Рейтинг корпоративного управління журналу Euromoney.** Рейтинг корпоративного управління журналу Euromoney – список компаній ринків, що формуються, (emerging markets), ранжованих за інтегральним показником. Рейтинг виставляється дистанційно, у ньому можуть взяти участь російські компанії, що входять у число 650 найбільших по капіталізації.

Основні компоненти методики наступні: прозорість структури власності компанії, фінансова прозорість, структура ради директорів і процес прийняття ними рішення, взаємини з акціонерами, збалансованість інтересів менеджменту компанії з інтересами акціонерів.

За даними на липень 2002 року в дослідженні журналу Euromoney взяли участь 214 компаній, у список з корпоративного управління потрапили 183, з них 8 учасників рейтингу – російські підприємства.

Крім вищезазначених РКУ, загальний інтерес та безпосередню користь для України можуть становити наступні індикатори корпоративного управління:

- 1) CARE-rating від CREDIT ANALYSIS & RESEARCH LIMITED, Індія;
- 2) ICRA-rating від ICRA Rating Services, Індія;
- 3) TRIS-rating від Thai Rating and Information Services Co., Ltd., Таїланд;

Багато в чому вони повторюють попередні методики, однак включають такі фактори як фінансові показники компанії.

Вирішити проблеми інформування про стан корпоративного управління в країні можливо лише шляхом розробки інтегрованого комплексного показника рівня корпоративного управління – індексу корпоративного управління (ІКУ).

**В основу розробки та використання індексу корпоративного управління мають бути покладені наступні ключові принципи:**

- Наукової обґрунтованості індексу.
- Прозорості методики обчислення індексу.
- Максимальної формалізації показників, які враховуються при обчисленні індексу та порядку визначення їх кількісного значення при оцінці.
- Використання лише відкритої та доступної офіційної інформації для оцінки кожного показника, який входить до складу індексу
- Періодичності обчислення індексу
- Гнучкості використання індексу за рахунок його внутрішнього структурування.

Такий підхід до побудови показника рівня корпоративного управління є унікальним для країн СНД за рахунок комплексного



підходу та інтегрованості окремих складників індексу до одного показника. Дотримання вищезазначених принципів побудови та обчислення забезпечує досягнення найважливішого параметра а саме об'єктивності індексу.

Досягається завдяки застосуванню науково обґрунтованих підходів до побудови індексу та достовірної статистичної та фактологічної інформації для його обчислення. Зокрема, задовольняються й наступні мови індексу: реплікативність забезпечується сумісністю та відносною самостійністю складників інтегрального показника, що дозволяє отримувати репрезентативні результати як інтегрального значення, так і у розрізі окремих показників; можливість використання складників індексу для моніторингу стану корпоративного управління як на загальнодержавному рівні, так і в окремих корпораціях.

Головним призначенням індексу корпоративного управління є інформування органів державної влади та управління, учасників корпоративних відносин, потенційних вітчизняних та іноземних інвесторів, широких кіл громадськості про стан корпоративного управління в країні (корпоративний клімат) шляхом обчислення інтегрального комплексного показника якості корпоративного управління для макро- та мікрорівнів національної економіки.

Для України запропонована така форма складників загального індексу корпоративного управління (CGI):

- індекс рівня розвитку корпоративного права в країні (CGI-1)
- індекс рівня регуляторного впливу уповноважених органів влади на процес корпоративного управління в країні (CGI-2)
- індекс рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах (CGI-3)

Тепер кожен із складників буде більш детально розкритий з метою усвідомлення його ролі в інтегрованому індексі.

Основним завданням індексу **CGI-1** є визначення ступеня відповідності принципам корпоративного управління ОЕСР діючих в країні актів законодавства (законів та підзаконних актів органів влади), які стосуються питань корпоративного управління (визначення рівня корпоративного права в країні). Індекс рівня розвитку корпоративного права в країні (CGI-1) може бути використаний як самостійний показник у процесі оцінки розвитку правового забезпечення корпоративного управління в країні.

Основним завданням індексу **CGI-2** є оцінка ступеня та якості регуляторного впливу на ключові процеси корпоративного управління, визначені в індексі (CGI-1), з боку уповноважених органів державної влади (наявність, достатність, концентрація/розпорошення повноважень органів влади у сфері регулювання корпоративних відносин). Індекс рівня регуляторного впливу уповноважених органів влади на процес корпоративного управління в країні (CGI-2) може бути використаний як самостійний показник в процесі оцінки розвитку державного регулювання корпоративного управління в країні.

Основним завданням індексу **CGI-3** є оцінка на рівні корпорації ступеня та якості розвитку рівня корпоративного управління і корпоративної культури за ключовими ознаками, визначеними в індексі (CGI-1), здатності корпорації самостійно вирішувати спірні (конфліктні питання) у сфері корпоративного управління, а також впливу рівня корпоративного управління на розвиток корпоративних фінансів цього підприємства та, відповідно, економічні інтереси учасників корпоративного управління (в першу чергу інвесторів).

Показники, які запропоновано до складу індексу CGI-3, можна розділити на три групи: які відображають практику застосування принципів ОЕСР на даному підприємстві (за напрямками, визначеними в індексі CGI-1); показники, які відображають здатність корпорації дотримуватися корпоративного законодавства та вирішувати корпоративні конфлікти самостійно; які відображають вплив практики корпоративного управління підприємства на результати його господарської діяльності (корпоративні фінанси).

Індекс рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах (CGI-3) може бути використано як самостійний показник для оцінки рівня корпоративного управління на конкретному підприємстві, а також як середній показник рівня корпоративного управління групи (або певної категорії) підприємств у цілому.

Відповідно до принципів, покладених в основу розробки методики обчислення CGI, джерелами інформації можуть виступати лише загальнодоступні та оприлюднені документи, факти та цифри.

Для оцінки показників індексу рівня розвитку корпоративного права в країні (CGI-1) та індексу рівня регуляторного впливу уповноважених органів влади на процес корпоративного управління в країні (CGI-2) використовуватимуться лише офіційно оприлюднені

на дату розрахунку індексу тексти законодавчих та нормативних актів з питань корпоративного управління та державного регулювання цих відносин.

Для оцінки показників індексу рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах (CGI-3) використовуватимуться лише зареєстровані на дату оцінки редакції статутних документів та чинні редакції, затверджених у встановленому порядку, внутрішніх документів товариства з питань корпоративного управління, а також інформація офіційно оприлюднена корпорацією відповідно до чинного законодавства України (регулярна та особлива інформація, фінансова звітність, оприлюднені в офіційних засобах масової інформації), котирування цінних паперів корпорації, оприлюднене біржею (торгівельною системою), публічна інформація про накладання санкцій по результатах виявлених порушень законодавства у сфері корпоративного управління тощо.

Запропонований інтегральний індекс корпоративного управління (CGI) може бути безпосередньо використано для оцінки поточного рівня корпоративного управління в країні та динаміки розвитку корпоративних відносин за обстежувані періоди. При цьому динамічна оцінка може проводитися як по всіх рівнях корпоративного управління, так і за окремими складниками інтегрального індексу, а також по окремих показниках, які входять до складу цих індексів.

Серед додаткових можливостей застосування індексу слід зазначити й ті можливості, що відкриваються у майбутньому:

- Використання CGI для порівняння рівня розвитку корпоративного управління в різних країнах з перехідною економікою.
- Використання індексів CGI-1 та CGI-2 для розробки рекомендацій органам влади та управління щодо напрямків удосконалення правового та регуляторного забезпечення корпоративного управління в країні.
- Використання індексу CGI-3 для формування репрезентивного рейтингу корпорацій.
- Використання CGI при подальшій розробці індексів інвестиційної привабливості (країн, регіонів, галузей, підприємств).

За будь-яких умов використання CGI ніколи не залишаються осторонь фактори ризику, які можуть підірвати діяльність та знівечити показники або результати. Основними факторами ризику при

застосуванні методики розрахунку інтегрального CGI є суб'єктивні фактори:

1) встановленого співвідношення (ваги) кожної з груп показників та кожного з індексів для обчислення інтегрального індексу;

2) оцінки експертами окремих показників індексу (пов'язаних з оцінкою якості норм діючого законодавства, ефективності регуляторного впливу окремих гілок влади, достатності норм внутрішніх документів корпорації з урегулювання окремих питань корпоративного управління);

3) поточної політики держави, як власника корпоративних прав;

4) свідомого провокування окремими учасниками корпоративного управління корпоративних конфліктів, як важеля при досягненні власних цілей, не пов'язаних з інтересами корпорації та інших учасників корпоративного управління.

Зазначені ризики, як усі інші, можуть бути суттєво знижені комплексом засобів, серед яких основними є: додаткове попереднє експертне опитування щодо співвідношення кожної з груп показників для обчислення інтегрального індексу, проведеного до початку його публічного застосування; залучення до проведення оцінки достатнього кола кваліфікованих незалежних респондентів

#### **4.4. Удосконалення фінансових передумов розвитку корпоративного управління**

При проведенні в Україні приватизації основний акцент було зроблено на переході права власності від держави до акціонерів. Однак перехід права власності є лише зовнішньою стороною приватизації. Реальна приватизація відбувається лише тоді, коли на підприємствах, що перейшли до нових власників, здійснюється реструктуризація з метою підвищення ефективності їх діяльності. При цьому повинні бути застосовані нові технології виробництва та методи управління, посилений контроль за якістю продукції, знайдені нові ринки збуту, впроваджені ефективні механізми стимулювання, введені в дію кращі інформаційні системи управління, кількість працівників зменшена до оптимального рівня тощо. Така реструктуризація є однією з основних цілей корпоративного управління.

Корпоративне управління має на меті прискорення реструктуризації акціонерних товариств після їх приватизації. В Україні однак приватизація не справила значного позитивного впливу на продуктивність та прибутковість підприємств, в першу чергу, тому, що не призвела до реструктуризації. Причина цього – в проблемах, що успадковані від соціалістичної системи. Як правило, українські АТ продовжують працювати з тим же керівництвом, за тими ж самими системами оплати праці, які використовувалися за часів державної власності. Структура органів управління змінилася, тоді як керівники в більшості випадків – ні; середній термін перебування на посаді сьогоднішніх директорів перевищує десять років.

Більше того, незважаючи на загальну тенденцію спаду виробництва, основні напрями діяльності підприємств залишаються тими самими, з тими ж самими споживачами, постачальниками та збутом головним чином, в межах України. Керівництво все ще вважає, що працює на державних підприємствах, і головне – збільшувати виробництво та продаж продукції.

Велика кількість акціонерів, кожен з яких володіє невеликою кількістю акцій, ніяк не організована. Акціонерам бракує знань та коштів, тому ефективних пропозицій щодо реструктуризації висувається дуже мало. Накопичення та концентрація капіталу у стратегічних інвесторів (ефективних власників), які реально здатні змінити ситуацію, відбуваються дуже повільно. Навіть коли сторонні особи можуть придбати значний пакет акцій та мають знання, досвід і кошти, необхідні для здійснення змін, їх планам часто перешкоджають застарілі методи керівництва та чинне законодавство, яке недостатньо гарантує права акціонерів меншості.

Дуже часто існуючий стан АТ влаштовує їх керівників, тому вони не зацікавлені самостійно розпочинати серйозні зміни. Багато керівників та акціонерів – власників контрольних пакетів акцій – вирішують, що простіше та вигідніше знаходити ефективні шляхи привласнення прибутків та розкрадання активів акціонерних товариств, замість реструктуризації та розвитку виробництва. До того ж, відсутня відповідна система стимулювання: товариства, які мають ефективне корпоративне управління, не отримують винагороди у формі збільшення інвестицій (через загальну слабкість ринку), а товариства з поганим (неефективним) корпоративним управлінням не викриваються та не піддаються ніяким покаранням. Проте можливість використовувати сурогати грошей (бартеру та векселів) до-

зволяє підприємствам підтримувати господарську діяльність на мінімальному рівні та уникати банкрутства. Однак банкрутство – це саме те, що часто треба для реорганізації цих АТ або в деяких випадках їх ліквідації. Керівники підприємств повинні усвідомлювати, що можуть втратити роботу в результаті ліквідації або реструктуризації, що проводиться після справи про банкрутство, якщо підприємства, якими вони управляють, є неплатоспроможними.

Корпоративне управління не тільки сприяє реструктуризації, але й є вирішальним для залучення капіталу. Підприємствам України капітал конче потрібен для модернізації виробничих фондів та виходу на нові ринки. Підприємства мають два потенційних джерела капіталу: кредиторів та стратегічних інвесторів, причому ефективне корпоративне управління є важливим для використання обох джерел. Підприємство отримає можливість залучати капітал, якщо законодавство та внутрішні документи підприємства дозволяють керівництву або акціонеру – власнику контрольного пакета акцій – використовувати діяльність акціонерного товариства для особистого збагачення, то не буде ні надання кредитів, ні інвестування в акції цього товариства.

Існуюча в Україні практика корпоративного управління не є прийнятною з точки зору міжнародних стандартів. Закон “Про господарські товариства”, що регулює діяльність акціонерних товариств, дозволяє товариствам порушувати права акціонерів та кредиторів при дотриманні норм цього Закону. **Тому головними проблемами інвесторів сьогодні є:**

1) “розмивання” часток акціонерів у статутному капіталі. Це має місце, коли товариство розміщує акції серед керівництва або наближених до нього інвесторів за ціною, значно нижчою ніж ринкова, та не надає іншим акціонерам права на придбання додаткових акцій, внаслідок чого відбувається “розмивання” часток цих акціонерів у статутному капіталі товариства. Результатом “розмивання” стає зменшення частки товариства, якою володіє акціонер, тоді як загальна вартість АТ збільшується на значно менший відсоток.

2) Вилучення капіталів. Це означає продаж товариством своїх активів за ціною, нижчою ніж ринкова, особі, яка є афілійованою особою керівництва зазначеного товариства або акціонера, що володіє значним пакетом акцій (включаючи державу). Такий продаж призводить до зменшення вартості товариства та збагачення окремих інсайдерів.

3) “зняття вершків”. Термін “знаття вершків” (перерозподіл грошового потоку, укладення угод не за ринковими цінами) застосовується до різних методів, за допомогою яких керівники або акціонери, що володіють значним пакетом акцій, використовують прибутки АТ у власних інтересах.

4) Угоди за участю “позабалансових” суб’єктів господарювання (дочірніх підприємств). Як, правило, дочірні підприємства в Україні створюються для постачання материнській компанії сировини та продажу її готової продукції. Однак часто їх діяльність побудована таким чином, що прибутки осідають в дочірніх підприємствах, а не в материнській компанії, тому що дочірні підприємства мають обмежену кількість власників та більшу гнучкість щодо винагород працівникам. Таким чином, прибутки отримують особи, які контролюють дочірні підприємства, а не акціонери материнської компанії. Наявність дочірніх підприємств також дозволяє материнським компаніям показувати у звітності збитки та відповідно отримувати субсидії від держави.

Ліквідний, надійний та прозорий фондовий ринок є одним з факторів, що сприятиме надходженню інвестицій до реального сектора української економіки. Він, водночас, є і механізмом для залучення внутрішніх джерел фінансування, включаючи заощадження українських громадян, коштів недержавних пенсійних фондів, страхових компаній, банків та інших фінансових установ, і є одним з показників розвиненості економіки в цілому.

Сьогодні ситуація з інвестиційною привабливістю для інвесторів складається не на користь України, і причиною тому є відсутність макроекономічної та політичної стабільності в Україні, відсутність концепції верховенства права та незалежної судової гілки влади, недотримання українськими партнерами умов контрактів, нестабільність законодавства, відсутність належної практики корпоративного управління в акціонерних товариствах.

#### **Шляхами подолання існуючих недоліків є:**

1. Розвиток та запровадження належної практики корпоративного управління;
2. Удосконалення системи захисту прав інвесторів;
3. Регулювання діяльності іноземних інвесторів (стратегічних та портфельних);
4. Розвиток внутрішніх інституційних інвесторів.

Заходи щодо розвитку корпоративного управління в Україні на основі міжнародних стандартів є одним із ключових елементів для акціонерних товариств по залученню капіталу і ноу-хау, забезпечення проведення реструктуризації з метою економічного зростання.

Корпоративне управління – це система взаємовідносин між акціонерами і органами управління акціонерного товариства (виборними та призначеними) в процесі управління діяльністю товариства, яка є відображенням балансу інтересів акціонерів і спрямована на забезпечення максимально можливого прибутку від усіх видів діяльності акціонерного товариства в межах норм чинного законодавства.

Існуюча практика корпоративного управління не є прийнятною з точки зору міжнародних стандартів. Чинне законодавство, що регулює діяльність акціонерних товариств, дозволяє **товариствам порушувати права акціонерів без порушення норм цього Закону шляхом:**

1. розмивання часток акціонерів у статутному фонді (капіталі) через розміщення акції серед визначеного кола акціонерів за ціною, значно нижчою ніж ринкова, та ненадання іншим акціонерам права на придбання акцій додаткових емісій;

2. вилучення активів товариства через їх продаж пов'язаним особам за ціною, нижчою ніж ринкова, що призводить до зменшення вартості майна товариства і збагачення окремих осіб;

3. перерозподіл грошового потоку на користь окремих посадових осіб або акціонерів, що володіють значним пакетом акцій;

4. укладення угод за участю залежних суб'єктів господарювання для отримання прибутків особами, які контролюють цих суб'єктів, а не акціонерами материнської компанії.

**Головними завданнями ефективного корпоративного управління є:**

1. Прозорість відповідної фінансової інформації та інформації про діяльність товариства;

2. Здійснення контролю за діяльністю правління\менеджменту;

3. Всебічний захист прав та інтересів акціонерів;

4. Незалежність наглядового органу товариства у визначенні стратегії товариства, затвердженні бізнес-планів та важливих госпо-



дарських рішень, наймі членів Правління, моніторингу його діяльності та звільнення членів Правління у разі необхідності.

Засобом досягнення вказаних завдань з розвитку корпоративного управління в Україні має стати прийняття Закону “Про акціонерні товариства”, в якому би містилися всі принципи ефективного корпоративного управління (в тому числі окреслені ОЕСР у “Принципах корпоративного управління ОЕСР”), а **також врегульовано наступні актуальні проблеми:**

1. Захист акціонерів від розмивання їх часток у статутному фонді (капіталі) шляхом покладення обов’язку на акціонерні товариства розміщувати цінні папери лише за ринковою вартістю та забезпечення права власників простих акцій на переважне право придбання акцій додаткових емісій;
2. Придбання та продаж товариством власних акцій за ринковою ціною з метою запобігання збагаченню пов’язаних осіб;
3. Укладення угод на суму більше ніж 25% вартості активів товариства зі згоди наглядової ради, а якщо угода перевищує 50% вартості активів – загальних зборів акціонерів;
4. Запобігання укладенню угод щодо яких є особиста заінтересованість посадових осіб товариства або акціонера – власника контрольного пакета акцій (угоди за участю афілійованих осіб);
5. Впровадження механізму кумулятивного голосування з метою представлення в органах управління товариства меншості акціонерів;
6. Покладення на особу, яка придбає контрольний пакет акцій, обов’язку звернутися до всіх інших акціонерів з пропозицією придбання їхніх акцій, якщо тільки загальні збори не приймуть рішення про незастосування акціонерами права продажу такій особі належних їм акцій;
7. Недопущення ухвалення акціонерами найважливіших рішень відносною більшістю голосів акціонерів – власників простих акцій з запровадженням механізму прийняття таких рішень простою або кваліфікованою більшістю з питань;
8. Право акціонерів відмовитися від застосування переважного права на придбання додатково випущених акцій;
9. Порядок внесення змін та/ або доповнень до установчих та/ або внутрішніх документів товариства;

10. Порядок ухвалення рішення про збільшення або зменшення статутного фонду (капіталу);
11. Порядок затвердження розміру дивідендів;
12. Порядок ухвалення рішень про реорганізацію або ліквідацію товариства;
13. Порядок обрання наглядової (спостережної) ради товариства;
14. Порядок затвердження аудитора (аудиторської фірми) товариства;
15. Порядок затвердження реєстратора.

**Першочерговими заходами (до прийняття Закону України “Про акціонерні товариства”) досягнення вказаних завдань є наступні дії.**

1. рекомендація включення до статутів акціонерних товариств норм, які б забезпечували представлення інтересів меншості акціонерів в органах управління товариством через механізм кумулятивного голосування; розширення повноважень наглядової (спостережної) ради; попереднє схвалення загальними зборами угод на значну суму, а також угод, в яких посадові особи акціонерного товариства мають особистий інтерес.
2. Фонду Державного майна України обов’язково включити до статутів акціонерних товариств, що мають державну частку в акціонерному капіталі, на етапі прийняття установчих та/або внутрішніх документів положень про захист прав інвесторів, що не суперечать чинному законодавству;
3. Довести до відома акціонерних товариств та акціонерів положення про захист прав інвесторів, які не суперечать чинному законодавству через кошти масової інформації та шляхом проведення спеціальних освітніх програм;
4. Зосередити увагу органів ДКЦПФР на питаннях дотримання норм корпоративного управління у найбільших акціонерних товариствах, які мають велику кількість дрібних акціонерів, недостатньо здатних захистити себе.

Ефективна система захисту прав інвесторів є наріжним каменем у створенні прозорого фондового ринку. Метою запровадження такого механізму в Україні має стати забезпечення прав та захист законних інтересів акціонерів–власників емісійних цінних паперів акціонерних товариств, створених відповідно до Закону “Про господарські товариства” та в процесі приватизації державних підприємств.

Випадки порушення прав інвесторів є досить суттєвою перешкодою і для припливу вітчизняного та зарубіжного капіталу на український фондовий ринок, що на сьогодні через недостатність бюджетного та банківського кредитування є єдиним механізмом залучення інвестицій у реальний сектор економіки.

**Сьогодні найбільшими порушеннями прав інвесторів є :**

1. Порушення емітентами порядку проведення загальних зборів акціонерів;
2. Прийняття емітентом статутних норм, що обмежують права та інтереси інвесторів;
3. Порушення порядку та термінів виплати дивідендів;
4. Недотримання законодавства в частині, що регулює порядок розміщення акцій та порушення інтересів інвесторів при проведенні емісій;
5. Порушення прав інвесторів під час реорганізації та ліквідації об'єкта інвестування, а також при його банкрутстві і санації;
6. Несвоєчасне та неповне розкриття інформації про поточну та майбутню діяльність емітента;
7. Недорозвиненість суб'єктів інфраструктури ринку цінних паперів (реєстратори, депозитарії і т. д.) та порушення вимог законодавства про ринок цінних паперів ними.

Ці порушення підривають довіру до українського ринку цінних паперів, сприяють відпливу капіталу.

Створення ефективної системи захисту прав та законних інтересів інвесторів неможливе без об'єднання зусиль усіх зацікавлених сторін, у тому числі законодавчої, виконавчої та судової гілок влади, громадських організацій, засобів масової інформації, емітентів та самих інвесторів.

**Головними завданнями ефективної система захисту прав інвесторів є:**

1. Підвищення інвестиційної привабливості ринку цінних паперів для іноземних та українських інвесторів;
2. Попередження порушень прав та законних інтересів інвесторів;
3. Відновлення порушених прав та законних інтересів інвесторів;
4. Забезпечення інформаційної відкритості українського ринку цінних паперів та удосконалення системи розкриття інформації;
5. Удосконалення оподаткування інвестицій;
6. Розвиток інфраструктури ринку;

7. Створення умов, що дозволятимуть учасникам ринку цінних паперів в межах існуючого законодавства об'єднувати пакети акцій та ресурси для спільних скоординованих дій;
8. Організація в межах існуючого законодавства захисту прав інвесторів в умовах процесу реорганізації, ліквідації, банкрутства або санації;
9. Удосконалення законодавчих та нормативних актів, спрямованих на захист прав та законних інтересів інвесторів;
10. Здійснення контрольно-ревізійної діяльності та правозастосування.

**Засобами досягнення вказаних завдань ефективною системою захисту прав інвесторів є прийняття Законів України “Про акціонерні товариства”, “Про цінні папери і фондовий ринок”, змін та доповнень до цивільно-процесуального та арбітражно-процесуального, податкового законодавства, а також законодавства про Національну депозитарну систему:**

1. Удосконалення системи розкриття інформації;
2. Розвиток інфраструктури фондового ринку;
3. Удосконалення оподаткування інвестицій;
4. Здійснення контрольно-ревізійної діяльності та правозастосування.
5. Встановлення ефективних механізмів захисту, що стимулюватимуть інвесторів до самостійного захисту своїх прав, у тому числі запровадження норми колективного позову;
6. Прийняття чітких норм законодавства щодо інвестиційної діяльності;
7. Посилення вимог з ліцензування до професійних учасників ринку, до стандартів реєстрації інформації про емісію та до звітності емітентів;
8. Розробку та прийняття законодавчих норм, що чітко встановлюють статус афілійованих осіб та регламентують їх діяльність.

Політика щодо іноземних інвесторів має дозволити залучити через фондовий ринок значні обсяги іноземних інвестицій, і в той же час максимально можливою мірою забезпечити безпеку внутрішнього фінансового ринку від їх впливу у випадку кризових ситуацій.

**Головними завданнями регулювання діяльності іноземних інвесторів (стратегічних та портфельних) є:**

1. Надання національного режиму в інвестиційній діяльності для іноземних інвесторів;
2. Створення умов, за яких в іноземних інвесторів переважала б не спекулятивна, а інвестиційна мета інвестування;
3. Забезпечення портфельним інвесторам всього переліку можливостей та гарантій для здійснення їх діяльності на усій території України.

**Засобами досягнення вказаних завдань регулювання діяльності іноземних інвесторів є створення в Україні умов для їх діяльності, що відповідають стандартам, рекомендаціям та практиці відповідної діяльності в країнах – членах ЄС з вирішенням таких питань:**

- необхідність сприяння, в першу чергу, здійсненню інвестування стратегічними (промисловими) та венчурними інвесторами;
- наданням стратегічним і венчурним інвесторам при інвестуванні такого ж статусу, як і інвесторам–резидентам;
- забезпеченням виконання положень угоди між Україною та ЄС, що стосуються статусу фінансових організацій;
- сприянням безперешкодного руху інвестиційного капіталу як в Україну, так і за її межі;
- забезпеченням прозорості процесу здійснення інвестицій нерезидентами;
- встановленням певних обмежень діяльності офшорних компаній на ринку цінних паперів України, особливо у випадках коли продаж пакетів акцій здійснюється з додатковими вимогами;
- наданням у кризових ситуаціях регулятивному органу додаткових повноважень щодо регулювання інвестиційних процесів, що здійснюються через фондовий ринок.

Інституційними інвесторами в Україні є інститути спільного інвестування, які повинні відігравати провідну роль у розвитку ринку цінних паперів. До інститутів спільного інвестування відносяться: інвестиційні компанії та фонди, пенсійні фонди, страхові компанії та інші інститути, які служать меті об'єднання капіталів з метою подальшого інвестування у цінні папери. Подібну функцію можуть виконувати інвестиційні та пенсійні підрозділи банків.

На сьогодні відсутня концепція розвитку в Україні системи спільного інвестування. Концепція функціонування та розвитку

фондового ринку України (Концепція –95), затверджена Постановою Верховної Ради України № 342/95–ВР від 22 вересня 1995 року, тільки згадує про наявність на фондовому ринку таких інституційних інвесторів, як інвестиційні та пенсійні фонди, і ніяк не визначає їх структури та напрямків розвитку.

Окрім визначення схеми системи спільного інвестування, потрібно створити умови, щоб гроші, накопичені населенням України можна було направити в економіку держави. Оскільки інвестиції в акції носять більш ризиковий характер (наприклад, у порівнянні з інвестуванням у державний борг), а населення не має достатнього ступеня інвестиційної кваліфікації, необхідне створення механізмів захисту грошових коштів дрібних інвесторів від можливих втрат на фондовому ринку.

**Головними завданнями розвитку внутрішніх інституційних інвесторів є:**

1. Можливість залучити до інвестиційних процесів дрібних інвесторів;
2. Надання більшої ефективності ринку, за рахунок можливості оперативного отримувати вчасну та детальну інформацію про емітентів при порівняно невисоких витратах на її отримання;
3. Підвищення ролі в процесі корпоративного управління;
4. Утворення пулів капіталу для інвестицій у боргові або пайові інструменти з метою економічного зростання та створення нових робочих місць.

**Засобами досягнення вказаних завдань у розвиток внутрішніх інституційних інвесторів має стати застосування Законів України “Про інститути спільного інвестування (корпоративні та пайові інвестиційні фонди)”, “Про недержавні пенсійні фонди” в яких слід врегулювати такі актуальні проблеми:**

1. Максимального захисту прав та економічних інтересів інвесторів;
2. Усунення конфлікту інтересів між структурними елементами системи;
3. Врахування вимог та рекомендацій міжнародних організацій;
4. Адаптація структурних схем до особливостей українського законодавства;
5. Мінімізація внутрішніх витрат системи, що здійснюються за рахунок інвесторів;

6. Зведення до мінімуму числа нових видів діяльності, що потребують ліцензування.
7. Виключність виду діяльності інвестиційного керуючого активами;
8. Введення обмежень (або заборона) інвестування активів у нерухомість;
9. Здійснення фондами емісії цінних паперів в перші 5 років після прийняття закону про ІСІ виключно у документарній формі.

Аналіз ситуації дозволяє визначити такі **головні причини (окрім макроекономічних), внаслідок яких інвестори не дуже зацікавлені у придбанні недержавних цінних паперів:**

1. інсайдерський характер ринку цінних паперів, внаслідок якого інвестор, що придбав цінні папери, не впевнений в тому, що ціна на цінні папери пов'язана, головним чином, з результатами діяльності підприємства-емітента та перспективами його розвитку;
2. очікування інвесторів щодо можливих шахрайських дій та маніпулювання на фондовому ринку;
3. порушення прав акціонерів при сплаті дивідендів акціонерними товариствами;
4. порушення виконавчими органами акціонерних товариств, власниками контрольних пакетів, власниками "блокуючих" пакетів корпоративних прав інших акціонерів;
5. відсутність прозорості у фінансово-господарській діяльності підприємств.
6. неналежне корпоративне управління.

Сьогодні держава не має достатніх важелів впливу для розв'язання окреслених проблем, до яких додається незнання дрібними акціонерами своїх прав та існуючого законодавства.

**Підвищення привабливості інвестицій у недержавні цінні папери може бути забезпечене шляхом:**

1. Проведення відповідної політики щодо підприємств – емітентів цінних паперів;
2. Впровадження заходів щодо підвищення інтересу інвесторів до фондового ринку.
3. Впровадженню заходів щодо захисту прав емітента.
4. Вдосконалення процесів регулювання фондового ринку.

Проведення відповідної політики щодо підприємств – емітентів цінних паперів передбачає створення умов для зростання капі-

талізації ринку цінних паперів емітентів шляхом надання різних видів державної підтримки, що збільшує інтерес інвесторів до цих емітентів; ініціювання реструктуризації підприємств та/ або процедури банкрутства збиткових підприємств; створення механізму встановлення державного контролю над систематично збитковими підприємствами, що мають велике соціальне значення; впровадження державних інвестиційних проєктів, що розвивають фондовий ринок; створення ефективного механізму управління державною часткою в акціонерних товариствах; створення сприятливих умов для виходу емітентів на ринок цінних паперів для залучення капіталу через спрощення процедури реєстрації випуску цінних паперів; сприяння проведенню приватними агентствами рейтингових оцінок корпоративного управління; подальший розвиток системи підготовки та підвищення кваліфікації кадрів підприємств – емітентів.

Розробка заходів щодо підвищення інтересу інвесторів до фондового ринку передбачає зміна характеру ринку від інсайдерського до ефективного і прозорого; посилення ефективності контрольно–ревізійної діяльності та правозахисту і розробка заходів, що запобігають шахрайству та маніпулюванню на ринку; розробка відповідних нормативно–правових актів по врегулюванню процедури отримання інвесторами доходів; поліпшення корпоративного управління підприємствами – емітентами; забезпечення інформаційної прозорості у фінансово-господарській діяльності емітентів.

Впровадження заходів щодо захисту прав емітента передбачає регулювання процесів скуплення великих та контрольних пакетів акцій; розкриття інформації про інвесторів.

**Заходи щодо захисту інтересів емітентів повинні впроваджуватися, в першу чергу, до таких груп підприємств–емітентів:**

1. Підприємства стратегічно важливих галузей.
2. Підприємства, що визнані монополістами.
3. Банків, інститутів спільного інвестування та страхових компаній.

### **Контрольні питання**

1. Назвіть характерні риси управління компаніями державної(комунальної форми власності).
2. Охарактеризуйте особливості управління пакетами акцій комунальної власності.



3. Визначте напрями вдосконалення управління пакетами акцій комунальної власності.
4. Які етапи містить процес формування статутного капіталу і емісії акцій.
5. Дайте методику розрахунку дивідендів, яка існує на підприємствах.
6. Перелічіть основні показники діяльності підприємства на ринку акцій.
7. Як можна оцінити якість корпоративного управління на підприємстві?
8. Визначте головні проблеми інвесторів в Україні.
9. Визначте головні шляхи подолання існуючих недоліків у системі корпоративного управління України.
10. Які головні завдання ефективного корпоративного управління в економіці України?
11. Перечисліть актуальні проблеми корпоративного управління, які врегульовано у „Принципах корпоративного управління ОЕСР”
12. Визначте першочергові завдання щодо врегулювання проблем корпоративного управління.
13. Охарактеризуйте найбільш поширені порушення прав акціонерів в Україні.
14. Визначте головні завдання ефективної системи захисту прав інвесторів.
15. Перечисліть головні завдання та засоби регулювання діяльності іноземних інвесторів.
16. Перечисліть головні завдання та засоби регулювання діяльності інституційних інвесторів.
17. Охарактеризуйте напрями підвищення привабливості інвестицій у недержавні цінні папери.
18. Назвіть головні індикатори якості корпоративного управління, що існують у світі.

## РОЗДІЛ 5. СУТНІСТЬ ТА ОСОБЛИВОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ МІЖНАРОДНИХ КОРПОРАЦІЙ

### 5.1. Сутність міжнародних корпорацій

Міжнародні корпорації – це великі об'єднання промислових, торгових, транспортних або банківських фірм і компаній, діяльність яких виходить далеко за межі країн базування і забезпечує їм сприятливі позиції у виробництві, збуті, закупівлі товарів і наданні послуг.

Міжнародна корпорація – форма структурної організації великої корпорації, що здійснює прями інвестиції у різні країни світу.

**Перші міжнародні об'єднання підприємств виникли в 60-80-ті рр. XIX ст. у сфері видобутку, закупівлі і збуту мінеральної сировини. З розвитком капіталістичних відносин вони базуються у різних секторах світового господарства. У другій половині XX ст. форми і характер діяльності міжнародних компаній змінюються. Розширення сфери функціонування великих корпорацій до масштабів світового господарства привело до того, що міжнародні об'єднання картельного типу, характерні для першої половини XX ст., поступилися місцем міжнародним концернам та іншим могутнім виробничим фірмам. Міжнародні об'єднання нового типу не задовольняються діяльністю на обмежених територіях, як це найчастіше відбувалося у колоніальну епоху, а керуються концепцією глобальної експансії. Вони розглядають усе світове господарство як сферу додатка свого капіталу.**

Виникнення міжнародних виробничих формувань є закономірним наслідком розвитку поділу праці і виробничої кооперації (виробничого підприємства). Очевидно, що участь підприємств у поділі праці веде до їх спеціалізації, що супроводжується зростанням концентрації виробництва і капіталу, тобто збільшенням масштабів самих підприємств. Ця тенденція властива усім без винятку господарючим суб'єктам.

*Головною ознакою міжнародної корпорації є здійснення нею прямих міжнародних інвестицій із країни свого базування у країни, що приймають.*

**Країна базування** – країна, у якій розташовується головний підрозділ міжнародної корпорації.

**Країна, що приймає** – країна, у якій міжнародна корпорація має дочірні, асоційовані чи компанії-філії, створені на основі прямих інвестицій.

Цілеспрямоване дослідження міжнародних корпорацій почалося з кінця 50-х років. Більшість з них відштовхувалися від теорії «економіки масштабу», що дозволяє міжнародним корпораціям заощаджувати на витратах виробництва при збільшенні випуску продукції і перенесенні його в інші країни. Дещо пізніше виник і сформувався технологічний напрямок теорії міжнародних корпорацій. Суть його полягає в тому, що створення корпорацій обумовлюється технологічною перевагою компаній розвинених країн, що створюють підприємства за кордоном для виконання допоміжних операцій, залишаючи контроль за передовою технологією у головній компанії. Трохи пізніше виникли теорії міжнародної організації, до якої схиляються корпорації після досягнення визначеного розміру.

Існують два аспекти діяльності міжнародних корпорацій: територіальний та інтернаціональний. Територіальний полягає у такому мотиві: кожна корпорація прагне одержати доступ до найбільш дешевих природних і трудових ресурсів, скоротити витрати на транспортування товарів і обійти митні та інші бар'єри. Інтернаціональний аспект припускає, що корпорація, яка має філії у декількох країнах, може, використовуючи перевагу масштабу, економічно більш ефективно виробляти товар, ніж кілька незалежних корпорацій. Крім того, вона може маніпулювати звітністю з метою скорочення податків, забезпечувати контроль за належною їй технологією, що надається тільки цілком контрольованим філіям.

Міжнародні корпорації бувають трьох основних видів.

**Транснаціональні корпорації (ТНК)** – їх головна компанія належить капіталу однієї країни, а філії розкидані по багатьох країнах світу. Інакше, ТНК являють собою найбільші компанії переважно з одонаціональним акціонерним капіталом і характером контролю над діяльністю всієї корпорації. ТНК здійснюють свою ділову активність в інших країнах за допомогою організації там філій і дочірніх компаній, що володіють самостійними службами виробництва і збуту продукції, науково-дослідними центрами і т. д. Типовими прикладами є фірми «Дженерал Моторс», «Форд», концерн «Нестле».

**Багатонаціональні корпорації (БНК)** – їх головна компанія належить капіталу двох і більше країн, а філії також знаходяться у

різних країнах. Це трести, концерни й інші виробничі об'єднання, що є міжнародними фірмами не тільки за ареалом їхньої діяльності, але і за контролем над ними. БНК поєднують національні компанії двох чи більше країн на виробничій і науково-технічній основі, що належать власникам з цих країн. Наприклад, концерн «Юнілевер», концерн «Фіат-Сітроен».

Третім видом є міжнародні корпоративні спілки, що найчастіше виступають в організаційній формі *консорціумів*. Ці утворення базуються на виробничій, науково-технічній і комерційній основі і являють собою спеціальні об'єднання промислових, банківських та інших концернів, які створюються для вирішення великих економічних завдань. Прикладом є консорціум «Airbus Industry».

## **5.2. Особливості функціонування транснаціональних корпорацій у міжнародній економіці**

Переважна більшість сучасних міжнародних корпорацій має форму ТНК. Розподіл міжнародних корпорацій на ТНК і БНК умовний, оскільки у сучасних умовах найбільше значення має не те, капіталу скількох країн належить головна компанія корпорації, а глобальний характер її діяльності, інвестування і отримання прибутку. У цьому сенсі міжнародними можна вважати всі корпорації, що мають хоча б одну закордонну філію, створену на основі прямих інвестицій. Проте очевидно, що у число ТНК можуть у такому випадку потрапити і зовсім невеликі фірми, що мають один єдиний підрозділ по той бік кордону. Насправді під ТНК прийнято розуміти лише дійсно великі міжнародні корпорації, що мають істотний вплив на світовий ринок товарів і фактори виробництва.

У 1974 році при Економічній і Соціальній раді ООН були створені Комісія з транснаціональних корпорацій і Центр по ТНК як її робочий орган, що стало свідченням визнання світовим співтовариством зростаючої ролі ТНК у міжнародній економіці. У мандат Комісії входили в числі іншого вивчення нового на той час феномена ТНК і розробка кодексу діяльності ТНК. Пізніше комісія була перетворена у підрозділ Конференції ООН з торгівлі і розвитку (ЮНКТАД).

За оцінками Доповіді зі світових інвестицій, що періодично друкується ЮНКТАД, у середині 90-х років у світі: нараховувалося приблизно 37 тис. ТНК, що мають більше 206 тисяч філій у світі, а

приблизно на 100 найбільших ТНК (крім транснаціональних фінансових компаній і банків) припадало близько 1/3 усіх прямих інвестицій.

Із 100 найбільших ТНК 38 базувалися у Західній Європі, 29 – у США, 16 – у Японії й інші – в Австралії, Канаді, Фінляндії, Новій Зеландії та інших індустріальних країнах;

ТНК, що базуються у великих індустріальних країнах, перевершували ТНК із менш великих індустріальних держав за абсолютним обсягом іноземних активів. У той же час у ТНК із малих індустріальних країн іноземні активи посідають відносно велику частку в загальному обсязі активів;

приблизно третину міжнародної торгівлі складала внутрішньокорпоративні постачання ТНК.

Якщо ранжувати 100 найбільших ТНК за розмірами іноземних активів, то найбільш істотний їх вплив у електронній промисловості (26% від загальної суми іноземних активів), у гірничорудній і нафтовидобувній промисловості (24%), автомобілебудуванні (19%), хімічній і фармацевтичній промисловості (15%), харчовій промисловості (9%), торгівлі (4%) і металургійній промисловості (4%).

За останні десятиліття в діловій активності транснаціональних компаній відбулися серйозні зміни. На початку своєї діяльності вони склалися як одногалузеві структури. Сьогодні транснаціональні корпорації здійснюють свої операції у багатьох галузях промисловості. Перехід до багатогалузевої структури підсилює економічні позиції ТНК. Розпочавши багатогалузеву справу у своїй країні, вони потім використовують цей досвід для впровадження в кілька галузей закордонних країн, що дозволяє їм проводити більш успішно конкурентну боротьбу з іншими фірмами на території країн, що приймають.

Найбільш характерними рисами ТНК є:

- створення системи міжнародного виробництва, розпленого між багатьма країнами, але контрольованого з одного центру;
- висока інтенсивність внутрішньокорпоративної торгівлі між розташованими у різних країнах підрозділами;
- відносна незалежність у прийнятті рішень від країн базування і країн, що приймають;
- глобальна структура зайнятості і міждержавна мобільність менеджерів; розробка, передача і використання пе-

### **редової технології в рамках замкнутої корпоративної структури.**

Особливості сучасного етапу розвитку транснаціональних корпорацій виявляються не тільки в загостренні конкуренції між ними, але, як свідчить практика, і у виникненні взаємних відносин співробітництва, що отримали назву стратегічних альянсів. У рамках цих формувань транснаціональні корпорації можуть вирішувати найрізноманітніші проблеми, що постають перед ними на всіх трьох основних ринках світу.

**Очевидно, що кінцевою метою транснаціональних корпорацій є отримання прибутку. Для досягнення цієї мети вони мають безліч переваг порівняно з іншими учасниками міжнародних економічних відносин, насамперед, збільшення території своєї дії. Розширення сфери діяльності дозволяє їм мати такі переваги:**

- вони мають у своєму розпорядженні природні і людські ресурси, а також науково-технічний потенціал інших країн;
- проникають на ринки інших країн «зсередини», оминаючи митні бар'єри закордонних країн;
- маючи філії у різних країнах, переборюють обмеженість внутрішнього ринку країн своєї резиденції, збільшуючи розміри підприємств і масштаби виробленої продукції до найбільш прибуткового рівня.

**Транснаціональні корпорації мають переваги не тільки від розширення території експлуатації, але і внаслідок отримання вигоди з різниці в економічному становищі країн. Маючи філії і дочірні компанії у різних країнах, ТНК можуть:**

- здійснювати швидкий господарський маневр, зосереджуючи ті чи інші виробництва у країнах з дешевою сировиною і низькими ставками заробітної плати;
- прагнути одержувати високі прибутки у країнах, де існує низький рівень оподаткування;
- оптимізувати свої виробничі і збутові програми у відповідності до специфічних умов різних національних ринків;
- маніпулювати балансами своїх закордонних філій і дочірніх компаній, підпорядковуючи їх політику прибутків і витрат інтересам центральної штаб-квартири.

Переважаючою рисою розвитку транснаціональних корпорацій є розвиток у їх рамках внутрішньофірмових відносин. Так, зна-

чне поширення отримала внутрішньофірмова торгівля між окремими філіями і дочірніми компаніями ТНК, розташованими у різних країнах, що за своєю формою є міжнародною торгівлею. Внутрішньокорпоративний торговельний обмін між різними підрозділами транснаціональних фірм відгороджує їх від впливу міжнародної конкуренції, тим самим впливаючи на весь товарообіг.

Крім того, внутрішньофірмовий обмін дозволяє транснаціональним корпораціям уникати впливу тарифних бар'єрів, створених її філіями й іншими підрозділами. ТНК нерідко звільняються від сплати митних виплат на раніше вивезені матеріали.

ТНК мають чималі переваги у тому, що внутрішньокорпоративні комерційні відносини вони здійснюють на базі так званих трансферних цін (цін усередині ТНК).

### **5.3. Умови та засади здійснення інвестиційної діяльності транснаціональних корпорацій**

Міжнародні корпорації стали формою економічного зв'язку між країнами базування і приймаючими країнами, які у багатьох випадках не залежать від рішення національних законодавчих і виконавчих органів, а підпорядковуються своїм внутрішньокорпоративним інтересам. Їх космополітизм, що придушує державність країн, у яких вони оперують, став причиною протиріч між ТНК, з одного боку, і країнами їх базування і приймаючими країнами, з другого.

Поки що не розроблено універсальних правил міжнародного інвестування ТНК, хоча окремі сторони міжнародного інвестування досить жорстко регулюються на регіональному рівні, наприклад, у Західній Європі. Країни базування звичайно регулюють діяльність ТНК за допомогою національного законодавства про корпорації, не роблячи особливого розходження між ТНК і національними корпораціями. Приймаючі ж країни встановлюють правила функціонування підрозділів іноземних ТНК на їх території на основі національних законів про іноземні інвестиції. Однак переговори, що проводилися протягом ряду років у рамках Комісії ООН по ТНК під егідою МВФ і Світового банку, хоча і не вилилися у прийняття деяких погоджених правил функціонування ТНК, але привели до визначення де-

яких загальних правил міжнародного інвестування, яких бажано дотримуватися як ТНК, так і приймаючим країнам.

**Головна ідея цих правил – забезпечення максимальної свободи міжнародного переміщення капіталу, лібералізації національних ринків капіталу. Серед правил міжнародного інвестування такі.**

**Право входження.** Означає правила, при дотриманні яких ТНК дозволяється створювати філії на території суверенної держави. В ідеалі вони припускають відсутність необхідності отримання будь-якого дозволу від влади приймаючої країни на здійснення інвестицій. Однак у більшості випадків право входження може обмежуватися урядом, якщо іноземні інвестиції або загрожують національній безпеці, або їх мета суперечить чинному законодавству. Деякі країни встановлюють перелік галузей чи підприємств, іноземні інвестиції в які заборонені. Однак у будь-якому випадку найкращим шляхом регулювання права входження вважається встановлення вичерпного списку винятків, при яких іноземні інвестиції забороняються при розумінні того, що у всіх інших випадках вони дозволяються.

**Справедливий і недискримінаційний режим.** Передбачає надання іноземним інвесторам правового режиму, не менш сприятливого, ніж національним інвесторам. Означає свободу репатріації прибутку, переказу зарплатні та інших платежів. ТНК має право на компенсацію втрат внаслідок обставин, перелічених у застосовуваному праві, яким, звичайно, є право приймаючої країни. Будь-які пільги і винятки, що можуть надаватися урядом приймаючої країни, повинні бути однаковими для національних і для закордонних інвесторів.

**Припинення контракту.** Означає право приймаючої країни в односторонньому порядку експропріювати (націоналізувати) філію ТНК за умов дотримання діючого законодавства і виплати нормальної компенсації інвестору. Компенсація вважається нормальною, якщо вона є достатньою (виплачується справедлива ринкова вартість підприємства), ефективною (виплачується в прийнятній для інвестора валюті за ринковим курсом на день переказу), швидкою (виплати виключають необґрунтовані затримки; у випадку їх виникнення інвестору сплачується ринковий відсоток із затриманих сум). Експропріація іноземних інвестицій без виплати нормальної компенсації вважається припустимою тільки за рішенням суду у випадку грубого



порушення ТНК законів приймаючої країни і залучення у злочинну діяльність. У таких випадках за ТНК залишається право звернутися в міжнародний арбітраж.

**Урегулювання спорів.** Вважається, що кращим способом урегулювання спорів між ТНК і приймаючою країною є переговори. Якщо вони не дають результату, то суперечка у більшості випадків розв'язується судом приймаючої країни на основі застосовного законодавства або незалежним арбітражем на основі Міжнародної конвенції з урегулювання інвестиційних спорів, підписаної 115 країнами під егідою Світового банку.

**Причини,** що спонукують корпорацію почати здійснення інвестицій за кордоном:

- великі транспортні витрати;
- високий митний тариф;
- обмеження на імпорт (квоти);
- преференції для місцевих виробників.

**Фактори,** що сприяють прийняттю такого рішення:

- розмір і привабливість ринку;
- сприятливий рівень виробничих витрат;
- близькість до покупців;
- пільги, надані владою.

#### ***Варіанти здійснення інвестицій***

**Складальний завод** являє собою компроміс між прямим експортом і закордонним виробництвом. Цей шлях дозволяє уникнути великих транспортних витрат і скористатися більш низькими митними тарифами на незавершені вироби. Фірма використовує місцеву робочу силу.

**Контракти на виробництво** з місцевим виробником дають можливість фірмі обійтися без інвестицій у виробництво і без витрат на транспорт і митницю. Однак виникає проблема контролю якості, ризик передати виробничі ноу-хау іноземній фірмі, що згодом може стати конкурентом. Цей ризик знижується, якщо головними факторами конкурентоспроможності є імідж марки і маркетингове ноу-хау.

**Ліцензійні угоди.** Цей спосіб носить більш формальний і довгостроковий характер. Фірма (ліцензіар) передає місцевій фірмі патент, марку, найменування, "ноу-хау" і надає технічну допомогу. Фірмопокупець (ліцензіат) виплачує початкову суму і роялті. Достоїнства угоди для обох партнерів ті ж самі, що і для договору франшизи.

Проблема – це труднощі контролю і відсутність прямої участі фірми, що продала ліцензію. Ризик втрати ринку фірмою-ліцензіаром, якщо через кілька років ліцензіат вирішить діяти незалежно.

**Спільні підприємства.** Транснаціональна фірма вкладає частину капіталу і має право голосу в керуванні створюваною фірмою. Такий стан забезпечує кращий контроль над операціями. Співробітництво з місцевою організацією – це фактор, що полегшує інтеграцію в незнайоме середовище.

**Пряме інвестування.** Фірма самостійно інвестує у виробництво в іншій країні шляхом купівлі існуючого або створення нового підприємства. Це максимальна участь фірми у виробництві за кордоном.

Таким чином, форми входження на закордонний ринок різноманітні і пов'язані з різними ризиками і масштабами інвестицій (рис. 6).



Рис.5.1. *Пряме інвестування на закордонних ринках*

#### 5.4. Вплив транснаціональних корпорацій на економічний розвиток держав

Міжнародні корпорації своєю політикою впливають на світову економіку, тобто як на країни базування, так і на приймаючі країни.

Як свідчать звіти ЮНКТАД, міжнародні гіганти глибоко укорінилися в господарську структуру держав, що розвиваються. Багато з них, з огляду на загострення сировинної й енергетичної кризи, йдуть на співробітництво з урядами чи підприємцями цих країн у розвитку підприємств у видобувних галузях економіки. Оцінюючи прагнення держав, що розвиваються, покінчити з економічною відсталістю, міжнародні корпорації створюють у цих країнах філії і дочірні компанії в обробній промисловості. При цьому, виходячи зі своїх інтересів, ТНК переносять у країни, що розвиваються, трудомісткі, енергоємні і матеріаломісткі виробництва, а також екологічно небезпечні виробництва.

Створювані транснаціональними корпораціями у країнах, що розвиваються, філії і дочірні компанії підрозділяються на кілька видів, кожний з яких має свою специфіку.

По-перше, залежні від ТНК філії і дочірні компанії, що займаються експлуатацією сировинних ресурсів, як правило, здійснюють видобуток і первинну обробку сировини, а транспортуванням і глибокою переробкою і реалізацією продукції займаються вищі ланки технологічного ланцюга міжнародних корпорацій. Хоча країни, що розвиваються, провели націоналізацію активів ТНК у сировинних галузях, проте міжнародні корпорації, як і раніше, зберігають пануюче становище у світовому виробництві та збуті паливно-сировинних ресурсів. Так, за даними ООН, всього 15 ТНК контролюють 70% світового експорту каучуку і нафти, більше 80% – міді й олова, понад 90% – деревини, залізної руди і бокситів.

Другий вид складають філії і дочірні компанії, що орієнтуються на розвиток імпортозаміщеного виробництва у державах, що розвиваються. Цього можна було досягти, тільки розширивши виробничий потенціал філій і дочірніх компаній, які могли це зробити, імпортуючи машини й устаткування з промислово розвинутих країн базування ТНК.

Третій вид являють собою філії, націлені на розвиток експортоорієнтованого виробництва. З огляду на низькі ціни на місцеву сировину і мізерні розміри заробітної плати міжнародні фірми

створюють у державах, що розвиваються, підприємства, які виробляють продукцію, призначену на експорт у країни свого базування чи в інші країни.

Укорінившись у економіку країн, що розвиваються, транснаціональні корпорації захоплюють там провідні позиції в основних галузях національної економіки. Так, ТНК контролюють 40% усього промислового виробництва країн, що розвиваються, половиною їх зовнішньої торгівлі. При цьому норма прибутку на прямі капіталовкладення у державах, що розвиваються, у середньому вдвічі перевищує відповідний показник у промислово розвинутих країнах.

У сферу своєї діяльності за кордоном транснаціональні корпорації залучають безліч місцевих компаній, у тому числі малих і середніх. У зв'язку з цим усе більше зростає залежність підприємств малого бізнесу від ТНК, що все частіше формується на базі прямих функціональних зв'язків, тобто на основі розвитку технології виробництва, спеціалізації, кооперування, організації збуту продукції, передачі ноу-хау і т. д.

Хоча транснаціональні корпорації і не займаються в державах, що розвиваються, благодійною діяльністю, проте об'єктивно вони сприяють розвитку промисловості, змінюють структуру їхнього народного господарства і тим самим частково модернізують участь цих держав у міжнародних економічних відносинах.

Транснаціональні корпорації, що функціонують на територіях промислово розвинутих країн, також мають всезростаючий вплив на економіку і політику цих держав. У міру того як різні міжнародні компанії перетворюються у структурний елемент національної економіки промислово розвинутих країн, вони намагаються впливати на процес виробництва, реалізацію і перерозподіл продукції, що неминуче привозить до розвитку протиріч між економічними інтересами цих країн та інтересами ТНК. У моменти загострення політичних відносин, внутрішніх і міжнародних економічних криз ці протиріччя набувають особливої гостроти. ТНК у даний час контролюють більше однієї третини промислового виробництва у світі. У той же час зростає роль міжнародних компаній у світовій торгівлі. Значна її частина припадає на зустрічні поставки сировини, готових виробів і проміжних продуктів між різними ланками однієї і тієї ж компанії, а також між філіями і підлеглими їм фірмами. У цілому під контролем ТНК опинилося більше половини світової торгівлі товарами і близько 80% патентів на нову техніку і технологію.

Основна причина опозиції ТНК у країнах базування полягає у тому, що, створюючи виробництва за кордоном, ТНК переносять туди частину робочих місць, які втрачають трудящі у країні базування. Крім того, з погляду держави ТНК, створюючи закордонні філії, оподаткування частини прибутку, що у результаті у виді податків не попадає в бюджет і не може бути використана для фінансування соціальних і інших суспільно значимих програм у країні базування. У результаті в багатьох великих країнах базування ТНК представники трудящих і держави нерідко висловлюють вимоги про введення податку на відплив національного капіталу за кордон чи інших обмежень міжнародної діяльності ТНК. Однак, як випливає з макроекономічного аналізу, для країни базування в цілому позитивний результат більш ефективного використання національного капіталу за кордоном з надлишком перебивають негативні ефекти, що виникають у результаті скорочення рівня податків, що збираються.

Приймаючі країни у своїх взаєминах із ТНК у більшості випадків побоюються політичного тиску з їх боку і проникнення в галузі, зв'язані з національною безпекою. Це призводить до прийняття законів, що обмежують чи навіть забороняють іноземні інвестиції у визначені сфери. Крім того, ТНК нерідко стикаються з опозицією з боку місцевих виробників аналогічних товарів, які не в змозі витримати іноземної конкуренції і вимагають від уряду вживання протекціоністських заходів. Проте на практиці, в умовах низького рівня заощаджень і недостатності інвестиційних ресурсів, все більше приймаючих країн прагнуть залучити ТНК шляхом надання податкових й інших пільг, ніж обмежити приплив іноземного капіталу.

За останні десятиліття країни, що розвиваються, придбали значний досвід у взаєминах із ТНК і регулюванні їх операцій. Це розширило можливості цих країн у використанні потенціалу ТНК для реалізації завдань свого розвитку. Ще у 80-ті роки у більшості країн була проведена лібералізація інвестиційного клімату для транснаціональних корпорацій, уведені додаткові пільги для їх операцій. Деякі з країн, що обмежували інвестиції ТНК, стали активно залучати іноземні компанії. У той же час деяким країнам, що розвиваються, за допомогою капіталу ТНК певним чином удалося забезпечити умови для розширеного відтворення, прискорити розвиток продуктивних сил, досягти змін у структурі економіки, збіль-

шити експорт промислових товарів. ТНК активно підключилися до створення у деяких з них обробної промисловості.

При оцінці впливу ТНК слід враховувати багатоплановий ефект їх діяльності у національній економіці: зростання виробництва місцевих постачальників, підрядників, підвищення кваліфікації робочої сили, зростання заробітної плати, зайнятості на іноземних підприємствах і т. д.

**Таким чином, тезі про позитивний вплив транснаціональних корпорацій на світову економіку зараз дуже важко заперечити. Усім стало очевидно, що ТНК вносять величезний внесок у світовий технологічний прогрес, що не тільки важливо для тих держав, яким вони належать, але і для світової економіки у цілому. Незважаючи на те що економічні відносини між колишніми метрополіями і колоніями досить далекі від ідилії, але без транснаціональних корпорацій ці відносини були б не кращими, а рівень життя населення країн, що звільнилися, найімовірніше був би набагато нижчим.**

Усе це визначає необхідність обґрунтованої політики стосовно ТНК, а також пошуку найбільш доцільних способів використання їх ресурсів для вирішення завдань національного розвитку. Значна лібералізація зовнішньоекономічної політики країн, що розвиваються, вже привела до кількісного збільшення інвестицій ТНК у них. Ця ситуація позначається і на перспективах залучення прямих інвестицій в Україну, що стикається зі значною конкуренцією країн, що розвиваються, у сфері отримання іноземних капіталовкладень. Ці обставини потребують від України більш глибокого інтегрування у світову економіку і лібералізації її інвестиційного клімату.

Транснаціональні корпорації зміцнюють позиції своєї держави на території інших країн, створюючи там анклавні своєї власності у вигляді філій або дочірніх підприємств. Історія свідчить, що така система забезпечує реальний міжнародний вплив держави навіть у тих випадках, коли колоніальні країни одержують політичну незалежність. З викладеного можна дійти висновку, що транснаціональні корпорації є тим самим механізмом, що дозволяє зберігати своє економічне панування у країнах, які одержали політичну незалежність.

Паралельно з закріпленням економічного впливу транснаціональні корпорації дозволяють розвивати комунікації, розширювати вплив міжнародних організацій.

**Економічне значення транснаціональних корпорацій настільки велике, що в історично доступному для огляду часі вони залишаються одним з важливих факторів посилення впливу промислово розвинених країн на багато регіонів світу. Звідси випливає очевидний висновок, що турбота про перетворення провідних вітчизняних корпорацій у транснаціональні стала усвідомленою метою зовнішньої політики держав, які прагнуть до збільшення свого впливу в міжнародному масштабі.**

### **Контрольні питання**

1. Сутність та основи форми міжнародних корпорацій.
2. Особливості функціонування транснаціональних корпорацій.
3. Характерні риси діяльності транснаціональних корпорацій.
4. Умови і засади інвестиційної діяльності транснаціональних корпорацій.
5. Правила функціонування транснаціональних корпорацій на міжнародному ринку.
6. Причини і фактори міжнародної діяльності транснаціональних корпорацій.
7. Варіанти здійснення інвестицій транснаціональною корпорацією.
8. Вплив транснаціональних корпорацій на економічний розвиток держав.
9. Оцінка впливу транснаціональних корпорацій на економічний розвиток держав.
10. Економічне значення інвестиційної діяльності транснаціональних корпорацій.

## РОЗДІЛ 6. ПРОЦЕДУРИ ПЕРЕТВОРЕННЯ КОРПОРАЦІЙ

### 6.1. Доцільність процедури злиття

Одним з головних аспектів інвестиційної діяльності корпорацій є проведення процедури злиття, яка віддзеркалює інвестиційні можливості компанії, напрями стратегічного розвитку та ефективність фінансового менеджменту. У цьому пункті ми розглянемо інвестиційні аспекти реструктуризації, досліджуватимемо злиття, розділ, форму організації холдингової компанії.

Багато мотивів запропоновано інвестиційними менеджерами для теоретичного пояснення високого рівня активності по злиттю у Сполучених Штатах Америки. У цій частині ми пропонуємо деякі з мотивів корпоративного злиття.

**Синергізм.** Головною мотивацією для більшості випадків злиття є збільшення вартості підприємств, що об'єднуються. Якщо компанії А і В зіллються у компанію С, а вартість С перевищує вартості А і В, узяті окремо, то кажуть про існування синергізму. Таке злиття буде корисним для акціонерів обох компаній (А і В).

Ефект синергізму може виникнути з чотирьох джерел: економія витрат, пов'язана з поточною діяльністю, яка одержується за рахунок зростання масштабів виробництва (ефект масштабу) менеджменту, маркетингу, виробництва або розподілу; економія фінансів, що включає більш низькі трансакційні витрати на проведення операції та більш детальне вивчення фінансової діяльності компанії; різна результативність управління, яка має на увазі, що управління однією з фірм є неефективним і що кошти (фонди) фірми будуть використовуватися більш продуктивно після злиття; збільшена влада на ринку за рахунок зниженої конкуренції. Економія витрат, що пов'язана з поточною діяльністю, і економія фінансів соціально бажані також, як і злиття, які збільшують ефективність управління, але злиття, які знижують конкуренцію, небажані та незаконні.

**Критерій компенсації оподаткування.** Компенсація податку стимулює злиття. Наприклад, фірма, яка має високі доходи і, отже, належить до найвищої категорії оподаткування, може злитися з фірмою з великою кількістю накопичених несплачених податків. Ці несплати податків потім можуть бути негайно обернені в суму, що заощаджена за рахунок зменшення податкових виплат швидше, ніж вони будуть перенесені в інший рядок бухгалтерської відомості та, напевно, використані в майбутньому,<sup>4</sup> Також злиття може забезпе-



чити ринок збуту для готівки. Якщо у фірми обмежені можливості зовнішньої інвестиції у порівнянні з її потоком готівки, то вона матиме надлишок готівки та її дії щодо розміщення цього надлишку будуть такими: оплата додаткових дивідендів, інвестування в ринкові цінні папери, викуп власних акцій або придбання акцій іншої фірми. Якщо фірма одержує додаткові дивіденди, то її акціонери мають сплатити прямі податки з обігу. Ринкові цінні папери, такі як "требондз", завжди забезпечують добре тимчасове розміщення грошей, але норма прибутку від таких паперів менша, ніж прибутки, яких вимагають акціонери. Придбання фондів. Іноді фірма може бути запропонована як можливий кандидат для придбання тому, що встановлена вартість значно вища, ніж її ринкова вартість.

**Вкладання капіталу в різні підприємства.** Менеджери часто заявляють, що вкладання капіталу в інші напрямки бізнесу має сенс при злитті. Вони стверджують, що вкладання капіталу сприяє стабілізації потоку грошей, які заробила фірма, і тому це вигідно її власнику. Стабілізація зароблених грошей є, безперечно, корисною для працівників фірми, її постачальників і замовників, проте значення цього для акціонерів і кредиторів явно менше. Якщо акціонер турбується щодо нестабільності зароблених грошей, він чи вона може вкладати гроші більш легко за рахунок придбання і продажу акцій, ніж за рахунок отримання прибутку за акції від фірми. Чому фірма А і В об'єднуються для стабілізації зароблених грошей, коли акціонер фірми А мусить продати половину своїх акцій в А та використати отриману суму для купівлі акцій фірми В, особливо, коли акціонер може отримати цю акцію за значно нижчу ціну, ніж у випадку злиття фірм?

Звичайно, якщо б Ви були власником-керівником фірми закритого типу, було б практично неможливо для Вас продати частину своїх акцій, щоб диверсифікуватися, тому що це розрідить Ваше володіння та, можливо, утворить значні зобов'язання сплатити податки на капітальні доходи. У цьому випадку для досягнення особистої диверсифікації було б краще диверсифікуватися через злиття. Однак для фірми відкритого типу диверсифікація, що направлена на зменшення ризику акціонерів, звичайно, не є справжнім мотивом для злиття.

**Особисті стимули менеджерів.** Інвестиційним менеджерам подобається розглядати ділові рішення як такі, в основі яких знаходяться тільки економічні причини. Однак не викликає сумніву питання, що деякі ділові рішення базуються більше на особистих мо-

тивах менеджерів, ніж на економічному аналізі. Більшості людей, включаючи лідерів бізнесу, подобається влада, а більше влади пов'язано з керівництвом великою корпорацією, ніж малою. Очевидно, що жоден керівник не погодиться, що його, чи її егоїзм був головною причиною серії злиття, але досвідчені спостерігачі впевнені, що це дійсно відіграє велику роль у більшості злиттів. Також було спостережено, що заробітні плати керівників мають високий кореляційний зв'язок з розміром компанії: чим більша компанія, тим вищі заробітні плати вищого керівного складу. Це також може відігравати роль у деяких корпораціях, що проводять агресивні програми придбання.

**Типи захоплення.** Інвестиційні менеджери класифікують захоплення за чотирма групами: 1) горизонтальні, 2) вертикальні, 3) конгенеретичні, 4) конгломеративні. **Горизонтальне злиття** має місце, коли одна фірма поєднується з іншою, що має таке ж саме виробництво, наприклад, злиття *AT&T* та *McCaw Cellular Communication Co* було горизонтальним злиттям, тому що обидві фірми надавали телекомунікаційні послуги. Приклад **вертикального злиття** — це придбання виробником сталі одного зі своїх постачальників, такого як фірму,

що добуває залізо чи вугілля, або придбання виробником нафти компанії, що використовує його продукцію. Нещодавнє злиття *Medco Containment Services Inc.*, що продає медпрепарати за зниженими цінами, з *Merch&Co.*, провідним виробником ліків — приклад вертикального злиття. **Конгенеретичне** означає — близький за природою та за діями — і звідси цей тип злиття включає близькі підприємства, але не виробників однієї продукції (горизонтальне), чи фірм, що знаходяться у зв'язку виробник-постачальник (вертикальне). Прикладами конгенеретичних злиттів є захоплення Uniliver компанії Chesebrough-Ponds та коли *Philip Morris* придбав *General Foods* і *Kraft*. **Конгломеративне злиття** має місце, коли поєднуються не близькі підприємства, наприклад, коли *Mobil Oil* придбала *Montgomery Ward*.

## 6.2. Процедура об'єднання компаній

Одна компанія (як правило більша з двох) просто вирішує купити іншу компанію, проводить переговори про ціну з керівництвом компанії, яку планує придбати, а потім придбає намічену до купівлі компанію.

Зрідка компанія, яку придбавають, буде ініціювати угоду, взагалі це більше відповідає компаніям, що прагнуть до придбання інших, ніж компаніям, які хочуть бути придбаними.<sup>6</sup> Наступна умова полягає в тому, що ми будемо іменувати компанію, яка хоче придбати іншу компанію, компанією, що хоче придбати, а компанію, котру вона хоче придбати, компанією, яку придбавають. Якщо поглинаюча компанія, що хоче придбати, виявляє можливу ціль придбання, то вона повинна встановити: 1) відповідну ціну, або перелік цін; 2) орієнтовний до використання вид платежів — готівка, (і власні акції, облігації або їх комбіновані (змішані) пропозиції).

Далі керівництво компанії, що хоче придбати, повинно вирішити, як знайти підходи до керівництва компанії, що поглинається (компанії, яку хочуть придбати). Якщо компанія, що придбаває, має підстави вважати, що керівництво компанії, яку придбавають, схвалює злиття, тоді вона тільки пропонує це злиття та намагається виробити якісь припустимі умови угоди. Якщо угоди досягнуто, тоді дві команди менеджерів роблять заяву про злиття своїм утримувачам акцій, зазначаючи, що вони схвалили злиття, а керівництво компанії, що поглинуло (компанії, яку придбавають) рекомендуватиме своїм утримувачам акцій погодитись зі злиттям. Як правило, утримувачів акцій прохають пропонувати (або підписати) свої акції в зазначений фінансовий інститут разом із нотаріально засвідченим дорученням, яке передає право власності на їх акції компанії, що придбаває. Утримувачі акцій компанії, яка буде придбана, потім одержать спеціальні платежі у вигляді акцій компанії, що придбаває (у цьому разі утримувачі акцій компанії, яка була придбана, стануть акціонерами компанії, що придбала), готівку, облігації або комбіновано — готівку та цінні папери. Це буде **дружнє злиття**.

Поглинання (злиття) компанії *RCA* компанією *General Electric* (GE) є прикладом такого дружнього злиття. По-перше, Ради директорів двох компаній заявили, що *RCA* погодилася бути придбаною *GE* за умови бути проданою повністю за готівку за ціною по 66 доларів і 50 центів за акцію. Злиття було схвалене акціонерами, Федеральною комісією з комунікацій та Міністерством юстиції, а потім злиття було завершено. Іншими прикладами дружніх злиттів є: придбання компанією *Federal Express* компанії *Tiger International*, злиття компанії *Time* з компанією *Warner Communication* та придбання компанією *AT&T* компанії *McCaw*.

Однак, часто керівництво компанії, яка поглинається, чинить опір злиттю (поглинанню). Можливо, менеджери відчують, що ціна, запропонована за акції, дуже низька, або, можливо, вони просто хочуть зберегти свої робочі місця. У тому чи іншому разі про пропозицію компанії, що придбаває, заявляється як про ворожу, а не дружню, а компанія, що хоче придбати, повинна зробити пряме звернення до акціонерів компанії, яку придбавають. При ворожому поглинанні поглинаюча компанія буде прохати акціонерів компанії, яку придбавають, оголошуючи про те, що вона прагне до контролю, передачі або пропозиції до передачі їх акцій в обмін за запропонованою ціною (ціна, як правило, встановлюється в залежності від суми, що припадає на частку придбаного акціонерного капіталу, хоча вона може встановлюватись і в показниках компанії, яку придбавають).

При **ворожому поглинанні** все ж таки керівництво компанії, яка поглинається, буде спонукати акціонерів не пропонувати своїх акцій, як правило, стверджуючи, що запропонована ціна нижча від ринкової. Через те, що пропозиція купівлі акцій є прямим зверненням до акціонерів, то вона не потребує згоди керівництва компанії, що поглинається. Практика пропозицій купівлі акцій не нова, але кількість таких пропозицій досить збільшується останніми роками.

**Державне регулювання злиття (на прикладі США).** До середини 1960-х років дружнє злиття, як правило, проходило шляхом простого злиття акціонерного капіталу, що перейшов з іншої компанії, а боротьба за контроль була основним засобом, що використовувався у вигляді знаряддя противника у битві за контроль над компаніями. Однак в середині 1960-х років скупники акцій з метою придбання контролю над компаніями почали діяти по-іншому. По-перше, вони помітили, що дуже багато часу віднімає організація боротьби за контроль, бо вони вимушені були спочатку вимагати список утримувачів акцій компанії при відмові одержати рішення суду, яке вимагає передати їм список. Протягом цього часу керівництво компанії, яку хочуть придбати, могло обмірковувати різні прийоми стратегії, що спрямовані на відбиття натиску покупців акцій. У результаті підбурювачі боротьби за контроль в основному терпіли поразку.

В основному Конгрес хотів поставити керівництво компаній, що поглинаються, в краще становище, щоб захистити їх від пропозицій ворожого поглинання. Крім того. Конгрес гадав, що власники

акцій потребували більш легкого доступу до інформації щодо пропозиції купівлі, зробленої особисто ними, включаючи інформацію про кожний цінний папір, що міг бути їм запропонований замість готівки, щоб прийняти раціональне рішення щодо того – приймати чи не приймати пропозицію.

Закон Вільямса вніс свої три наступні основні обмеження в діяльність поглинаючих компаній: 1). Особи, що придбали, повинні відкрити свої сьогоднішні та майбутні наміри протягом 10 днів з моменту накопичення з граничної міри в 5% акціонерного капіталу компанії, а також вказати джерело фондів, які використовувалися для придбання цієї компанії. 2). Акціонерам компанії, що поглинається, повинна бути надана можливість мати в крайньому разі 20-денний термін для пропозиції продажу своїх акцій, отже, афера (пропозиція) повинна бути "відкрита", в крайньому разі, 20 днів. 3). Якщо поглинаюча компанія збільшить запропоновану ціну в 20-денний термін відкритого періоду, то всі акціонери, котрі пропонували свої акції на продаж до нової пропозиції ціни, повинні одержати гроші, виходячи з нової ціни. Підсумовуючи вищевикладене, можемо сказати, що всі ці обмеження були призначені, щоб зменшити можливість стихійного прийняття пропозиції продажу акціонерами поглинаючої компанії.

**Злиттям товариств визнається виникнення нового товариства шляхом передачі йому всіх прав і обов'язків двох або декількох товариств із припиненням останніх Права й обов'язки останніх переходять до знову виниклого товариства відповідно до передатного акта.**

Так, приміром, відповідно до Стандартів емісії при реорганізації комерційних організацій, крім визначення процедури розміщення акцій при злитті акціонерних товариств, також визначається порядок розміщення цінних паперів (акцій, облігацій) при злитті комерційних організацій іншої організаційно-правової форми.

У Росії для того щоб здійснити реорганізацію у формі злиття, необхідно послідовно пройти такі основні етапи.

## Основні етапи процедури

1. Укладання договору про злиття товариствами, що беруть участь у злитті.

2. Ухвалення рішення загальними зборами акціонерів кожного товариства, що беруть участь у злитті, **про реорганізацію у формі злиття, про твердження договору про злиття і про твердження передатного акта.**

3. Затвердження Статуту і вибори ради директорів знову виникаючого АТ на спільних загальних зборах акціонерів товариств, що беруть участь у злитті.

4. Державна реєстрація юридичної особи, що виникла в результаті злиття.

5. Державна реєстрація випуску цінних паперів, розташовуваних при злитті, і звіту про підсумки випуску цінних паперів.

Для кожного з етапів є обов'язкові правила, установлені нормативними актами.

**На першому етапі** при укладанні договору про злиття товариствами, що беруть участь у злитті, **обов'язково** повинні бути визначені **порядок і умови злиття**, а також **порядок конвертації акцій** кожного АТ в акції і (або) інші цінні папери нового АТ.

До того ж у договорі при визначенні порядку конвертації (обміну) цінних паперів, розташовуваних при злитті комерційних організацій, указується вид, категорія (тип), номінальна вартість, співвідношення конвертації (обміну).

**На другому етапі** рішення загальних зборів акціонерів кожного товариства, що беруть участь у злитті, **про реорганізацію у формі злиття, про твердження договору про злиття і про твердження передатного акта** приймається **тільки** за пропозицією ради директорів (наглядової ради) товариства. При цьому зазначене рішення загальних зборів акціонерів приймається **більшістю в три чверті голосів** акціонерів – власників голосуючих акцій, що беруть участь у загальних зборах акціонерів.

**На третьому етапі** затверджується статут і вибирається рада директорів знову виникаючого АТ, робиться це **тільки** на спільних загальних зборах акціонерів товариств, що беруть участь у злитті, у порядку, установленому Законом “Про акціонерні товариства”.

**На четвертому етапі** товариство, що виникло в результаті злиття, підлягає обов'язковій державній реєстрації за загальними правилами, установленим законодавством для реєстрації юридич-

них осіб, за винятком окремих моментів, зв'язаних із правовим регулюванням питань реорганізації товариств.

Для реєстрації важливо перевірити наявність юридично правильно оформлених документів, необхідних на перших трьох етапах (договір про злиття, із усіма необхідними умовами, передатні акти, що відповідають протоколами загальних зборів товариств і т. п.).

Зустрічаються випадки, коли товариства проходять всі етапи і встановлені законодавством процедури злиття, реєструють нову юридичну особу, з ліквідацією товариств, що беруть участь у злитті, але допускають при цьому всього одну помилку, що приводить часом до безвиході. Така, приміром, помилка, зв'язана з відсутністю в договорі про злиття умов і порядку конвертації акцій товариств, що беруть участь у злитті, в акції і (або) інші цінні папери нового АТ, може виявитися тільки на наступному етапі – при державній реєстрації випуску цінних паперів, розташовуваних при злитті. У такому випадку практично неможливо виправити помилки, допущеної при складанні договору, тому що юридичні особи, які беруть участь у злитті, уже ліквідовані. Винуними виявляються самі товариства, які зливаються, тому що при реєстрації нового товариства, створеного в результаті злиття, органи, що реєструють зазначені юридичні особи, як правило, не несуть відповідальності за зміст і вірогідність зведень у документах, що представляються.

Очевидно, було б досить корисно обмовити у відповідних нормативних актах, що державні органи, які здійснюють державну реєстрацію юридичних осіб, створених у результаті злиття, зобов'язані вимагати не тільки наявності самого договору про злиття, але і включення в нього обов'язкових зведень про порядок і умови злиття, а також про порядок конвертації акцій кожного АТ в акції і (або) інші цінні папери нового АТ.

Необхідно також відзначити особливості, зв'язані з реєстрацією статуту товариства, створеного в результаті злиття. Статутний капітал акціонерного товариства, створеного в результаті злиття, може бути більший від суми статутних капіталів (складників капіталів, пайових фондів) комерційних організацій, що беруть участь у такій реорганізації, але не повинен перевищити вартості чистих активів створеної в результаті злиття комерційної організації.

**На п'ятому етапі** при державній реєстрації випуску цінних паперів, розташовуваних при злитті, і звіту про підсумки випуску цінних паперів необхідно дотримуватися наступних вимог.

По-перше, документи на державну реєстрацію випуску цінних паперів, розташовуваних при такій реорганізації, повинні бути подані в орган, що реєструє, не пізніше місяця з дати державної реєстрації комерційної організації, створеної в результаті злиття.

По-друге, рішення про випуск акцій і рішення про випуск облігацій акціонерного товариства при його створенні в результаті злиття має бути затверджене радою директорів цього акціонерного товариства. При цьому рішення про випуск цінних паперів комерційної організації затверджується при її створенні в результаті злиття – на підставі і відповідно до договору про злиття.

По-третє, рішення про випуск цінних паперів, розташовуваних при злитті, має обов'язково містити зведення про порядок і умови розміщення цінних паперів, де зазначається відповідний спосіб їх розміщення.

### **Шляхи розміщення цінних паперів при злитті комерційних організацій**

У той же час непростим є розміщення цінних паперів, здійснюване шляхом обміну на акції акціонерного товариства, створеного в результаті злиття, часток учасників товариства або товариства з обмеженою (додатковою) відповідальністю, паїв членів кооперативу, реорганізованих шляхом такого злиття. Існує можливість злиття товариства з обмеженою відповідальністю і товариства з додатковою відповідальністю; або товариства з обмеженою відповідальністю і виробничим кооперативом;

або товариства з додатковою відповідальністю і виробничим кооперативом; або всіх перелічених юридичних осіб між собою, у результаті якого утвориться акціонерне товариство.

В усіх зазначених випадках конвертація (або обмін) вважається здійсненою у цінні папери комерційної організації, створеної в результаті такого злиття, відповідно до договору про злиття в момент державної реєстрації комерційної організації, створеної в результаті злиття,

При цьому цінні папери комерційних організацій, що реорганізуються шляхом злиття, при їх конвертації анулюються.



Одночасно з державною реєстрацією випуску цінних паперів, розташовуваних при злитті комерційних організацій, здійснюється реєстрація звіту про підсумки випуску цінних паперів.

**Приєднанням товариства визнається припинення одного або декількох товариств із передачею всіх прав і обов'язків іншому товариству. До останнього при цьому переходять права й обов'язки приєданого відповідно до передатного акта.**

### **Основні етапи процедури**

1. Укладання договору про приєднання між товариством, що приєднується, і товариством, до якого здійснюється приєднання.

2. Ухвалення рішення загальними зборами акціонерів товариства, що приєднується, і товариства, до якого здійснюється приєднання, про реорганізацію у формі приєднання, про затвердження договору про приєднання і про затвердження передатного акта.

3. Державна реєстрація випуску цінних паперів, розташовуваних при приєднанні, і звіту про підсумки випуску цінних паперів.

4. Внесення змін у статут акціонерного товариства, до якого здійснене приєднання, зв'язаних зі збільшенням його статутного капіталу на номінальну вартість розміщених додаткових акцій, збільшенням числа розміщених акцій і зменшенням числа оголошених акцій відповідних категорій (типів). За винятком випадків конвертації акцій приєданого акціонерного товариства або обміну часток учасників приєданого товариства або товариства з обмеженою (додатковою) відповідальністю, паїв членів приєданого кооперативу в акції, придбані і (або) викуплені акціонерним товариством, до якого здійснюється приєднання, і (або) цього акціонерного товариства, що надійшли в розпорядження.

**На першому етапі** у договорі про приєднання обов'язково бути визначені порядок і умови приєднання, а також порядок конвертації акцій товариства, що приєднується, в акції і (або) інші цінні папери товариства, до якого здійснюється приєднання.

**На другому етапі** рішення загальних зборів акціонерів товариства, що приєднується, і товариства, до якого здійснюється приєднання, про реорганізацію, у формі приєднання, про затвердження договору про приєднання і про затвердження передатного акта приймаються тільки за пропозицією ради директорів (наглядової ради) кожного товариства.

При цьому зазначені рішення загальних зборів приймаються більшістю в три чверті голосів акціонерів – власників голосуючих акцій, що беруть участь у загальних зборах акціонерів.

Після цього на спільних загальних зборах акціонерів зазначених товариств приймається рішення про внесення змін і доповнень у статут і в разі потреби – з інших питань. У законі не говориться, які саме зміни і доповнення вносяться в статут і в якому товаристві. При цьому порядок голосування на спільних загальних зборах акціонерів визначається договором про приєднання.

З логіки випливає, що ці зміни зв'язані, насамперед, з цінними паперами товариства, до якого здійснюється приєднання, і (або) зміною його статутного капіталу. Приміром, у випадку випуску додаткових цінних паперів акціонерним товариством (до нього здійснюється приєднання) і в які в наступному будуть конвертовані цінні папери товариства, що приєднується, на спільних загальних зборах акціонерів повинні бути прийняті: рішення про внесення змін, зв'язаних зі збільшенням його статутного капіталу на номінальну вартість розміщених додаткових акцій, збільшенням числа розміщених акцій і зменшенням числа оголошених акцій відповідних категорій (типів). Тим більше, що в цьому випадку зазначені зміни в статут вносяться тільки після реєстрації рішення і звіту про підсумки зазначеного випуску і до внесення запису до державного реєстру про припинення діяльності комерційної організації, що приєднується.

**На третьому етапі** здійснюється державна реєстрація випуску цінних паперів, розташовуваних при приєднанні, і звіту про підсумки випуску.

Документи на державну реєстрацію випуску цінних паперів, розташовуваних при реорганізації шляхом приєднання, повинні бути представлені в орган, що реєструє, протягом трьох місяців з дати затвердження рішення про випуск цінних паперів комерційною організацією, до якої здійснюється приєднання.

При цьому рішення про випуск цінних паперів комерційної організації затверджується при приєднанні до неї на підставі і відповідно до рішення про збільшення її статутного капіталу шляхом розміщення додаткових акцій і договором про приєднання (який в обов'язковому порядку представляється в орган, що реєструє).

Звіт про підсумки випуску цінних паперів, у випадку реорганізації шляхом приєднання, має бути представлений емітентом в ор-

ган, що реєструє, не пізніше 30 днів з моменту внесення до реєстру запису про припинення діяльності комерційної організації, що приєднується.

Необхідно відзначити, що у всіх способах розміщення цінних паперів при реорганізації комерційних організацій у формі приєднання конвертація акцій приєданого акціонерного товариства або обмін часток учасників приєданого товариства або товариства з обмеженою (додатковою) відповідальністю, паїв членів приєданого кооперативу може здійснюватися в акції, придбані і (або) викуплені, і (або) отримані в розпорядження і (або) у додаткові акції акціонерного товариства, до якого відбувається приєднання.

Зазначені способи і шляхи конвертації цінних паперів і (або) обміну часток комерційних організацій, що приєднуються, в акції товариства, до якого здійснюється приєднання, є вичерпними й обов'язковими для виконання у встановленому порядку.

Це означає, що неможливий випадок приєднання однієї комерційної організації до акціонерного товариства без конвертації цінних паперів або обміну часток комерційної організації в акції (або інші цінні папери) товариства, до якого здійснюється приєднання. Однак, як викладено вище, інші способи приєднання комерційних організацій до акціонерного товариства знаходять своє відображення в Стандартах емісії при реорганізації комерційних організацій і є обов'язковими для виконання у встановленому порядку.

**На четвертому етапі** у випадку, якщо конвертація акцій приєданого АТ або обмін часток учасників приєданого товариства або товариства з обмеженою (додатковою) відповідальністю, паїв членів приєданого кооперативу здійснюється в додаткові акції АТ, до якого здійснюється приєднання, у його статут повинні бути внесені зміни, зв'язані зі збільшенням статутного капіталу на номінальну вартість розміщених додаткових акцій, збільшенням числа розміщених акцій і зменшенням числа оголошених акцій відповідних категорій (типів).

При цьому внесення в статут акціонерного товариства таких змін і їх державна реєстрація здійснюються на підставі рішення про збільшення статутного капіталу шляхом розміщення додаткових акцій, а також зареєстрованого звіту про підсумки їх випуску.

Статутний капітал акціонерного товариства, до якого здійснюється приєднання, так само як і у випадку злиття, може бути більший статутний капітал (складових капіталів, пайових фондів) ко-

мерційних організацій, що беруть участь у такій реорганізації, але не повинне перевищити вартості її чистих активів.

### 6.3. Інвестиційний аналіз злиття

Теоретично аналіз поглинань не дуже складний. Фірма, яка поглинає, звичайно, аналізує стан кошторисів капіталовкладень та їх окупність (економічний аналіз ефективності капіталовкладень) для визначення того, чи буде перевищувати очікуваний поточний прибуток у вигляді наявних грошових надходжень суму, яка має бути сплачена за компанію, що поглинається при злитті, і якщо чиста величина прибутку має позитивне значення, то фірма, яка поглинає, може скласти угоду про придбання.

З точки зору фінансового аналізу є два основних типи операцій злиття: операційне та фінансове.

1. **Операційне злиття** — це злиття двох компаній, при якому їх операції об'єднані з метою отримання можливого ефекту синергізму. Угоди злиття компанії *Chemical Banking* з компанією *Manufactures Hanover* та компанії *NCNB* з компанією *CLS/Sovran* є добрим прикладами операційних злиттів.

2. **Фінансовим злиттям** називається таке злиття, при якому компанії, що зливаються, не діють як ціла економічна одиниця і від якого не очікується поточного економічного ефекту.

Поглинання компанією *Coca-Cola* компанії *Columbia Pictures* є прикладом фінансового злиття. Звичайно, злиття можуть поєднувати ознаки кожного типу. Таким чином, якщо б компанія *Mobile* придбала компанію *Marathon Oil*, то це злиття було б в основному операційним. Однак, при злитті з компанією *U. S. Steel*, як переможницею, таке злиття, по суті, носило більше фінансовий характер, ніж операційний.

**Умови злиття.** Умови здійснення злиття включають відповіді на два важливих запитання:

1. Хто буде контролювати об'єднане підприємство?
2. Скільки заплатить компанія, яка поглинає, за компанію, що поглинається? Ці питання обговорюються нижче.

Контроль після злиття. Становище у сфері службового контролю часто є життєво важливим. По-перше, уявимо ситуацію, в якій мала фірма, що є власністю менеджера, переходить у власність великого концерну. Власник-менеджер може бути стурбований

збереженням свого високого статусу, і він чи вона може також розвинути дружні стосунки з робітниками і, отже, потурбуватися про збереження управління справами після злиття. Якщо справи складаються таким чином, то ці питання, можливо, слід обговорити при переговорах про злиття.

Коли фірма, що належить органам влади і не контролюється її менеджерами, зливається з іншою компанією, то керівництво фірми, яка поглинається, також стурбовано своїм станом після злиття. Якщо компанія, яка поглинає, погоджується зберегти старе керівництво, то тоді керівництво може побажати підтримати злиття і рекомендувати прийняти його власникам акцій. Якщо ж старе керівництво повинно піти, то воно, можливо, буде чинити опір такому злиттю.

Сплачена ціна. Другим основним питанням злиття є ціна, яку треба сплатити за компанію, що придбавається, а саме, готівка або цінні папери повинні бути дані власникам компанії, яка поглинається. Аналіз цього питання аналогічний звичайному аналізу при складанні кошторисів капіталовкладень та їх окупності (економічному аналізу ефективності намічених капіталовкладень): оцінюється додатковий прибуток (дохід), облікова ставка (обліковий відсоток, ставка дисконту) використовується для визначення поточної вартості (дисконтованої вартості — суми очікуваного в майбутньому доходу) цього прибутку і якщо поточна вартість (дисконтована вартість) майбутнього додаткового доходу перевищує ціну, яку треба заплатити за компанію, що поглинається, то злиття схвалюється. Таким чином, тільки коли компанія, яка поглинається, коштує більше для компанії, що поглинає, від її ринкової ціни як окремої економічної одиниці, то злиття буде неможливим. Очевидно, що компанія, яка придбаває, намагається купити за, можливо, нижчою ціною, в той час як компанія, яку намагаються придбати, хотіла б бути проданою за можливо вищою ціною. Остаточна ціна визначається шляхом переговорів з тим, хто надає найпривабливіші умови, пропонуючи ціну. Чим більший прибуток від ефекту синергізму, тим більший простір існує для проведення переговорів і тим більша можливість того, що злиття дійсно відбудеться.

**Розробка оборонної тактики.** Компанії, що підлягають поглиненню, і не бажають бути придбаними будь-ким, звичайно, звертаються за допомогою до інвестиційних банкірських будинків або

юридичної фірми, яка спеціалізується на блокуванні поглинань. Захист від поглинань включає такі тактичні прийоми, як:

1) зміна статусу компанії таким чином, щоб тільки одна третина директорів обиралася щорічно і щоб 75% голосів (кваліфікована більшість), а не проста більшість була потрібна для схвалення злиття; 2. прагнення переконати власників акцій компанії, яка поглинається, в тому, що запропонована потенційним покупцям ціна занадто низька. 3. піднімання галасу про проблеми антитрестівського законодавства в надії на втручання Міністерства юстиції; 4. прагнення роздути ціну більшу за ту, яка пропонується потенційним покупцем, за рахунок купівлі знову раніше проданого на відкритому ринку акціонерного капіталу. 5. залучення "білого лицаря", який більше підходить керівництву фірми, що поглинається, для конкуренції з потенційним покупцем; 6. залучення "білого сквайра", тобто особи, що приязно відноситься до існуючого керівництва компанії, яка поглинається, з питанням про придбання частки акцій цієї компанії; 7). використання способу під назвою "отруєна пілюля", про який говориться нижче.

"Отруєна пілюля" — це спосіб, який призводить до фактичного економічного самогубства компанії через прагнення уникнути поглинення і включає такі тактичні прийоми, як взяття кредиту (позики) на умовах, що потребують негайної виплати всіх боргів при поглиненні компанії, розпродажу за низькими цінами активів, які спочатку робили компанію бажаною і ціллю для поглинання, проведення вигідних одноразових виплат під назвою "золотий парашут" керівництву компанії, яка поглинається, у такому розмірі, що їх вибуття робить неможливим злиття і планування оборотних злиттів, які залишають компанію з наявними активами сумнівної вартості і великим боргом для обслуговування.

Нині найпоширенішим способом застосування "отруєної пілюлі" є надання права на купівлю будь-якою компанією акцій компанії, що придбає, за половину ціни, якщо злиття відбудеться.

Наприклад, компанія *Ir Pepper*, яка є третьою за величиною серед виробників безалкогольних напоїв, розробила спосіб "отруєної пілюлі", що спрямований на зрив будь-яких планів її поглинання з боку компанії *Cadbury Schweppers*, найбільшим пайщиком (що володіє 25,9% часткою акціонерного капіталу) компанії *Ir Pepper*. Спосіб "отруєної пілюлі" був би готовий до застосування, якщо б компанія *Casibuz* збільшила володіння своєї частки акцій до 26% і

більше. Застосування способу "отруєної пілюлі" надавало б право усім акціонерам, за винятком акціонерів *СквіБігу*, придбати звичайні акції компанії *ІзПеррег* зі знижкою 59%. Проте "отруєна пілюля" не пропонувалася до використання, якщо б Рада директорів компанії *Із Перрег* схвалила пряму пропозицію ціни власникам акцій або пропозицію розрахунку, яка відповідала б "корінним інтересам компанії". Явне використання "отруєних пілюль" стримується розумінням директорами того, що надмірне використання цього засобу могло б ініціювати судові позови акціонерів особисто проти тих директорів, хто голосував за "отруєні пілюлі", і можливо, в найближчому майбутньому будуть прийняті закони, які обмежать подальше використання керівництвом "отруєної пілюлі". Проте певні інвестиційні банкірські будинки та адвокати, що спеціалізуються на злиттях, стурбовані обмірковуванням нових "формул отруєних пілюль", а інші якраз активно намагаються винайти антидоти.

**Встановлення прийнятної вартості.** При дружньому злитті, яке розробляється конфіденційно керівництвом двох компаній, важливо зуміти документально підтвердити, що узгоджена заздалегідь ціна є справедливою, інакше власники акцій кожної компанії можуть порушити судову справу, щоб блокувати злиття. Таким чином, при проведенні багатьох великих злиттів кожна сторона, що бере участь в угоді, найме інвестиційну банкірську фірму, щоб оцінити вартість компанії, яка поглинається, з одного боку, і допомогти встановити справедливу (прийнятну) ціну, з другого боку. Наприклад, компанія *General Electric* скористалася послугами компанії *Morgan Stanley* для визначення справедливої ціни компанії *Utan International*, те ж саме зробила компанія *Royal Dutch*, щоб їй допомогли встановити ціну, яку вона сплатила за *Shell Oil*. Однак, навіть у разі коли злиття не є дружнім, може надійти прохання до інвестиційних банкірських будинків сприяти у визначенні ціни. Якщо робиться несподівана тендерна пропозиція (безпосередньо акціонерам компанії, що придбавається), то компанія, що придбаває, бажатиме знати найменшу ціну, за яку вона була б спроможна придбати акціонерний капітал компанії, що поглинається, в той час як компанія, що поглинається, може намагатися довести, що запропонована за неї ціна занадто низька.

#### 6.4. Поділ, виділення та перетворення товариств

Поділом товариства визнається припинення діяльності товариства з передачею всіх його прав і обов'язків створюваним товариствам. При поділі АТ усі його права й обов'язки переходять до двох або декількох знову створюваних товариств відповідно до розподілюваного балансу.

У той же час, відповідно до Стандартів емісії при реорганізації комерційних організацій, крім визначення процедури розміщення цінних паперів при реорганізації у формі поділу товариства, також визначається порядок розміщення цінних паперів (акцій, облігацій) юридичних осіб, створених у результаті такої реорганізації, іншої організаційно-правової форми.

##### **Основні етапи процедури поділу:**

1. Ухвалення рішення загальними зборами акціонерів реорганізованого у формі поділу товариства про реорганізацію у формі поділу, порядку і про умови цієї реорганізації, про створення нових товариств і порядок конвертації акцій реорганізованого товариства в акції і (або) інші цінні папери створюваних товариств.

2. Прийняття загальними зборами акціонерів кожного заново створюваного товариства рішень про затвердження його статуту й обрання ради директорів (наглядової ради).

3. Державна реєстрація юридичних осіб, що виникли в результаті поділу.

4. Державна реєстрація випуску цінних паперів юридичними особами, що виникли в результаті реорганізації у формі поділу.

На кожному із зазначених етапів реорганізації у формі **поділу** необхідно дотримуватися таких правил:

**На першому етапі** рішення загальних зборів акціонерів про реорганізацію у формі поділу, порядку і про умови цієї реорганізації, про створення нових товариств і порядок конвертації акцій реорганізованого товариства в акції і (або) інші цінні папери створюваних товариств приймається **тільки** за пропозицією ради директорів (наглядової ради) товариства. При цьому зазначене рішення загальних зборів акціонерів приймається більшістю в три чверті голосів акціонерів – власників голосуючих акцій, що беруть участь у загальних зборах акціонерів.

**На другому етапі** при прийнятті рішень загальними зборами акціонерів кожного заново створюваного товариства, створеного в результаті поділу, при затвердженні його статуту й обранні ради



директорів (наглядової ради) необхідно враховувати особливості прийняття зазначених рішень. При обранні членів ради директорів (наглядової ради) товариств, створюваних у результаті поділу, **не поширюються** вимоги про терміни висування кандидатів у члени ради директорів.

**На третьому етапі** юридичні особи, що виникли в результаті поділу, підлягають державній реєстрації. Слід зазначити, що товариство вважається створеним саме з моменту його державної реєстрації.

При державній реєстрації юридичних осіб створених у результаті поділу необхідно враховувати, що сума статутних капіталів акціонерних товариств, створених у результаті поділу, може бути більша статутного капіталу (складового капіталу, пайового фонду) комерційної організації, реорганізованої шляхом такого поділу. У той же час статутний капітал комерційної організації, створеної шляхом поділу, не повинне у результаті такої реорганізації перевищити вартість її чистих активів.

**На четвертому етапі** підлягають державній реєстрації цінні папери, розташовувані при реорганізації шляхом поділу товариства. При цьому документи для державної реєстрації випуску цінних паперів, розміщуваних при реорганізації у формі поділу, повинні бути представлені в орган, що **реєструє, протягом місяця** з дати державної реєстрації комерційної організації, створеної в результаті поділу.

Нормативними актами передбачені такі шляхи розміщення цінних паперів при реорганізації у формі поділу.

Перший шлях розміщення цінних паперів при реорганізації у формі поділу акціонерного товариства не викликає особливих труднощів. Єдине – необхідно обмовитися, що в результаті поділу акціонерного товариства може виникнути і більше двох товариств, залежно від прийнятого рішення загальними зборами акціонерів про поділ товариства. Також слід зазначити, що порядок конвертації акцій в акції заново створюваних товариств повинний бути детально обговорений при прийнятті рішення про реорганізації у формі поділу на загальних зборах акціонерів.

Слід зазначити, що розміщення цінних паперів при реорганізації у формі поділу шляхом так званого “обміну”, практично не здійсненне в житті. Це зв'язано з тим, що ніде не зазначено визначення поняття “обмін” для застосування його у сфері ринку цінних

паперів. Є визначення договору міни, коли кожна зі сторін зобов'язується передати у власність іншої сторони один товар в обмін на інший. Тому навіть якщо припустити, що під обміном у даному випадку варто розуміти обов'язок передати один товар в обмін на інший без переходу прав власності, то й за цієї умови на практиці можуть виникнути складнощі у здійсненні зазначеної процедури.

Розглянемо для наочності такий приклад. При поділі **товариства з обмеженою відповідальністю воно, як правило, у встановленому законодавством порядку припиняє існування в момент створення нових юридичних осіб, що з'являються в результаті такої реорганізації. Обмін же визнається здійсненим у момент державної реєстрації юридичних осіб (акціонерних товариств), створених у результаті такого поділу.** Таким чином, зазначені моменти створення нових юридичних осіб у результаті поділу і момент, коли обмін вважається здійсненим, як правило, збігаються. Отже, обміняти акції заново утворених акціонерних товариств на частки товариства, що припинило існування, з обмеженою відповідальністю відповідно до цивільного законодавства **не представляється можливим.**

Ми припускаємо, що питання правового регулювання реорганізації у формі поділу інших юридичних осіб (крім акціонерних товариств) будуть згодом більш чітко регламентовані спеціальним законодавством або в діючі нормативні акти будуть внесені відповідні зміни.

Досить часто на практиці виникають суперечки, зв'язані з підставами і термінами конвертації цінних паперів при реорганізації акціонерних товариств у формі поділу. Однозначно закріплено, що цінні папери комерційної організації, реорганізованої шляхом поділу, **вважаються конвертованими** в цінні папери комерційної організації, створеної в результаті такого поділу **відповідно до рішення про поділ у момент державної реєстрації** комерційної організації, створеної в результаті такого поділу. При цьому цінні папери комерційних організацій, що реорганізуються шляхом поділу при їхній конвертації, анулюються.

Таким чином, ще раз слід підкреслити важливість такого документа як протокол загальних зборів акціонерів, у якому фіксується рішення про реорганізацію у формі поділу з детальною регламентацією порядку конвертації (або обміну) цінних паперів. При визначенні порядку конвертації (обміну) цінних паперів у **рішенні**

**про поділ обов'язково повинні бути зазначені:** вид, категорія (тип), номінальна вартість, співвідношення конвертації (обміну), розміщуваних при такій реорганізації цінних паперів.

Нормативними актами визначені також обов'язкові умови розміщення цінних паперів при реорганізації у формі поділу. Так, наприклад, кожному акціонеру реорганізованого акціонерного товариства має належати ціле число акцій кожного акціонерного товариства, створюваного в результаті поділу, що надають такі ж права, що і належні йому акції в реорганізованому акціонерному товаристві, пропорційне числу приналежних йому акцій.

**Виділенням товариства визнається створення одного або декількох товариств із передачею їм частини прав і обов'язків реорганізованого товариства без припинення останнього. При виділенні зі складу АТ одного або декількох товариств до кожного з них переходить частина прав і обов'язків реорганізованого у формі виділення АТ відповідно до розподілюваного балансу.**

#### **Основні етапи процедури виділення:**

1. Ухвалення рішення загальними зборами акціонерів, реорганізованого у формі виділення, про порядок і про умови виділення, про створення нового товариства, можливості конвертацій акцій товариства в акції і (або) інші цінні папери виділюваного товариства і порядку такої конвертації, про затвердження розподілюваного балансу.

2. Прийняття загальними зборами акціонерів кожного заново створюваного товариства рішення про затвердження його статуту й обрання ради директорів (наглядової ради).

3. Державна реєстрація юридичної особи, що виникла в результаті виділення і внесення відповідних змін в установчі документи реорганізованої юридичної особи (акціонерного товариства).

4. Державна реєстрація випуску цінних паперів юридичною особою, що виникла в результаті реорганізації у формі виділення.

На кожному із зазначених етапів реорганізації у формі **виділення** необхідно дотримуватися таких правил:

**На першому етапі** рішення загальних зборів акціонерів про реорганізацію у формі виділення, про порядок і про умови виділення, про створення нового товариства, можливості конвертації акцій товариства в акції і (або) інші цінні папери виділюваного товариств-

ва і порядку такої конвертації, про затвердження розподілюваного балансу **приймається тільки** за пропозицією ради директорів (наглядової ради) товариства. При цьому зазначене рішення загальних зборів акціонерів приймається більшістю в три чверті голосів акціонерів – власників голосуючих акцій, що беруть участь у загальних зборах акціонерів.

**На другому етапі** при прийнятті рішень загальними зборами акціонерів кожного заново створюваного товариства, створеного в результаті виділення, при затвердженні його статуту й обранні ради директорів (наглядової ради) необхідно враховувати, що якщо для товариства, створюваного в результаті реорганізації у формі поділу зазначений етап процедури реорганізації прямо передбачений Законом, то у випадку виділення подібні положення відсутні. Однак із самого визначення такої форми реорганізації видно, що в результаті виділення створюється одне або кілька товариств, для початку функціонування яких без зазначеного етапу не обійтися.

Відмітною ознакою виділення від поділу є той факт, що в результаті виділення, на відміну від поділу, юридична особа, яка реорганізується (акціонерне товариство), не припиняє свого існування.

**На третьому етапі** юридична особа, що виникла в результаті виділення, підлягає обов'язковій державній реєстрації. У випадку формування статутного капіталу акціонерного товариства, створюваного в результаті **виділення** за рахунок відповідного зменшення статутного капіталу комерційної організації, яка реорганізується шляхом виділення, державній реєстрації підлягають зміни в установчі документи товариства, яке реорганізується.

При цьому необхідно враховувати такі особливості.

По-перше, формування статутного капіталу акціонерного товариства, створюваного в результаті **виділення**, можливе за рахунок відповідного зменшення статутного капіталу комерційної організації, що реорганізується шляхом виділення і (або) за рахунок: а) коштів, отриманих юридичною особою, що реорганізується, від продажу своїх цінних паперів понад їхню номінальну вартість (емісійного доходу); б) залишків фондів спеціального призначення (фонду нагромадження, фонду споживання, фонду соціальної сфери) реорганізовуваної юридичної особи за підсумками попереднього року; в) нерозподіленого прибутку реорганізовуваної юридичної особи; г) коштів від переоцінки основних фондів реорганізовуваної юридичної особи.

По-друге, статутний капітал комерційної організації, реорганізованої шляхом виділення, не повинен у результаті такої реорганізації перевищити вартість її чистих активів.

По-третє, статутний капітал комерційної організації, створеної шляхом виділення, не повинен у результаті такої реорганізації перевищити вартість її чистих активів.

По-четверте, статутний капітал (складовий капітал, пайовий фонд) комерційної організації, реорганізованої шляхом виділення, може бути в результаті такого виділення зменшений, у тому числі на суму, меншу, ніж статутний капітал акціонерного товариства, створеного в результаті такого виділення.

**На четвертому етапі** державній реєстрації підлягає випуск цінних паперів юридичної особи (акціонерного товариства), що виникло в результаті реорганізації у формі виділення.

При цьому документи на державну реєстрацію випуску цінних паперів повинні бути представлені в орган, що реєструє, протягом місяця з дати державної реєстрації комерційної організації, створеної в результаті виділення.

Слід зазначити, що нормативними актами передбачені наступні шляхи розміщення цінних паперів при реорганізації у формі виділення.

Таким чином, розміщення цінних паперів при реорганізації у формі **виділення** комерційних організацій може здійснюватися такими способами:

1) шляхом конвертації в акції акціонерного товариства, створеного в результаті виділення, акцій акціонерного товариства, реорганізованого шляхом такого виділення;

2) шляхом конвертації в облігації комерційної організації, створеної в результаті виділення облігацій комерційної організації, реорганізованої шляхом такого виділення;

3) шляхом обміну на акції акціонерного товариства, створеного в результаті виділення, часток учасників товариства або товариства з обмеженою (додатковою) відповідальністю, паїв членів кооперативу, реорганізованих шляхом такого виділення;

4) шляхом придбання акцій акціонерного товариства, створеного шляхом виділення, комерційною організацією, реорганізованою шляхом такого виділення і (або) її учасниками.

Найбільшу складність представляє останній спосіб розміщення цінних паперів у зв'язку з відсутністю визначення поняття “при-

дбання цінних паперів”, як одного зі способів розміщення цінних паперів.

Слід звернути увагу, що стосовно такої форми реорганізації як виділення Законом допускається можливість обмовити в рішенні про реорганізації порядок і умови конвертації або не обумовляти зазначених умов. Залежно від цього розрізняють наступні умови визнання цінних паперів конвертованими, придбаними або виміняними.

По-перше, якщо рішення про виділення передбачає можливість конвертації акцій акціонерного товариства, обміну часток учасників товариства або товариства з обмеженою (додатковою) відповідальністю, паїв членів кооперативу, а також придбання акцій акціонерами, учасниками товариства або товариства з обмеженої (додатковою) відповідальністю, реорганізованих шляхом виділення, вони визнаються конвертованими (виміняними, придбаними) у (на) акції акціонерного товариства, створеного шляхом виділення, відповідно до рішення про виділення в момент державної реєстрації акціонерного товариства, створеного в результаті такого виділення.

По-друге, якщо рішення про виділення не передбачає можливості конвертації акцій акціонерного товариства, обміну часток учасників товариства або товариства з обмеженою (додатковою) відповідальністю, паїв членів кооперативу, а також придбання акцій акціонерами, учасниками товариства або товариства з обмеженої (додатковою) відповідальністю, реорганізованих шляхом виділення, всі акції акціонерного товариства, створеного шляхом виділення, визнаються придбаними комерційною організацією, реорганізованою шляхом такого виділення, у момент державної реєстрації акціонерного товариства, створеного в результаті такого виділення.

Якщо відповідно до рішення про виділення, що передбачає можливість конвертації акцій акціонерного товариства, обмін часток учасників товариства або товариства з обмеженою (додатковою) відповідальністю, паїв членів кооперативу, а також придбання акцій акціонерами, учасниками товариства або товариства з обмеженою (додатковою) відповідальністю, реорганізованих шляхом виділення, конвертація (обмін, придбання) здійснюється не в (на) всі акції виділюваного акціонерного товариства, то акції, що залишилися, визнаються придбаними комерційною організацією, реорганізованою шляхом такого виділення, у момент державної реєст-

рації акціонерного товариства, створеного в результаті такого виділення.

Облігації ж комерційної організації, реорганізованої шляхом виділення, визнаються конвертованими відповідно до рішення про виділення в момент державної реєстрації комерційної організації, створеної в результаті такого виділення.

Слід звернути увагу, що при реорганізації комерційної організації шляхом виділення, при якій здійснюється розміщення цінних паперів шляхом конвертації (обміну), установлені спеціальні правила (умови), обов'язкові для виконання:

1) кожному акціонеру реорганізованого акціонерного товариства має розміщатися ціле число акцій кожного акціонерного товариства, створюваного в результаті виділення, що надають такого ж права, що і належні йому акції в реорганізованому акціонерному товаристві, пропорційне числу приналежних йому акцій;

2) кожному учасникові реорганізованого товариства, реорганізованого товариства з обмеженою (додатковою) відповідальністю, членові реорганізованого кооперативу має належати ціле число акцій однакових категорій (типів) кожного акціонерного товариства, створюваного в результаті виділення, пропорційне розмірам належних їм часток (паїв) у реорганізованій комерційній організації.

**Перетворенням товариства визнається зміна його організаційно-правової форми. Акціонерне товариство вправі перетворитися тільки в товариство з обмеженою відповідальністю. При перетворенні АТ до знову виниклої юридичної особи переходять усі права й обов'язки реорганізованого АТ відповідно до передатного акта.**

**Основні етапи процедури перетворення:**

1. Ухвалення рішення загальними зборами акціонерів реорганізованого товариства про перетворення товариства, порядок і умови здійснення перетворення, про порядок обміну акцій товариства на внески учасників товариства з обмеженою відповідальністю або паї членів виробничого кооперативу.

2. Ухвалення рішення учасниками створюваного при перетворенні нової юридичної особи на своєму спільному засіданні про затвердження його установчих документів і обрання (призначення) органів керування.

3. Державна реєстрація юридичної особи, що виникла в результаті перетворення.

4. Державна реєстрація випуску цінних паперів юридичною особою, що виникла в результаті реорганізації у формі перетворення, якщо в процесі реорганізації здійснений випуск цінних паперів.

На кожному із зазначених етапів реорганізації у формі **перетворення** необхідно дотримуватися наступних правил:

**На першому етапі** рішення загальних зборів акціонерів про реорганізацію у формі перетворення товариства, порядок і умови здійснення перетворення, про порядок обміну акцій товариства на внески учасників товариства з обмеженою відповідальністю або паї членів виробничого кооперативу **приймається тільки** за пропозицією ради директорів (наглядової ради) товариства. При цьому зазначене рішення загальних зборів акціонерів приймається більшістю в три чверті голосів акціонерів – власників голосуючих акцій, що беруть участь у загальних зборах акціонерів.

Необхідно також підкреслити, що у рішенні про перетворення акціонерного товариства повинні бути встановлені типи акцій, що випускаються емітентом, права власників цих акцій, терміни і порядок обміну, співвідношення типів і номінальних вартостей акцій, що випускаються, застосовуване при обміні для всіх типів раніше випущених акцій.

Слід зазначити, що передбачається перетворення акціонерного товариства в товариство з обмеженою відповідальністю або у виробничий кооператив, з відповідним обміном акцій товариства на внески учасників товариства з обмеженою відповідальністю або паї членів виробничого кооперативу.

У той же час передбачає порядок створення товариств або при установі, або в результаті реорганізації. Тому розглядаючи питання реорганізації акціонерних товариств, на наш погляд, необхідно розглянути також питання створення акціонерних товариств у результаті реорганізації у формі перетворення.

**На другому етапі** при прийнятті рішень учасниками створюваного при перетворенні нової юридичної особи на своєму спільному засіданні при затвердженні його установчих документів і обранні (призначенні) органів керування необхідно керуватися вимогами федеральних законів про ці організації. Слід нагадати, що перетворення акціонерних товариств допускається Законом тільки в товариство з обмеженою відповідальністю або у виробничий кооператив. Відповідно необхідно враховувати вимоги законодавства щодо зазначених юридичних осіб.



**На третьому етапі** юридична особа, що виникла в результаті перетворення, підлягає обов'язковій державній реєстрації.

При цьому необхідно враховувати, що статутний капітал акціонерного товариства, створеного в результаті перетворення, може бути більший від статутного капіталу (статутного капіталу, пайового фонду) перетвореної комерційної організації, але не може перевищити вартості її чистих активів.

При реєстрації юридичних осіб, створюваних у результаті реорганізації у формі перетворення необхідно звернути увагу на те, що відкриті акціонерні товариства, акції яких знаходяться в державній (муниципальній) власності, не можуть бути перетворені в юридичну особу іншої організаційно-правової форми або брати участь у реорганізації, що приводить до створення такої юридичної особи.

**На четвертому етапі** у разі розміщення цінних паперів у результаті перетворення державній реєстрації підлягає випуск цінних паперів юридичної особи, що виникла в результаті такої реорганізації.

При цьому документи на державну реєстрацію випуску цінних паперів, розміщуваних при реорганізації, мають бути представлені в орган, що реєструє, протягом місяця з дати державної реєстрації комерційної організації, створеної в результаті перетворення.

Нормативними актами передбачені наступні шляхи розміщення цінних паперів при реорганізації у формі перетворення.

Зазначені шляхи розміщення цінних паперів передбачені Стандартами емісії цінних паперів при реорганізації комерційних організацій. Розглянемо детальніше кожен із наведених шляхів розміщення цінних паперів при реорганізації у формі перетворення.

**По-перше**, допускається розміщення цінних паперів, шляхом **конвертації** в облігації комерційної організації облігацій реорганізованої в неї комерційної організації. У даному випадку, видно, що об'єктом угоди є тільки **облігація**, випущена комерційною організацією. При цьому слід зазначити, що діючими нормативними актами **заборонено** здійснювати конвертацію акцій реорганізованого акціонерного товариства в облігації, а також конвертацію облігацій реорганізованого комерційної організації в акції.

**По-друге**, допускається розміщення цінних паперів шляхом **обміну** на акції акціонерного товариства часток учасників реорганізованого в нього товариства або товариства з обмеженою (додатковою) відповідальністю, паїв членів реорганізованого в нього коопе-

ративу, акцій акціонерного товариства, реорганізованого в акціонерне товариство працівників (народне підприємство).

При цьому нормативними актами **заборонено** здійснювати обмін часток учасників реорганізованого товариства або товариства з обмеженою (додатковою) відповідальністю, паїв членів реорганізованого кооперативу на облігації. Обмін у зазначеному випадку допускається тільки на акції.

У зазначеному випадку, на наш погляд, при конструюванні норми, що визначає можливість такого розміщення цінних паперів, допущені деякі неточності.

Другий шлях розміщення цінних паперів передбачає створення нового акціонерного товариства. На наш погляд, доцільно вилучити зазначену норму Стандартів емісії у наступній редакції:

Так само, як зазначалося при розгляді інших способів реорганізації, необхідно чітко визначити поняття “обмін”. На практиці виникає безліч запитань при оформленні зазначених угод, тому що при перетворенні реорганізовується особа припиняє своє існування з передачею всіх прав і обов'язків по передатному акту заново виниклий в результаті такої реорганізації юридичній особі – іншій організаційно-правової форми.

**По-третє**, допускається розміщення цінних паперів шляхом **придбання** акцій акціонерного товариства при перетворенні в нього державного (муніципального) підприємства і його підрозділів. Зазначений шлях розміщення цінних паперів при реорганізації у формі перетворення є найбільш розповсюдженим. Пояснюється це тим, що більшість акціонерних товариств створені в процесі приватизації.

**По-четверте**, Стандартами емісії при реорганізації комерційних організацій передбачається такий шлях розміщення цінних паперів, як **придбання** акцій акціонерного товариства при перетворенні в нього індивідуальної (сімейної) частки підприємства, підприємства, створеного господарським товариством і товариством, суспільною і релігійною організацією, об'єднанням, благодійним фондом, іншого підприємства, що не знаходиться в державній і муніципальній власності, заснованого на праві повного господарського ведення, власником цього підприємства.

## 6.5. Створення корпоративних альянсів та холдингових компаній

**Корпоративні альянси.** Злиття не є єдиним способом спільного використання ресурсів двох компаній. На практиці багато компаній укладають спільні угоди щодо співробітництва, які близькі до злиття. Такі угоди корпорацій (компаній) мають назву корпоративних альянсів. Ці угоди існують у різному вигляді — від маркетингових угод до спільного володіння власністю при здійсненні операцій світового масштабу. Наприклад, компанія *IBM* матиме доступ до засобів програмування компанії *Apple*, а компанія *Apple* матиме доступ до мікротехнологій *IBM*. Іншою формою корпоративних альянсів є спільне підприємство, яке об'єднує діяльність двох або більше компаній для досягнення специфічних, певних цілей. Спільні підприємства управляються об'єднаним керівництвом двох (або більше) материнських компаній. Спільні підприємства часто використовуються США, Японією та європейськими фірмами для участі в технологічних розробках та для маркетингової експертизи. Наприклад, компанія *Whirlpool* оголосила про утворення спільного підприємства з голландським електронним гігантом — компанією *Philips*, яка буде виготовляти обладнання з фабричною маркою *Philips* в п'яти європейських країнах. Об'єднавшись із зарубіжними контрагентами, *Whirlpool* намагається стати сильним плацдармом в Європі до становлення загальноєвропейського ринку.

**Холдингові компанії.** Будь-яка компанія, що володіє часткою акціонерного капіталу іншої компанії, могла б мати назву холдингової. Однак цей термін, звичайно, використовується, якщо холдингова компанія володіє великими частками акціонерного капіталу інших компаній і здійснює контроль над цими компаніями. Холдингові компанії часто називаються материнськими компаніями, а компанії, що ними контролюються, знані під назвою підлеглих (дочірніх) компаній (філій) або діючих компаній. Материнська компанія може володіти 100% акціонерного капіталу дочірньої компанії, але контроль над нею може здійснюватись і при володінні значно меншою часткою акціонерного капіталу. Багато переваг та недоліків холдингових компаній ідентичні тим, які притаманні великомасштабним підприємствам, і які ми вже обговорювали у зв'язку зі злиттям та об'єднанням. Проте, як ми покажемо далі, холдингова форма організації великомасштабних підприємств має деякі явно виражені переваги (також як і кілька недоліків) над цілком інтегрованими підприємствами, що мають у своєму складі філії:

## Переваги холдингових компаній

Холдингові компанії мають три важливих переваги: 1) контроль над частковою власністю; 2) уникнення ризику; 3) окремі законодавчі правила та звітність, коли заходи регулювання роблять таке відокремлення бажаним.

**1. Контроль часткової власності.** Діючи як холдингова компанія, будь-яка фірма може придбати 5, 10, 50% або іншу величину акціонерного капіталу іншої компанії. Таке часткове володіння власністю може бути достатньо значним, щоб надати компанії, що придбаває, можливість ефективного фактичного контролю над діяльністю фірми, у якої вона придбала власність у вигляді акціонерного капіталу. Часто вважають, що фактичний контроль потребує володіння понад 25% звичайних акцій, але він може здійснюватися і на такому низькому рівні володіння, як володіння 10% акціонерного капіталу, якщо цей капітал широко дистриб'ютований (розміщений в різних підприємствах). Один фінансист нещодавно зробив таку заяву: "Рівень компетентного керівництва є більш важливим фактором, ніж кількість акцій, якими Ви володієте. Якщо вважають, що Ви можете керувати компанією, то в такому випадку керуйте нею",

**2. Уникнення ризиків.** Через те, що різні діючі компанії, які входять до холдингової системи, є законними самостійними одиницями, зобов'язання, взяті на себе якоюсь однією компанією, не стосуються інших компаній. Отже, катастрофічні збитки, яких зазнало одне підприємство, не можуть бути перенесеними на рахунок активів інших підприємств холдингу. Однак це загальне твердження не завжди відповідає дійсному стану справ.

По-перше, материнська компанія може відчувати себе зобов'язаною урегулювати становище з боргами дочірньої компанії, навіть якщо за законом вона не повинна цього робити, щоб зберегти своє добре ім'я, а отже, і своїх клієнтів. Прикладом такої ситуації міг би бути випадок з компанією *American Express*, яка виплатила понад \$100 мільйонів у зв'язку з шахрайством, за яке відповідало одне з її дочірніх підприємств, і випадок з банком *United California Bank*, який покрив багатомісячні збитки, зроблені через шахрайство його інвестиційного дочірнього підприємства. По-друге, материнська компанія може відчувати необхідність підтримати капітал дочірнього підприємства, щоб захистити свої первісні інвестиції. Тривала підтримка материнською компанією *General Public Utilities* своїх

дочірніх фірм *Three Mile Island*, що є атомними електростанціями, – приклад подібної ситуації. По-третє, коли позичаються гроші однією з дочірніх фірм, що входять в холдингову систему, то прониклива посадова особа, яка надає позику, може вимагати гарантій від материнської компанії. І, нарешті, нещасливий випадок, подібний до випадку на підприємстві *Union Carbide* в Бхопалі в Індії, може розглядатися як відповідальність материнської компанії, анулюючи правила обмеженої відповідальності, які в іншому випадку застосовувалися б. Холдингові компанії ще можуть інколи бути використані для усунення збитків в одному дочірньому підприємстві, щоб уникнути падіння інших дочірніх підприємств холдингової системи.

**3. Окремі законодавчі правила.** Деякі компанії, що регулюються законодавством, такі як підприємства громадського користування та фінансові інститути, вважають зручнішим функціонувати як холдингові компанії, а не як відділення корпорацій. Наприклад, електроенергетична компанія *The Southern Company*, яка функціонує на території чотирьох штатів, і дії якої регулюються законодавством цих чотирьох штатів, виявила, що найбільш практичним рішенням для неї є утворення холдингової компанії ("Sou-then"), яка, у свою чергу, володіє мережею дочірніх компаній: *Georgia Power*, *Alabama Power*, *Mississippi Power*, *Gulf Power*, *Savannah Electric*. Також всі компанії *Bell Telephone* входять до холдингової системи, і навіть підприємство громадського користування, яке функціонує у межах одного штату, часто віддає перевагу входженню в якесь холдингове об'єднання, щоб відділити свої активи, користування якими регулюється правилами роботи підприємств громадського користування, від тих активів, які підлягають регулюванню за цими правилами. Таким чином, компанія *Florida Power & Light* реорганізувалася в холдингову компанію під назвою *FPL Group*, яка володіє підприємством громадського користування (*Florida Power & Light*), плюс рядом дочірніх фірм, які спеціалізуються у сфері страхування, нерухомості, вирощування апельсинів і т. ін.

Банки, страхові компанії та інші фінансові корпорації також вважають для себе зручним бути організованими у формі холдингових компаній. Таким чином, *Citi Corporation* є холдинговою компанією, яка володіє *Citi Bank of New York*, лізинговою компанією, компанією, що займається фінансовими операціями, іпотеками і т. ін. *Transamerica* є холдинговою компанією, яка володіє страховими

компаніями, що спеціалізуються на наданні малих позик, володіє компаніями, що спеціалізуються в майнових правах, компаніями, що займаються здаванням автомобілів в оренду, та авіакомпанією.

### ***Недоліки холдингових компаній***

Холдингові компанії мають два недоліки:

- частково збільшене оподаткування;
- легкість вимушеного розчленування.

1. Частково збільшене оподаткування. Володіння холдинговою компанією принаймні 80% акцій дочірніх компаній, що надають їх власникам право голосу згідно з Податковим законодавством США, дозволяє заповнювати загальні податкові декларації про доходи і при цьому дивіденди, отримані материнською компанією, не оподатковуються. Проте якщо холдингова компанія володіє менше ніж 80% акціонерного капіталу дочірніх компаній, податкові декларації не об'єднуються і оподатковується 30% суми дивідендів, отриманих холдинговою компанією. Ставка податку в 35% означає, що фактична ставка оподаткування на міжкорпораційні дивіденди складає:  $0,30 \times 35\% = 10,5\%$ . Таке частково подвійне оподаткування іноді зменшує дохід холдингових компаній, що керуються з обмеженою (майновою) відповідальністю, але питання, чи значна величина податкових санкцій в 10,5% на отримані дивіденди, щоб компенсувати інші можливі переваги холдингової системи, повинно вирішуватись окремо у кожній конкретній ситуації.

2. Легкість вимушеного розчленування. Для Міністерства юстиції США не складатиме великих зусиль вимагати розчленування шляхом продажу акціонерної власності (капіталу) холдингової компанії, якщо воно знайде якусь діяльність неприпустимою. Таким чином від компанії *Bu Poni* вимагали продати (реалізувати) свою частку в 23% акціонерного капіталу компанії *General Motor Corporation*, яка була викуплена ще на початку 20-х років. Через те, що не було тісного злиття між цими двома корпораціями, не коштувало великих зусиль, з існуючої точки зору, вимагати їх розділу (розподілу акціонерного капіталу). Проте якщо б мало місце повне об'єднання, то було б значно складніше розформувати (розділити) компанію, коли вже минуло так багато років з часу їх об'єднання, та ймовірність вимушеного продажу була б значно нижчою. Однак, вимушене розділення *AT&T* показує, що навіть повністю інтегровані (об'єднані) компанії можуть *бути* розділені (розформовані).

### **Контрольні питання**

1. Мотиви проведення процедури злиття.
2. Процедура об'єднання компаній при злитті.
3. Характеристика операційного та фінансового злиття.
4. Тактичні прийоми захисту від поглинання.
5. Переваги та недоліки холдингових компаній.
6. Охарактеризуйте інвестиційну доцільність процедури злиття.
7. Назвіть та охарактеризуйте етапи поділу компанії.
8. Назвіть та охарактеризуйте етапи виділення компанії.
9. Назвіть та охарактеризуйте етапи перетворення компанії.
10. Які операції з акціями властиві процесу реорганізації компанії?

## ПІСЛЯМОВА

Становлення системи корпоративного управління, корпоративних відносин нерозривно пов'язане з розвитком фінансових відносин у суспільстві, розвитком акціонерної форми власності і принципом обмеженої відповідальності. Протягом останніх 10 років в Україні йшов процес становлення акціонерної форми власності, а отже, і фундаменту для розвитку системи корпоративного управління. У 2001 році основним джерелом формування акціонерного капіталу з'явилися емісії акцій реєстрованих відкритих і закритих акціонерних товариств. Становлення корпоративного сектора в Україні і разом з цим розвиток відносин корпоративного управління тісно зв'язані з процесом приватизації. З моменту проведення процесу приватизації в Україні сформовані акціонерні товариства вже зайняли міцне місце на ринках виробництва і споживання. Однак в останні роки цей процес переходить у нову стадію: приватизуються пакети акцій, що належать державі в статутного фонду акціонерних товариств, створюються концерни, консорціуми, холдинги за участю держави. Економічну основу багатьох соціально – економічних процесів, що проходять сьогодні в Україні складають підприємства корпоративної форми.

Необхідно вважати найбільш доречним наступне визначення категорії «корпоративне управління»: «корпоративне управління – це система функціонування державних і корпоративних органів управління, що здійснюють управління діяльністю акціонерних товариств, що відбиває баланс інтересів власників і інших зацікавлених сторін і спрямована на одержання прибутку відповідно до норм діючого законодавства». Корпоративне управління є складовою частиною глобального менеджменту підприємства (корпорації).

Учасниками корпоративного управління найчастіше виступають наступні сторони: акціонер-держава, зовнішні акціонери – юридичні особи, зовнішні акціонери – фізичні особи, акціонери – працівники підприємства, акціонери – керівники підприємства і менеджери вищого звання, акціонери, що володіють значними (блокуючими, контрольними) пакетами акцій, інституційні інвестори.

До основних рис ефективної реалізації функцій корпоративного управління можна віднести: володіння або управління значною частиною акцій; можливість впливу на укладання договорів і контрактів, визначення основних умов господарської діяльності; мож-



ливість впливати на формування складу органів управління корпорації; можливість ініціювати зняття з посади членів Правління акціонерного товариства, членів Ради директорів членів Наглядової ради, ротачію складу Ревізійної комісії; можливість скликання позачергових (чергових) зборів акціонерів; реальний вплив на дивідендну політику акціонерного товариства.

Одним з основних учасників системи корпоративного управління в Україні є інституційні інвестори. Інституційний інвестор – це фінансовий посередник, який згідно з статусом здійснює інвестиції шляхом акумуляції коштів більш дрібних інвесторів як правило, через цінні папери. Аналіз зарубіжного досвіду функціонування фінансових інститутів, аналіз цілого ряду літературних джерел, як вітчизняних, так і зарубіжних авторів дає можливість виділити наступні види інституційних інвесторів: комерційні банки, пенсійні фонди, страхові компанії, взаємні фонди, кредитні спілки, позичково-ощадні асоціації.

Виділяються такі функції інституційних інвесторів: функція залучення коштів, функція управління інвестиціями, функція розробки і впровадження кількісних методів аналізу, функція пріоритетності роботи на ринку цінних паперів, функція пріоритетності розвитку нових активів, функція участі інституційних інвесторів у корпоративному контролі, функція формування дивідендної політики.

Акція – основний елемент механізму корпоративного управління. Класифікація основних фінансових інструментів показує тенденцію поступового виходу акцій з розряду першокласних інвестиційних інструментів. Прості (звичайні) акції, хоча й активно використовуються в інвестиційних процесах (а вони не можуть не використовуватися – така їхня природа), великою мірою повинні вивчатися сьогодні як один з елементів корпоративного управління.

З усього різноманіття акцій, представлених у практиці діяльності світових фондових ринків, з погляду корпоративного управління проведена класифікація за такими ознаками: залежно від способу переходу акції; відповідно до прав на участь у прибутках і керуванні; з погляду прав на статутний відсоток; відповідно до форми внесених внесків; акції, що дають особливі привілеї; за рівнем рестрації.

Аналіз зарубіжного досвіду функціонування корпоративних структур показує, що у світі існує три корпоративних моделі: англо-американська, японська чи німецька (рейнська).

Англо-американська модель характеризується суворими правилами розкриття інформації, діє чітко регульована система відносин між акціонерами, дотримується принцип «прозорості ринку». За післявоєнний період у Сполучених Штатах і Великобританії намітилося зрушення у бік збільшення числа інституційних акціонерів порівняно з індивідуальними, тобто тенденції розпорошеності акцій у даний час подавлені великим капіталом, що відштовхує шляхом інституційного інвестування дрібних акціонерів від процесів керування.

Японська модель характеризується високим відсотком афілійованих банків у складі акціонерів. При безумовній важливості акціонерного фінансування корпорацій характерний склад власників, обмежує участь дрібних (не афілійованих) акціонерів на справи корпорації. Багато аспектів корпоративного керування, переваги володіння акціями підмінюються специфічними рисами трудових і соціально-психологічних відносин у японських корпораціях. Психологія власника акції як хазяїна, власника малої частки підприємства не типова для японського працівника – рядового акціонера.

Німецька (рейнська) модель характерна трьома особливостями, що відрізняють її від інших моделей: двопалатне правління, узаконені обмеження прав акціонерів у частині голосування, перевага банківського капіталу над акціонерним. Крім того, для німецьких корпорацій характерне втручання держави і профспілок у справи корпорації.

Порівнюючи зазначені моделі з практикою корпоративного керування, можна зробити висновок, що в основному в Україні складається система корпоративних відносин найбільшою мірою подібна англо-американській.

При формуванні функцій керування в акціонерному товаристві необхідно мати на увазі, що в даний час 4 представницьких органи державної влади мають найбільший вплив на прийняття управлінських рішень у корпораціях, серед них: ФДМ України; ДКЦБФР, функції якої – реєстрація емісії цінних паперів, контроль за проведенням процедури загальних зборів акціонерів, контроль за розкриттям фінансової звітності, розгляд спорів; АМК України – одержання згоди при придбанні пакетів акцій, одержання згоди на

злиття, якщо частка підприємства на товарному ринку понад 35%; контроль за цінами; місцеві органи влади – реєстрація підприємств, філій, відділень; пайова участь у підприємствах, відведення земельних ділянок підприємствам, перереєстрація, затвердження, внесення змін у Статут.

Економічну основу формування системи інституційного інвестування в Україні складає могутній виробничий потенціал. У той же час по регіонах країни існують визначені особливості у формуванні фінансової бази для діяльності інституційних інвесторів. На прикладі Дніпропетровської області можна розглянути позитивні тенденції розвитку цього процесу. Серед інституціональних інвесторів, що активно здійснюють операції з акціями в Україні, слід виділити інвестиційні фонди, страхові компанії і банки. Інвестиційні фонди і компанії залучають кошти більш дрібних інвесторів шляхом емісії і поширення інвестиційних сертифікатів. У 2001 році за даними ДКЦПФР структура продажів на первинному ринку цінних паперів була наступною: акції – 87%, векселі – 3%, деривативи – 5%, облігації підприємств – 5%, інвестиційні сертифікати – 0%.

Як видно, сьогодні інвестиційні фонди України практично не здійснюють інвестиційних операцій. Пік їхньої активності припадає на 1994-1998 рр. період процесу масової сертифікатної приватизації. Активізувати діяльність цих інвесторів можна тільки шляхом допуску на фондовий ринок України закордонних надійних активів і підвищення рівня довіри з боку громадян і дрібних вкладників.

Страхові компанії здійснюють акумулювання коштів дрібних інвесторів-страхувальників шляхом продажу страхових полісів. Відповідно до діючої нормативної бази страхові компанії можуть формувати свій інвестиційний портфель акціями, що котируються на фондовій біржі - не більш 5 % одного емітента; акції, які не котируються на фондовій біржі – не більше 15 % у портфелі. Але у зв'язку з відсутністю інвестиційно привабливих акцій страховики України не заробляють грошей на інвестиційних операціях. Основне їхнє джерело – підвищення страхових зборів над виплатами. Крім того, існують психологічні аспекти, упередження серед населення, що знижують ефективність продажу страхових послуг.

Найбільш реально діючі інституційні інвестори – банки. Диверсифікованість фінансової діяльності банку дозволяє йому найбільш активно здійснювати операції щодо залучення фінансових коштів і їх розміщення.

Найбільш перспективним напрямком розвитку інституційного інвестування є створення і розвиток системи пенсійних фондів в Україні, що є складовою частиною проведеної пенсійної реформи. Як показує аналіз закордонного досвіду, пенсійні фонди включають до складу своїх портфелів лише акції найбільш надійних, стійких і прибуткових корпорацій. Однак заново створені пенсійні фонди мають завоювати довіру в широких верств інвесторів.

Одним з головних методологічних питань сучасної системи корпоративного управління в Україні є питання підвищення ефективності управління державними пакетами акцій у статутних фондах акціонерних товариств. Оскільки державна власність у нас країні підрозділяється на державну і муніципальну, то, відповідно, безпосередніми учасниками системи корпоративного управління можуть виступати уповноважені державні і муніципальні органи управління. Розглянута в даному розділі практика здійснення процедур корпоративного управління дозволяє виділяти наступні відмінні риси управління пакетами акцій комунальною власністю: відносно невелика величина акціонерних товариств (як за величиною статутного фонду, так і за кількістю акціонерів); основна мета створення таких товариств – надання послуг населенню або місту, що підвищує їхню соціальну значимість; часток міста в статутному фонді є, як правило, будинки і споруди; діяльність таких товариств передбачає додаткове інвестування і пошук інвесторів; муніципальні органи не можуть здійснювати постійного оперативного контролю за діяльністю таких товариств.

Розроблена схема участі комунальних органів у корпоративному керуванні товариствами з часток міста в статутному фонді передбачає наступні основні процедури: підстава для створення підприємства, процедура внесення майна, функція уповноваженого органу (у даному випадку Комітету Комунальної власності міста Дніпропетровська) по керуванню часток державної власності функції уповноваженої особи, що має відповідну ліцензію, методи участі і контролю підрозділів міськвиконкому і комісій міськради над діяльністю таких акціонерних товариств. Запропонований механізм є новим, він акумулює реальний практичний досвід управління державними пакетами акцій. Дана схема може бути використана і при створенні містом інших спільних господарських товариств, зокрема товариств з обмеженою відповідальністю.

Аналіз практичної діяльності акціонерного товариства і системи управління цим товариством показує, що найважливішими факторами, що визначають ефективність функціонування підприємства є баланс інтересів співвласників підприємства або склад акціонерів і прийнята в товаристві дивідендна політика. З усіх розповсюджених у світі видів дивідендної політики вітчизняними корпораціями застосовується тільки політика «синиця в руці». Ефективність процедур менеджменту на підприємствах України слід оцінювати з урахуванням особливостей і якості корпоративного управління. Запропоновано відповідну методику, що синтезує традиційні для менеджменту показники якості управління і прийняті у світовій практиці показники, що характеризують стан і політику у сфері дивідендних виплат.

Приймаючи рішення про придбання великого пакета акцій, стратегічні інвестори, маючи доступ до достатнього великого обсягу інформації про корпорації можуть ґрунтуватися на методиці аналізу, що включає наступні пункти: економічні показники роботи підприємства; обсяг виробництва і реалізації продукції; собівартість продукції; якість управління трудовим потенціалом; стан основних фондів підприємства; показники перспективності інвестиційного проекту – висока питома вага продукції, що випускається; надійність збуту продукції, що випускається; перспективність випуску в Україні даного виду продукції; рівень державного інтересу до підтримки даного виду продукції; наявність у регіоні сприятливої інвестиційної інфраструктури; ступінь замкнутості виробничого циклу; фінансовий аналіз перспективності інвестування – коефіцієнт оборотності; прибутковість усіх використовуваних активів; коефіцієнт автономії; коефіцієнт довгострокової заборгованості; показник «критичної» оцінки ліквідності; балансова вартість акцій; коефіцієнт покриття дивідендів по привілейованих акціях; коефіцієнт ліквідності акцій на фондовій біржі.

## ТЕСТОВІ ЗАВДАННЯ

### Тестові завдання до розділу 1

**1. Статутний капітал Венеціанського банку був складений з:**

- а) внесків дрібних позичальників;
- б) капіталу торговельних компаній;
- в) державних коштів;
- г) приватних коштів.

**2. Перші компанії, що створювалися за принципом одержання акцій, замість внесених коштів, виникли в Англії у:**

- а) 1600 р.;
- б) 1602 р.;
- в) 1390 р.;
- г) 1825 р.

**3. Перші компанії, що створювалися за принципом одержання акцій, замість внесених коштів, виникли в Голландії у:**

- а) 1602 р.;
- б) 1600 р.;
- в) 1390 р.;
- г) 1825 р.

**4. «Дуті» (незареєстровані компанії діяли в Англії до:**

- а) 1825 р.;
- б) 1875 р.;
- в) 1899 р.;
- г) 1914 р.

**5. Система функціонування державних і корпоративних органів управління, що здійснюють управління діяльністю акціонерних товариств, що відбиває баланс інтересів власників і інших зацікавлених сторін і спрямоване на одержання прибутку відповідно до норм діючого законодавства, – це:**

- а) корпоративне управління;
- б) управління прибутком;
- в) фінансовий менеджмент;
- г) менеджмент персоналу.

**6. Якщо акціонери беруть більш активну участь в управлінні корпорацією, ніж зовнішні акціонери – фізичні особи, однак не можуть здійснювати управління достатньо ефективно, то це:**

- а) акціонери – працівники підприємства;
- б) зовнішні акціонери – юридичні особи;
- в) зовнішні акціонери – фізичні особи;
- г) інституційні інвестори.

**7. Акціонери, які зацікавлені у максимально ефективній діяльності корпорацій, одержанні великого прибутку, часто поза прив'язкою величини цього прибутку до фонду дивідендів, пе-**

реслідують стратегічні цілі, активно сприяють реалізації інвестиційних програм і проєктів, у тому числі і довгострокових, – це:

- а) акціонери, які мають значні (блокуючі, контрольні пакети акцій);
- б) фізичні особи – зовнішні акціонери;
- в) держава;
- г) інституційні інвестори.

**8. Акціонери, які голосують за рішення, що спрямовані на виплату значних дивідендів, особливо якщо вони формують портфелі доходу і консервативні портфелі, – це:**

- а) інституційні інвестори;
- б) акціонери, які мають значні (блокуючі, контрольні пакети акцій);
- в) фізичні особи – зовнішні акціонери;
- г) держава;

**9. Акціонери, інтереси яких значною мірою сконцентровані на отриманні дивідендів, але якщо вони є клієнтами корпорації, постачальниками, споживачами, то в них можуть виникати питання і на рівні стратегічних інтересів корпорації, – це:**

- а) зовнішні акціонери – юридичні особи;
- б) акціонери, які мають значні (блокуючі, контрольні пакети акцій);
- в) фізичні особи – зовнішні акціонери;
- г) держава;

**10. Акціонери, які сконцентровані, насамперед, на отриманні дивідендів і меншою ступені на курсовій вартості акцій, значна їх кількість не виявляє інтересу до управління корпорацією, особливостей виробничої діяльності, здійснення довгострокових інвестиційних програм і проєктів – це:**

- а) зовнішні акціонери – фізичні особи;
- б) акціонери, які мають значні (блокуючі, контрольні пакети акцій);
- в) юридичні особи – зовнішні акціонери;
- г) держава;

**11. Акціонери, які концентрують свою увагу на тих сторонах діяльності корпорації, які забезпечують її виживання і їхню присутність на відповідних посадах, – це:**

- а) акціонери – керівники підприємств та менеджери вищої ланки;
- б) акціонери, які мають значні (блокуючі, контрольні пакети акцій);
- в) юридичні особи – зовнішні акціонери;
- г) держава;

**12. Володіння або управління значною частиною акцій або їх активів; можливість впливати на висновок договорів і контрактів, визначати основні умови господарської діяльності; можливість впливати на формування складу органів управління корпорації; можливість ініціювати зняття з посади членів Пра-**

**вління акціонерного товариства, членів ради директорів, членів Спостережної ради, ротацію складу Ревізійної компанії; можливість скликання позачергових (чергових) зборів акціонерів самими акціонерами є:**

- а) основними рисами ефективної реалізації корпоративного управління його сторонами;
- б) ознакою корпорації;
- в) ознакою акціонерного товариства;
- г) функціями загальних зборів акціонерів.

**13. забезпечувати рівні можливості для доступу емітентів, інвесторів та посередників на ринок цінних паперів; захищати право власності на цінні папери; забезпечувати дотримання учасниками ринку цінних паперів вимог законодавчих та інших нормативних актів; здійснювати контроль за прозорістю та відкритістю ринку цінних паперів, а саме установлювати правила та стандарти здійснення операцій на ринку цінних паперів; здійснювати контроль за діяльністю осіб, які обслуговують випуск та обіг цінних паперів, повинен такий орган державного регулювання:**

- а) ДКЦПФР;
- б) АМК України;
- в) ФДМ України;
- г) ДПА України.

**14. Орган державного управління який дає попередню згоду в таких випадках: при створенні акціонерного товариства, якщо частка засновників на певному товарному ринку перевищує 35%; якщо частка створюваного акціонерного товариства на певному товарному ринку буде перевищувати 35%, при злитті, виділенні, реорганізації акціонерних товариств, якщо хоча б одна із сторін є монополістом, а також у ряді інших випадків – це:**

- а) АМК України
- б) ДКЦПФР;
- в) ФДМ України;
- г) ДПА України.

**15. Остаточне рішення з таких питань, як:**

**визначення основних напрямів діяльності акціонерного товариства та затвердження його планів і звітів; внесення змін у статут товариства; обрання та відкликання членів ради акціонерного товариства (Спостережна рада); обрання та відкликання членів виконавчого органу і ревізійної комісії; затвердження річних результатів діяльності акціонерного товариства, у тому числі дочірніх підприємств, затвердження звітів та висновків ревізійної комісії, порядку розподілу прибутку. термін та порядок сплати частини прибутку, визначення по-**



рядку покриття збитків; організація, реорганізація і ліквідація дочірніх підприємств, філій та представництв, затвердження їх статутів та положень; винесення рішень про притягнення до майнової відповідальності посадових осіб товариства; затвердження правил, процедур та інших внутрішніх документів товариства; вирішення питань про придбання акціонерним товариством акцій власної емісії; визначення умов оплати праці посадових осіб акціонерного товариства; затвердження угод, укладених на суму, вказану у статуті; прийняття рішень про припинення діяльності АТ, призначення ліквідаційної комісії, затвердження ліквідаційного балансу приймає такий орган управління акціонерним товариством:

- а) загальні збори акціонерів;
- б) Спостережна рада;
- в) Правління;
- г) Голова правління.

**16. Якщо необхідна зміна найменування Товариства; зміна організаційно-правової форми (наприклад, відкрите акціонерне товариство буде реорганізоване у товариство з обмеженою відповідальністю); зміна форми власності Товариства , проводиться**

- а) перереєстрація товариства;
- б) ліквідація товариства;
- в) закриття товариства;
- г) приймається рішення загальних зборів акціонерів.

**17. Загальні збори акціонерів можуть бути скликані за вимогою акціонерів, які мають більш ніж:**

- а) 10 % голосів;
- б) 20 % голосів;
- в) 50 % голосів;
- г) за вимогою будь якого акціонера.

**18. Система голосування при виборі ради директорів, яка не дає власнику більшості акцій повного контролю за результатом голосування, є:**

- а) кумулятивною;
- б) мажоритарною;
- в) 1 акція – 1 голос;
- г) 1 акція – кілька голосів.

**19. Загальний контроль за діяльністю Правління здійснює:**

- а) Спостережна рада;
- б) Загальні збори акціонерів;
- в) Ревізійна комісія;
- г) Голова Правління.

## **20. Члени Спостережної ради:**

- а) обираються Загальними зборами акціонерів;
- б) призначаються Правлінням;
- в) призначаються ДКЦПФР;
- г) призначаються засновниками товариства.

## **21. Кворум на засіданні Спостережної ради визначається:**

- а) Статутом або відповідним внутрішнім Положенням товариства;
- б) Статутом;
- в) внутрішнім Положенням Товариства;
- г) рішенням Загальних зборів акціонерів.

**22. Повинні бути поінформовані про діяльність та стан справ у Товаристві; повинні сумлінно виконувати свої обов'язки, керуватись, насамперед, інтересами Товариства; повинні визначати політику Товариства, яка сприятиме збільшенню прибутковості Товариства; повинні зберігати лояльність стосовно Товариства. Лояльність передбачає, що член Спостережної ради Товариства повинен повідомити Товариство про особисту зацікавленість в угоді, яку Товариство має намір укласти; не повинні використовувати у своїх власних інтересах можливості Товариства або здійснювати будь-які дії, що суперечать інтересам Товариства; не мають права засновувати або брати участь у підприємствах, що конкурують з Товариством; не мають права опосередковано або безпосередньо отримувати винагороду за вплив на прийняття рішень органами управління Товариства.**

- а) члени Спостережної ради;
- б) учасники Загальних зборів товариства;
- в) засновки Товариства;
- г) співробітники центральних контролюючих органів.

**23. Член Спостережної ради або інша посадова особа органу управління Товариства повинен утриматися від голосування щодо ухвалення угод, якщо:**

- а) має фінансову зацікавленість в угоді;
- б) є акціонером товариства;
- в) є Головою правління Товариства;
- г) є держслужбовцем.

**24. Надання акціонерам рекомендацій стосовно аудиторської організації, що виступатиме як незалежний аудитор Товариства (у практиці західних країн прийнято, що під час проведення Загальних зборів акціонери обирають та переобирають незалежного аудитора, а також, за рекомендацією Спостережної Ради або Правління Товариства, встановлюють розмір оплати його послуг); отримання та розгляд звіту аудиторів, подання річного звіту на Загальних зборах**

акціонерів, а також надання рекомендацій Загальним зборам на підставі звітів; проведення спільної роботи з Правлінням Товариства для забезпечення належного ведення бухгалтерського обліку та звітності щодо фінансово-господарської діяльності Товариства; ініціювання скликання позачергових зборів акціонерів у разі виникнення загрози суттєвим інтересам Товариства або виявлення зловживань, вчинених посадовими особами Товариства є функціями:

- а) Ревізійної комісії;
- б) Загальних зборів акціонерів;
- в) Голови Правління;
- г) аудиторської компанії.

**25. Позачергові перевірки може проводити Ревізійна комісія на вимогу акціонерів, які:**

- а) у сукупності володіють більше ніж 10% голосів;
- б) входять до складу засновників Товариства;
- в) надали письмові пропозиції;
- г) є членами Спостережної ради.

**26. Здійснює стратегічне планування та оперативне управління діяльністю Товариства; розпоряджається майном та коштами Товариства відповідно до повноважень, що надаються йому Статутом, Положенням про Правління, рішеннями Загальних зборів акціонерів та Спостережної ради; представляє інтереси Товариства в усіх відносинах з установами, підприємствами, організаціями та громадянами; приймає на роботу та звільняє працівників, за винятком посадових осіб, які обираються Загальними зборами акціонерів або Спостережною радою Товариства; організує роботу по виконанню рішень Загальних зборів акціонерів та Спостережної ради і подає цим органам звіти про виконання таких рішень; відкриває банківські рахунки, необхідні для здійснення діяльності Товариства; розподіляє обов'язки між своїми заступниками, визначає їх повноваження; діє від імені Товариства без доручення, укладає угоди, контракти і здійснює інші юридичні дії в межах своєї компетенції; видає накази та розпорядження в межах своєї компетенції:**

- а) Голова Правління;
- б) Правління;
- в) Голова загальних зборів;
- г) Голова Спостережної Ради.

## Тестові завдання до розділу 2

**27. Фінансовий посередник, який згідно зі своїм статусом здійснює діяльність на інвестиційному ринку, як правило, через цінні папери шляхом аккумуляції коштів дрібних інвесторів це:**

- а) інституційний інвестор;
- б) торговець цінними паперами;
- в) емітент;
- г) брокер.

**28. Акумулюють кошти дрібних інвесторів шляхом відкриття депозитів, емісії боргових цінних паперів і вкладають кошти в інвестиційні програми:**

- а) комерційні банки;
- б) пенсійні фонди;
- в) страхові компанії;
- г) взаємні фонди.

**29. Залучають кошти тільки за пенсійними схемами на довгостроковій основі та вкладають кошти переважно в цінні папери та нерухомість:**

- а) пенсійні фонди;
- б) компанії страхування життя;
- в) страхові компанії, які здійснюють особисте страхування;
- г) інвестиційні фонди.

**30. Акумулюють грошові кошти шляхом продажу страхових полісів і через визначений термін виплачують особам, що застраховані визначені суми при настанні страхового випадку, при цьому формуючи інвестиційний портфель:**

- а) страхові компанії;
- б) пенсійні фонди;
- в) кредитні спілки;
- г) довірчі товариства.

**31. Об'єднання, які приймають грошові заощадження в обмін на інвестиційні сертифікати з метою придбання акцій, довгострокових облігацій, боргових зобов'язань держави, зменшують ризик, використовуючи диверсифікацію та досягають економії, що зумовлено ефектом від масштабу діяльності, – це:**

- а) інвестиційні фонди;
- б) кредитні спілки;
- в) трастові компанії;
- в) пенсійні фонди.

**32. Кооперативні асоціації (громадські організації), в яких заощадження членів надаються у вигляді позик тільки їх членам, як правило, для придбання автомобілів, поліпшення житлових умов, придбання житла – це:**

- а) кредитні спілки;
- б) інвестиційні фонди;
- в) донорські фонди;
- г) благодійні фонди.

**33. Створення і постійне удосконалення технологій управління інвестиціями є наслідком реалізації функції інституційних інвесторів:**

- а) інвестиційної;
- б) залучення коштів;
- в) оцінки ефективності портфеля;
- г) впровадження кількісних методів аналізу.

**34. Пріоритетність інвестування через цінні папери обумовлює значний ступінь залучення інституційних інвесторів у систему корпоративного управління, оскільки один з основних видів інвестиційних інструментів – акція. Це зумовлено реалізацією функції:**

- а) пріоритетності роботи на ринку цінних паперів;
- б) залучення коштів;
- в) оцінки ефективності портфеля;
- г) впровадження кількісних методів аналізу.

**35. Економічна природа інституційних інвесторів змушує їх постійно поповнювати (оптимізувати) інвестиційний портфель, що приводить до придбання нових акцій і, відповідно, виконання всіх обов'язків власника по керуванню акціонерним товариством, що зумовлено функцією:**

- а) участі інституційних інвесторів у корпоративному управлінні;
- б) пріоритетності розвитку нових активів;
- в) розробки і впровадження кількісних методів аналізу;
- г) управління інвестиціями.

**36. Найбільші акціонери в найбільших корпораціях Польщі – це:**

- а) іноземні інвестори;
- б) польські приватні особи;
- в) польські корпорації;
- г) інституційні інвестори.

**37. Найбільші акціонери в найбільших корпораціях Угорщини – це:**

- а) іноземні інвестори;
- б) угорські приватні особи;
- в) угорські корпорації;
- г) інші (включаючи державу).

**38. Найбільші акціонери в найбільших корпораціях Хорватії – це:**

- а) приватизаційні фонди;
- б) приватні особи;

- в) пенсійний фонд Хорватії;
- г) місцеві банки.

**39. Прості акції різних серій (класів) можуть мати визначені привілейовані або особливі позиції. Наприклад, акції серії А можуть надавати право голосу при обмежених умовах по одержанню дивідендів, серії В мати дробову або подвоєну кількість голосів, серії С ( надають право на одержання дивідендів у грошовій формі, серії Д – у формі акції, тому ці акції мають назву:**

- а) класифіковані;
- б) привілейовані;
- в) дохідні;
- г) прості.

**40. Проста акція, яка випускається разом з купоном, що дозволяє її власникові придбати додаткові акції компанії за ціною встановленою при початковій емісії. Купон через якийсь час може бути відірваний і стати цінним папером з окремим котируванням. Такі акції мають назву:**

- а) акція з передплатним купоном;
- б) привілейовані;
- в) дохідні;
- г) прості.

**41. Акція видається в обмін на вкладене майно. На відміну від звичайної готівкової акції, вона автоматично вважається оплаченою при створенні компанії. Для того щоб засновники не втратили інтересу до діяльності створеної ними фірми, передача їх іншій особі не допускається раніше ніж через два роки. Такі акції мають назву:**

- а) акція вкладника;
- б) привілейовані;
- в) дохідні;
- г) прості.

**42. Компанія може використовувати свої резерви для того, щоб частково або цілком виплатити акціонерам капітал, який вони в неї вклали. Акція вважається цілком амортизованою після відшкодування всієї її номінальної вартості. Такі акції мають назву:**

- а) акція, що приносить дохід;
- б) привілейовані;
- в) дохідні;
- г) акція вкладника.

**43. Акція, власником якої є державна організація (відомство, орган влади) і протягом визначеного терміну надає цій організації винятково великі права на зборах акціонерів (право вето). Ці права стосуються контролю над підприємством. У**

практиці функціонування фондового ринку України ці акції не одержували поширення, однак проекти їх емісії ініціювалися Фондом Державного майна України. Наявність такої акції досить вигідна для держави, тому що, з одного боку, дасть можливість цілком реалізувати контрольний (блокуючий) пакет акцій і одержати за це визначену (досить велику) суму, а з другого боку, (дає можливість зберегти контроль над підприємством. Такі акції мають назву:

- а) «золота» акція;
- б) привілейовані;
- в) дохідні;
- г) акція вкладника.

44. Акція без номінальної вартості, що дає право на участь у прибутках або ліквідаційному залишку компанії, звичайно видавана нею в обмін на внесок, що не піддається оцінці. Акції звичайно надаються при створенні компанії на подяку за зусилля, початі засновниками (клопотання, використання ділових зв'язків, проведення досліджень). Акція використовується й у тих випадках, коли вона надана на подяку за послуги або внески у діяльність вже існуючої компанії. Ця акція застосовується також для документального визнання деяких внесків, грошова оцінка яких утруднена. Вони не мають номінальної вартості, однак принесений ними відсоток додає їм продажну вартість, засновану, головним чином, на трьох критеріях: право на частку чистих активів компанії, рівень її прибутковості, біржовий курс. Практика випуску цих акцій за кордоном поширена, однак не всі компанії можуть одержати дозвіл на їхню емісію. Суворість режиму, що регулює засновницькі акції, часто викликає прагнення компаній викупити або конвертувати існуючі засновницькі акції шляхом конвертації в інші види акцій або обміну на облігації; Такі акції мають назву:

- а) засновницька акція;
- б) привілейовані;
- в) дохідні;
- г) акція вкладника.

45. Цінний папір, що надає право на частину акціонерного капіталу компанії і виданий персонально компаньйонам в обмін на їхні внески. Акції вручаються членам товариства і характерні для деяких видів акціонерних товариств, що не мають поширення в Україні (акціонерні командитні товариства, акціонерні товариства з повною відповідальністю і т. і.). Цей вид акцій не підлягає вільному продажу. Паї в капіталі повного товариства підлягають переуступці тільки за рішенням, найчастіше одноголосним, членів товариства; У командитному това-

ристві потрібне дотримання принципу одноголосності, але акції можуть продаватися і за згодою більшості. В акціонерному товаристві з обмеженою відповідальністю акції можуть бути відступлені третьою особою тільки за згодою учасників, що представляють 75 % акціонерного капіталу. Такі акції мають назву:

- а) акція участі;
- б) привілейовані;
- в) дохідні;
- г) акція вкладника.

46. Акції, не зареєстровані Комісією з цінних паперів і пропонуються до продажу. Такі акції продаються, обминаючи фінансових посередників безпосередньо покупцям. Кількість випущених акцій цього роду повинно бути відносно мала порівняно з загальною кількістю акцій, що знаходяться в обігу. Умовою продажу в США виступає лист Комісії з цінних паперів і фондових бірж (SEC) з підтвердженням про те, що ці акції будуть зберігатися як інвестиційні і не будуть продаватися. При визначених обставинах великі інституційні інвестори можуть торгувати цими акціями між собою в будь-який момент після їх випуску. Такі акції мають назву:

- а) обмежені акції;
- б) привілейовані;
- в) дохідні;
- г) акція вкладника.

47. Умовна величина, виражена у грошовій формі, і визначає частку майна акціонерного товариства, яка припадає на одну акцію. Розмір вартості акцій визначається під час заснування акціонерного товариства і залежить від того, на яку категорію інвесторів орієнтується товариство при розміщенні акцій. Сумарна вартість придбаних акціонерами акцій складає статутний фонд акціонерного товариства. Вартість акцій має суто інформаційний характер і практично не має значення для подальшого обігу акцій на ринку цінних паперів і має назву:

- а) номінальна;
- б) емісійна;
- в) ринкова;
- г) балансова.

48. Ціна, за якою акції розміщуються акціонерним товариством, тобто пропонуються їх першим власникам. Ця вартість може дорівнювати номінальній вартості або бути вищою за неї і має назву:

- а) емісійна;
- б) номінальна;
- в) ринкова;
- г) балансова.



**49. Основний вартісний показник, який формується під впливом попиту та пропозиції на акції. Ця вартість акцій є ціною, за якою акції купуються та продаються на вторинному ринку цінних паперів, тобто ринку, на якому обертаються раніше випущені акціонерним товариством акції. Вона залежить від багатьох чинників (фінансовий стан товариства, перспективи його розвитку, розмір дивідендів тощо) і може бути вищою, нижчою або дорівнювати номінальній вартості акцій і має назву:**

- а) ринкова;
- б) номінальна;
- в) емісійна;
- г) балансова.

**50. Визначена чинним законодавством сукупність та послідовність дій емітента щодо розміщення акцій – це:**

- а) емісія акцій;
- б) обіг акцій;
- в) угоди з акціями;
- г) розміщення акцій.

**51. Здійснювати діяльність щодо ведення реєстру акціонерів в акціонерних товариствах, де кількість акціонерів перевищує 500, має право:**

- а) реєстратор;
- б) емітент;
- в) ДКЦПФР;
- г) депозитарій.

**52. Доступ до системи реєстру обмежується колом осіб, які мають право отримувати цю інформацію. Такими особами є:**

- а) емітент, зареєстровані фізичні та юридичні особи, державні органи та установи в межах наданих їм повноважень, передбачених чинним законодавством.
- б) зацікавлені інвестори;
- в) Ревізійна комісія;
- г) Спостережна рада.

### **Тестові завдання до розділу 3**

**53. Найбільший ринок акцій, жорсткі правила розкриття інформації, значна частка інституційних інвесторів в капіталі, розпорошеність акцій, залучення інвестицій чарез акції, захист прав меншості є притаманними для:**

- а) англо-американської моделі корпоративного управління;
- б) японської моделі корпоративного управління;
- в) німецької моделі корпоративного управління;
- г) системи корпоративного управління України.

**54. Корпоративні зв'язки, інвестування через банк, афілійований склад акціонерів, система людських можливостей, стимулювання на основі стажу, безгрошові форми заохочення, роль держави в корпоративній діяльності є притаманними для корпоративної моделі:**

- а) Японії;
- б) Англо-американської;
- в) Німецької;
- г) України.

**55. Інвестування через банк, незначна кількість дрібних акціонерів, відносно слабкозвинутий ринок ЦП, консерватизм інвестиційної політики, обмеження прав акціонерів, дворівневе правління, розвинена система соціального захисту, вплив держави та профспілок є притаманним для моделі корпоративного управління:**

- а) Німеччини;
- б) України;
- в) Японії;
- г) Англо-американської.

**56. Сутність цього підходу до нарахування дивідендів полягає в тому, що величина дивідендів не впливає на зміну сукупного багатства акціонерів, тому найбільш оптимальною величиною дивіденду є та, котра сформувалася після аналізу всіх питань стосовно реінвестування прибутку. Іншими словами, дивіденди виплачуються в тому випадку, якщо профінансовані за рахунок прибутку всі інвестиційні проекти. Цей принцип не стосується виплат і розрахунку величини дивідендів по привілейованих акціях. Якщо весь прибуток можна використовувати для реінвестування, дивіденди не виплачуються, і навпаки, якщо в корпорації відсутні прийняті до реалізації інвестиційні проекти, прибуток у повному обсязі направляється на виплату дивідендів. Недоліком цієї теорії є те, що вона не враховує поточних операційних виплат корпорації по процедурі нарахування і виплат дивідендів, не враховує впливу системи оподаткування на сукупний підсумковий дохід акціонерів, а також ризики, зв'язані з процесом реінвестування прибутку. Цей підхід має назву:**

- а) нарахування дивідендів за залишковим принципом (незалежності дивідендів);
- б) «синиці в руках»;
- в) теорія «Екстра» дивідендів;
- г) виплати гарантованого мінімуму.

**57. Прихильники цієї теорії вважають, що дивідендна політика впливає на величину сукупного багатства акціонерів.**

Основним ідеологом цього підходу є М. Гордон. Його основний довід на користь сформульованої теорії полягає в тому, що інвестори, виходячи з принципу мінімізації ризику, завжди віддають перевагу поточним дивідендам перед можливими майбутніми, так само як і можливому приросту акціонерного капіталу. Крім того, поточні дивіденди зменшують рівень невизначеності інвесторів щодо ефективності і ступеня ризику інвестиційних проектів, на які направляються кошти з прибутку. Їх задоволенняє менша норма доходу на інвестований капітал, що приводить до росту ринкової вартості акціонерного капіталу. У випадку коли дивіденди не виплачуються, невизначеність росте, знижується величина норми доходу, що приводить до зниження ринкової вартості акціонерного капіталу.

- а) «синиці в руках»;
- б) нарахування дивідендів за залишковим принципом (незалежності дивідендів);
- в) теорія «Екстра» дивідендів;
- г) виплати гарантованого мінімуму.

**58. Власний капітал підприємства складається з трьох великих складників: акціонерний капітал, емісійний дохід, нерозподілений прибуток. У більшості держав законом дозволена одна з двох схем виплати дивідендів – на виплату дивідендів може витрачатися тільки кошти прибутку (прибуток звітного періоду і нерозподілений прибуток минулих років), або прибуток і емісійний дохід. Такі різні підходи сформульовано в економіці як:**

- а) обмеження правового характеру;
- б) нарахування дивідендів за залишковим принципом (незалежності дивідендів);
- в) теорія «Екстра» дивідендів;
- г) виплати гарантованого мінімуму.

**59. Багато підприємств, особливо на стадії становлення зіштовхуються з проблемою пошуку фінансових джерел для необхідного розширення виробничих потужностей. Додаткові джерела фінансових ресурсів необхідні як підприємствам, що нарощують обсяги виробництва високими темпами, для придбання додаткових основних коштів, так і підприємствам з відносно невисокими темпами росту для відновлення матеріально – технічної бази. У таких випадках нерідко використовують практику обмеження дивідендних виплат. Відома практика, коли в установчих документах указується мінімальна частина поточного прибутку, обов'язкова для реінвестування. Такий підхід має назву:**

- а) обмеження у зв'язку з розширенням виробництва;
- б) «синиці в руках»;
- в) теорія «Екстра» дивідендів;
- г) виплати гарантованого мінімуму.

**60.** Одним із принципів дивідендної політики є загальновідомий фінансовий принцип – максимізації сукупного доходу акціонерів. Його величина, як відомо, складається із сили отриманого дивіденду і приросту курсової вартості акцій. Тому при визначенні оптимального розміру дивідендів директорат підприємства й акціонери повинні визначити, як величина дивіденду вплине на ціну корпорації в цілому, курсову вартість акцій. Окремі протиріччя можуть виникнути серед самих акціонерів. Так, більш багаті акціонери – фізичні особи або корпорації – можуть наполягати на реінвестуванні всього прибутку з метою відходу від оподаткування. Інституційні інвестори – акціонери – можуть дотримуватися іншої точки зору. Дивідендна політика може бути зв'язана з проблемою «розріджування» прав власності. Під цим розуміють появу нових акціонерів у випадку, якщо виплачуються високі дивіденди. Оскільки корпорації необхідне збільшення фінансових ресурсів, то, як правило, проводиться додаткова емісія акцій. Це, безумовно, приводить до зменшення частки кожного акціонера. Тому такі протиріччя при виплаті дивідендів мають назву:

- а) обмеження у зв'язку з інтересами акціонерів;
- б) обмеження правового характеру;
- в) нарахування дивідендів за залишковим принципом (незалежності дивідендів);
- г) теорія «Екстра» дивідендів.

**61.** При такому обмеженні дивіденди в грошовій формі можуть бути виплачені тільки в тому випадку, якщо корпорація має кошти на розрахунковому рахунку або грошові еквіваленти, що можуть бути легко конвертовані в грошові кошти, достатні для виплати. Теоретично підприємство може взяти кредит під виплату дивідендів, але не кожен банк погодиться надати такий кредит і, крім того, це зв'язано з додатковими витратами. Таким чином, підприємство може бути прибутковим, але не готовим до виплати дивідендів у зв'язку з відсутністю реальних коштів. У таких випадках дивіденди можуть виплачуватися у формі векселя або розписки (свідчення про дивіденд) або шляхом придбання на вторинному ринку підприємством акцій власної емісії. Такий підхід при сплаті дивідендів має назву:

- а) обмеження у зв'язку з недостатньою ліквідністю;
- б) нарахування дивідендів за залишковим принципом (незалежності дивідендів);

- в) теорія «Екстра» дивідендів;
- г) виплати гарантованого мінімуму.

**62. В умовах ринку інформації про дивідендну політику компаній, ця інформація ретельно вивчається аналітиками, менеджерами, брокерами. Перебої у виплаті дивідендів, будь-які інші негативні відхилення від сформованої в даній компанії практики можуть привести до зниження ринкової вартості акцій. Тому нерідко корпорація повинна підтримувати рівень дивідендних виплат на досить високому рівні, незважаючи на можливі коливання кон'юнктури. Крім того, інституційні інвестори зацікавлені в постійно високому рівні дивідендів, а вони, формуючи так званий «четвертий» ринок цінних паперів у США, купуючи і продаючи цінні папери великими пакетами, істотно впливають на структуру попиту та пропозиції на акції. Ступінь стабільності дивідендної політики для більшості акціонерів, фінансових менеджерів, аналітиків є визначальним і єдиним індикатором рівня менеджменту і показником діяльності даної корпорації. Такий підхід дістав назву:**

- а) обмеження рекламно-фінансового характеру;
- б) обмеження у зв'язку з недостатньою ліквідністю;
- в) нарахування дивідендів за залишковим принципом (незалежності дивідендів);
- г) теорія «Екстра» дивідендів.

**63. Як відомо, чистий прибуток розподіляється на виплати дивідендів по привілейованих акціях і прибуток, використовуваний для формування фонду дивідендів для власників простих акцій. Останній, у свою чергу, може бути розподілений загальними зборами акціонерів на фонд дивідендів і нерозподілений прибуток. Одним з основних аналітичних показників, що характеризує дивідендну політику, є показник дивідендного доходу, що являє собою відношення фонду дивідендів по простих акціях до прибутку, доступного власникам простих акцій. Дивідендна політика постійного процентного розподілу прибутку означає незмінність значення даного коефіцієнта. У цьому випадку, якщо підприємство закінчило рік зі збитками, дивіденди можуть не виплачуватися. Така методика супроводжується значною варіацією дивіденду, що, у свою чергу може привести до значного коливання ринкової вартості акцій. Такий підхід дістав назву:**

- а) методика постійного процентного розподілу прибутку;
- б) обмеження рекламно-фінансового характеру;
- в) обмеження у зв'язку з недостатньою ліквідністю;
- г) нарахування дивідендів за залишковим принципом (незалежності дивідендів).

**64. Ця методика передбачає регулярну виплату дивідендів на акцію в незмінному розмірі протягом тривалого часу безвідносно до величини курсової вартості акцій. Якщо корпорація розвивається і протягом декількох років дохід на акцію стабільно перевищує певний рівень, визначений фірмою, дивіденд може бути підвищений. Такий підход дістав назву:**

- а) методика фіксованих дивідендних виплат;
- б) обмеження рекламно-фінансового характеру;
- в) обмеження у зв'язку з недостатньою ліквідністю;
- г) нарахування дивідендів за залишковим принципом (незалежності дивідендів).

**65. Ця методика є розвитком методики фіксованих дивідендних виплат. Корпорація виплачує регулярні фіксовані дивіденди, але періодично (у випадку успішної діяльності) акціонерам виплачуються екстра-дивіденди, при цьому виплати в поточному періоді не означають аналогічних виплат у майбутньому. Більш того, рекомендується використовувати психологічний вплив премій – вони не повинні виплачуватися часто, оскільки це може перетворитися в рядову, очікувану працівником форму матеріального стимулювання, а сама виплата екстра-дивідендів утратить сенс. Такий підхід дістав назву:**

- а) методика виплати гарантованого мінімуму й екстра-дивідендів;
- б) обмеження рекламно-фінансового характеру;
- в) обмеження у зв'язку з недостатньою ліквідністю;
- г) нарахування дивідендів за залишковим принципом (незалежності дивідендів).

**66. При використанні такої методики акціонери одержують замість коштів, додатковий пакет акцій. Причини застосування такої методики можуть бути різними. Наприклад, компанія має проблеми з наявними коштами її фінансовий стан недостатньо стабільний. Для того щоб якось уникнути невдоволення акціонерів, директорат компанії може запропонувати виплату дивідендів додатковими акціями. Може бути й інший варіант. Фінансовий стан корпорації стабільний. Компанія розвивається швидкими темпами, тому їй необхідні кошти для розвитку. Такими коштами можуть стати суми нерозподіленого прибутку. Грошові кошти залишаються в розпорядженні компанії і використовуються для реінвестування. Можуть бути й інші причини використання такої методики, наприклад, прагнення наділити управлінський персонал компанії додатковою кількістю акцій, змінити структуру коштів фінансування компанії. При застосуванні цієї методики акціонери не одержу-**

ють коштів і навіть одержуючи нові акції, вони, тим самим, знижують частку наявних у них пакетів акцій. Кількість акцій збільшилася, валюта балансу не змінилася, отже, зменшилася первинна оцінка вартості активів на одну акцію. Такий підхід дістав назву:

- а) методика виплати дивідендів акціями;
- б) методика фіксованих дивідендних виплат;
- в) обмеження рекламно-фінансового характеру;
- г) обмеження у зв'язку з недостатньою ліквідністю.

#### Тестові завдання до розділу 4

67.  $D = \Pi_{\text{П}} - (Н+З+Р_{\text{К}}+И_{\text{Ф}})$ , де  $R_{\text{к}}$ :

- а) резервний капітал;
- б) прибуток підприємства;
- в) податки;
- г) інвестиційний фонд на розвиток і розширення виробництва.

68. Розрахунок дивідендної ставки здійснюється за форму-

лою:

$D_{\text{с}} = (M_{\text{ди}} - M_{\text{дна}}) / (Y_{\text{фк}} - A_{\text{с}})$ , де  $A_{\text{с}}$ :

- а) вартість акцій, викуплених АТ і не розміщених серед акціонерів;
- б) сума дивідендів без податку;
- в) статутний капітал на кінець фінансового року;
- г) дивідендна ставка.

69. Дивіденд конкретному акціонерові, нарахований за звітний період (D), грн:  $D = A_{\text{нс}} \times D_{\text{с}} \times K_{\text{д}} \times T_{\text{а}} / 100_{\text{д}}$ , де  $T_{\text{а}}$ :

- а) термін володіння однією акцією протягом звітного періоду, дні;
- б) маса дивідендів без податку;
- в) статутний капітал на кінець фінансового року;
- г) дивідендна ставка.

70. Наступні принципи:

– незалежність. Інститут проводить оцінку зі своєї ініціативи, поза залежністю від бажання або прямого замовлення оцінюваної компанії; компанії не оплачують підготовки рейтингу;

– об'єктивність. Методика розрахунку рейтингу мінімізує суб'єктивність. Експерт виражає не власну думку щодо розглянутого питання, а констатує наявність або відсутність визначеного факту;

– використання інформації, доступної звичайному миноритарному акціонерові. Інститут володіє мінімальними пакетами акцій усіх компаній, що входять у рейтинг, і використовує для

**аналізу тільки інформацію, доступну звичайному міноритарному акціонерові, покладену в основу методики розрахунку:**

- а) рейтингу якості корпоративного управління;
- б) інвестиційного рейтингу;
- в) фондового індексу;
- г) рейтингу фондових бірж.

**71. При розрахунку рейтингу корпоративного управління компанії оцінюються за такими факторами:**

- Розкриття інформації (терміни розкриття і повнота документів, що розкриваються привселюдно і на запит акціонерів і т. п.)
- Структура акціонерного капіталу (контролюючі групи, ясність структури власності і т. п.)
- Структура Ради директорів і Виконавчих органів керування (афілійованість, винагороди, протоколи засідань і т. п.)
- Основні права акціонерів (право на участь у керуванні компанією, право на одержання дивідендів і т. п.).
- Відсутність ризиків (висновок активів, трансферні ціни, розмивання акціонерного капіталу і т. п.). Останній фактор:

- а) історія корпоративного управління ;
- б) інвестиційна привабливість;
- в) інвестиційний рейтинг;
- г) можливість злиття та поглинання.

**72. Рейтинг якості корпоративного управління є необхідним для порівняння ризиків корпоративного керування серед компаній та для визначення компаній із прийнятними стандартами корпоративного керування, перш за все:**

- а) інвесторам;
- б) емітентам;
- в) фізичним особам;
- г) органам державного управління.

**73. Рейтинг якості корпоративного управління є показником, використовуючи який керівники компаній можуть оцінити сформовану практику корпоративного керування і виробити шляхи її удосконалювання, оскільки належне корпоративне управління є важливою умовою залучення інвестицій, тому найбільш важливим з цієї точки зору він є для:**

- а) емітентів;
- а) інвесторів;
- в) фізичних осіб;
- г) органів державного управління.



**74. Проведення відповідної політики щодо підприємств – емітентів цінних паперів; впровадження заходів щодо підвищення інтересу інвесторів до фондового ринку. впровадження заходів щодо захисту прав емітента. вдосконалення процесів регулювання фондового ринку забезпечує:**

- а) підвищення привабливості інвестицій у недержавні цінні папери;
- б) розвиток ринку державних цінних паперів;
- в) розвиток ринку корпоративних облігацій;
- г) розвиток практики випуску депозитарних розписок.

**75. Можливість залучити до інвестиційних процесів дрібних інвесторів; надання більшій ефективності ринку, за рахунок можливості емітентів отримувати вчасну та детальну інформацію про операції при порівняно невисоких витратах на її отримання; підвищення ролі в процесі корпоративного управління; утворення пулів капіталу для інвестицій у боргові або пайові інструменти, живлячи економічне зростання та створення нових робочих місць, є головним завданням:**

- а) розвитку внутрішніх інституційних інвесторів;
- б) розвитку ринку державних цінних паперів;
- в) розвитку ринку корпоративних облігацій;
- г) розвитку практики випуску депозитарних розписок.

**76. Надання національного режиму в інвестиційній діяльності для іноземних інвесторів; створення умов, за яких в іноземних інвесторів переважала не спекулятивна, а інвестиційна мета інвестування; забезпечення портфельним інвесторам всього переліку можливостей та гарантій для здійснення їх діяльності на всій території України є головним завданням:**

- а) регулювання діяльності іноземних інвесторів;
- б) регулювання діяльності стратегічних інвесторів;
- в) регулювання діяльності портфельних інвесторів;
- г) регулювання інвестиційної діяльності фізичних осіб.

#### **Тестові завдання до розділу 5**

**77. У формі консорціумів найчастіше функціонують:**

- а) ТНК;
- б) БНК;
- в) міжнародні корпоративні союзи;
- г) трансатлантичні альянси.

**78. Придбання фірмою – виробником одного із своїх поставальників – це:**

- а) вертикальне злиття;
- б) горизонтальне злиття;
- в) конгеретичне злиття;
- г) конгломеративне злиття.

**79. Контроль над частковою власністю, уникнення ризику, окремі законодавчі правила та звітність є перевагами:**

- а) консорціумів;
- б) корпоративних альянсів;
- в) холдингових компаній;
- г) поглинаючої компанії.

**80. Злиття, при якому компанії, що зливаються, не діють як ціла економічна одиниця і від якого не очікується поточного економічного ефекту, – це:**

- а) фінансове злиття;
- б) конгеретичне злиття;
- в) операційне злиття;
- г) конгломеративне злиття.

**81. Варіанти здійснення інвестицій ТНК:**

- а) – контракти на виробництві;
  - спільне підприємство;
  - пряме інвестування;
- б) – складальний завод;
  - ліцензійні угоди;
  - спільне підприємство;
  - іноземне підприємство;
  - пряме інвестування;
- в) – складальний завод;
  - контракти на виробництві;
  - спільне підприємство;
  - пряме інвестування;
- г) – складальний завод;
  - ліцензійні угоди;
  - контракти на виробництві;
  - спільне підприємство;
  - пряме інвестування.

**82. Мінімальним рівнем володіння може вважатися участь у акціонерному капіталі на рівні:**

- а) 50 %;
- б) 33 %;
- в) 25 %;
- г) 10 %.

**83. Легкість вимушеного розчленування є недоліком:**

- а) Холдингових компаній;
- б) БНК;
- в) міжнародних корпоративних союзів;
- г) трансатлантичних альянсів.

**84. Якщо компанія володіє великими частками акціонерного капіталу інших компаній і здійснює контроль над цими компаніями, вона може бути:**

- а) холдинговою компанією;
- б) ТНК;
- в) БНК;
- г) корпорацією.

**85. Внаслідок укладання спільних угод про співробітництво, які близькі до злиття створюються:**

- а) корпоративні альянси;
- б) ТНК;
- в) БНК;
- г) холдингові компанії.

**86. Якщо при проведенні злиття кожна сторона, що бере участь в угоді, наймас інвестиційну банківську фірму, щоб оцінити вартість компанії, яка поглинається, і допомогти встановити справжню ціну, то це:**

- а) дружнє злиття;
- б) вороже поглинання;
- в) створення холдингової компанії;
- г) створення міжнародної корпорації.

**87. Країна, у якій розташовано головний підрозділ міжнародної корпорації, – це:**

- а) країна базування;
- б) приймаюча країна;
- в) країна-донор;
- г) країна-реципієнт.

**88. Країна, у якій міжнародна корпорація має дочірні, асоційовані компанії чи філії, створенні на основі прямих інвестицій, – це:**

- а) приймаюча країна;
- б) країна базування;
- в) країна-донор;
- г) країна-реципієнт.

**89. Якщо головна компанія належить капіталу однієї країни, а філії розкидані по багатьох країнах світу, – то це:**

- а) ТНК;
- б) БНК;
- в) міжнародний корпоративний союз;
- г) трансатлантичний альянс.

**90. Якщо головна компанія належить капіталу двох і більше країн, а філії знаходяться у різних країнах, то це:**

- а) БНК;
- б) ТНК;

- в) міжнародний корпоративний союз;
- г) трансатлантичний альянс.

**91. Переважна більшість сучасних міжнародних корпорацій має форму:**

- а) ТНК;
- б) БНК;
- в) міжнародних корпоративних союзів;
- г) трансатлантичних альянсів.

**92. Якщо ТНК передає місцевій фірмі патент, марку, найменування, „ноу-хау” і надає технічну допомогу, а фірма – покупець виплачує початкову суму і роялті, то такий варіант здійснення інвестицій має назву:**

- а) ліцензійні угоди;
- б) складальний завод;
- в) спільне підприємство;
- г) іноземне підприємство;
- д) пряме інвестування;

#### Тестові завдання до розділу 6

**93. Якщо одна фірма поєднується з іншою, яка має таке саме виробництво, то це:**

- а) горизонтальне злиття;
- б) вертикальне злиття;
- в) конгеретичне злиття;
- г) конгломеративне злиття.

**94. Злиття компаній, які є близькими за природою та за діями, але не виробників однієї продукції, – це:**

- а) конгеретичне злиття;
- б) вертикальне злиття;
- в) горизонтальне злиття;
- г) конгломеративне злиття.

**95. Якщо акціонери компанії, яка буде придбана, потім одержать спеціальні платежі у вигляді акцій компанії, що придбаває, готівку, облігації, або комбіновано – готівку на цінні папери, то це є:**

- а) дружнє злиття;
- б) вороже поглинання;
- в) створення холдингової компанії;
- г) створення міжнародної корпорації.

**96. Якщо керівництво компанії, яка поглинається, буде спонукати акціонерів не пропонувати своїх акцій, стверджуючи, що запропонована ціна нижча від ринкової, то це:**

- а) вороже поглинання;
- б) дружнє злиття;

- в) створення холдингової компанії;
- г) створення міжнародної корпорації.

**97. Злиття двох компаній, при якому їх операції об'єднанні з метою отримання можливого ефекту синергізму, – це:**

- а) операційне злиття;
- б) конгеретичне злиття;
- в) фінансове злиття;
- г) конгломеративне злиття.

**98. Звернення до особи, що дружньо ставиться до існуючого керівництва компанії, яка поглинається, з питанням про придбання частки акцій цієї компанії має назву:**

- а) „білий сквайр”;
- б) „білий лицар”;
- в) „сірий лицар”;
- г) „золоті парашути”.

**99. Залучення до процесу злиття компанії, компанії для конкуренції з потенційним покупцем має назву:**

- а) „білий лицар”;
- б) „білий сквайр”;
- в) „сірий лицар”;
- г) „золоті парашути”.

**100. Спосіб, який призводить до фактичного економічного самогубства компанії через прагнення уникнути поглинання, має назву:**

- а) „отруєна пілюля”;
- б) „білий сквайр”;
- в) „сірий лицар”;
- г) „золоті парашути”.

**101. Проведення вигідних одноразових виплат, або надання пільг керівництву компанії, яка поглинається, має назву:**

- а) „золоті парашути”;
- б) „білий сквайр”;
- в) „сірий лицар”;
- г) „отруєна пілюля”.

### **ТЕМИ РЕФЕРАТИВ (КУРСОВИХ РОБІТ)**

1. Ретроспективний огляд становлення корпоративного сектора у світовій економіці.
2. Чинники розвитку корпоративного сектора в Україні на основі розвитку процесу приватизації.
3. Сутність та визначення корпоративного управління.
4. Сутність та місце корпоративного управління загальній системі менеджменту на підприємстві.
5. Сторони корпоративного управління.

6. Основні риси ефективної реалізації корпоративного управління його сторонами.
7. Основні завдання реалізації концепції роздержавлення в Україні.
8. Чинники розвитку інвестиційної діяльності корпорацій.
9. Механізм взаємодії корпорацій з органами державного регулювання.
10. Функції структурних підрозділів корпорацій у корпоративному управлінні.
11. Основні положення процедури скликання та проведення загальних зборів акціонерів.
12. Існуючі системи голосування на загальних зборах акціонерів.
13. Основні завдання та напрями діяльності Спостережної ради акціонерного товариства.
14. Комітети Спостережної Ради та обов'язки членів Спостережної Ради.
15. Функції, повноваження та напрями діяльності ревізійної комісії.
16. Функції, повноваження та напрями діяльності Правління акціонерного товариства.
17. Сутність економічної категорії „інституційний інвестор”.
18. Особливості діяльності інституційних інвесторів як учасників корпоративного управління.
19. Функції інституційних інвесторів в корпоративному управлінні.
20. Функції участі інституційних інвесторів у корпоративному контролі.
21. Система корпоративного управління та діяльність інституційних інвесторів у Польщі.
22. Система корпоративного управління та діяльність інституційних інвесторів в Угорщині.
23. Система корпоративного управління та діяльність інституційних інвесторів в Румунії.
24. Система корпоративного управління та діяльність інституційних інвесторів в Болгарії.
25. Система корпоративного управління та діяльність інституційних інвесторів у Хорватії.
26. Переваги акцій як інструменту корпоративного управління.
27. Основні характеристики фінансових активів США.
28. Загальна класифікація акцій як інструменту корпоративного управління.
29. Акції, які надають особливі привілеї.
30. Акція як грошовий документ.
31. Привабливість акцій для емітента та інвестора.
32. Форми випуску акцій.
33. Основні функції реєстратора в корпоративному управлінні.

34. Англо-американська система корпоративного управління.
35. Порівняльна характеристика правил розкриття інформації в різних країнах.
36. Англо-американська система корпоративного управління.
37. Німецька (континентальна) система корпоративного управління.
38. Моделі корпоративного управління різних країн ( США, Німеччина, Японія, Росія, Україна).
39. Характеристики моделей захисту прав інвесторів у різних країнах.
40. Європейська спрямованість корпоративної системи України.
41. Види дивідендної політики, які існують у світі.
42. Обмеження, які впливають на стратегію формування дивідендів.
43. Види страхування, які забезпечують розвиток інвестиційної діяльності.
44. Інвестиційна складова діяльності страхових компаній.
45. Діяльність банку як інституційного інвестора.
46. Механізм діяльності Інститутів спільного інвестування як учасників процесу корпоративного управління.
47. Механізм діяльності пенсійних фондів як учасників процесу корпоративного управління.
48. Особливості управління компаніями державної(комунальної форми власності).
49. Особливості управління пакетами акцій комунальної власності.
50. Напрями вдосконалення управління пакетами акцій комунальної власності.
51. Етапи процесу формування статутного капіталу і емісії акцій.
52. Методики розрахунку дивідендів які існують на підприємствах.
53. Основні показники діяльності підприємства на ринку акцій.
54. Показники якості корпоративного управління на підприємстві.
55. Головні проблеми інвесторів в Україні.
56. Головні шляхи подолання існуючих недоліків у системі корпоративного управління України.
57. Головні завдання ефективного корпоративного управління в економіці України.
58. Актуальні проблеми корпоративного управління, які врегульовано у „Принципах корпоративного управління ОЕСР”
59. Першочергові завдання щодо врегулювання проблем корпоративного управління.
60. Найбільш розповсюдженні порушення прав акціонерів в Україні.
61. Головні завдання ефективною системи захисту прав інвесторів.

62. Головні завдання та засоби регулювання діяльності іноземних інвесторів.
63. Головні завдання та засоби регулювання діяльності інституційних інвесторів.
64. Напрями підвищення привабливості інвестицій у недержавні цінні папери.
65. Головні індикатори якості корпоративного управління, що існують у світі.
66. Мотиви проведення процедури злиття.
67. Процедура об'єднання компаній при злитті.
68. Характеристика операційного та фінансового злиття.
69. Тактичні прийоми захисту від поглинання.
70. Переваги та недоліки холдингових компаній.
71. Охарактеризуйте інвестиційну доцільність процедури злиття.
72. Дайте та охарактеризуйте етапи поділу компанії.
73. Дайте та охарактеризуйте етапи виділення компанії.
74. Дайте та охарактеризуйте етапи перетворення компанії.
75. Які операції з акціями властиві процесу реорганізації компанії.
76. Сутність та основні форми міжнародних корпорацій.
77. Особливості функціонування транснаціональних корпорацій.
78. Характерні риси діяльності транснаціональних корпорацій.
79. Умови і засади інвестиційної діяльності транснаціональних корпорацій.
80. Правила функціонування транснаціональних корпорацій на міжнародному ринку.
81. Причини і фактори міжнародної діяльності транснаціональних корпорацій.
82. Варіанти здійснення інвестицій транснаціональною корпорацією.
83. Вплив транснаціональних корпорацій на економічний розвиток держав.
84. Оцінка впливу транснаціональних корпорацій на економічний розвиток держав.
85. Економічне значення інвестиційної діяльності транснаціональних корпорацій.



## СПИСОК РЕКОМЕНДОВАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Закон України “Про господарські товариства” від 19 вересня 1991 року. // Закони України. – Т. 2. – К. : 1996.
2. Закон України “Про цінні папери та фондову біржу” від 18 червня 1991 року // Закони України. – Т. 2. – К. : 1996.
3. Закон України “Про власність” від 26 березня 1991 року. // Закони України. – Т. 1. – Київ. : 1996.
4. Закон України “Про інститути спільного інвестування” від 15 березня 2001 року. // Відомості ВР. К. : – № 21. – 2001.
5. Закон України “Про місцеве самоврядування” від 3 лютого 1994 року. // Закони України. – Т. 7. – К. : 1997.
6. Закон України “Про інвестиційну діяльність” від 18 вересня 1991 року. // Закони України. – Т. 2. – Київ.: 1996.
7. Послання Президента України до Верховної Ради України “Україна : поступ у XXI століття. Стратегія економічної та соціальної політики на 2000 – 2004 роки” / Урядовий кур’єр. – 2000. – № 16. – С. 5 – 12.
8. Указ Президента України “Про першочергові заходи щодо реалізації Послання Президента України до Верховної Ради України” Україна : поступ у XXI століття. Стратегія економічного та соціального розвитку на 2000-2004 роки – 23.02.2000 р.; №276/2000.
9. Амоша А. И. Обеспечение развития социально – трудовых отношений в Украине // Журнал европейской экономики. – 2002. – т. 1 (№2). – С. 181 – 191.
10. Анохин Е. А. Корпоративное управление инновациями // Економіка : проблеми теорії та практики. – 2002. – № 141. – С. 91-95.
11. Бабій Л. В. Стратегічні альянси та злиття і поглинання як альтернативні інструменти досягнення швидкого зростання компаній // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2005. – № 210. – С. 350 –356.
12. Бернар И., Колли Ж. Толковый экономический и финансовый словарь т. 1. – Москва: Международные отношения, 1994. – 783 с.
13. Бернар И., Колли Ж. Толковый экономический и финансовый словарь т. 2. – Москва: Международные отношения, 1994. – 705 с.
14. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент. – Киев, МП “ИТЕМ” ЛТД, 1995.- 448 с.
15. Бобыль В. В Корпоративное управление риском ликвидности в коммерческом банке // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2005. – № 210. – С. 835 –841.

16. Богачёв С. В. Исторические аспекты развития акционерных обществ // Економічні проблеми і перспективи стабілізації економіки України. – Донецьк : ІЕП НАН України, 2001. – С. 5-15.
17. Богачёв С. В. Этапы совершенствования функционирования акционерных обществ // Проблемы повышения эффективности функционирования предприятий различных форм собственности. – Донецк : ІЕП НАН України, 1997. – С. 59-67.
18. Брігхем Є. Основи фінансового менеджменту. – Київ : Молодь, 1997. – 998 с.
19. Булеев И. П., Брюховецкая Н. Е. Основные направления реформирования экономики и предприятий // Економіка промисловості. – 1998. – № 1. – С. 32-42.
20. Гаврилова А. А. Факторы влияния на деятельность корпоративных предприятий в Украине // Економіка розвитку. – 2004. – № 3. – С. 102 – 104.
21. Герасимова С. В. Інституційні основи управління акціонерним товариством // Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво. – 2006. – № 4. – С. 84 – 90.
22. Гитман Л. Дж., Джонк М. Д., Основы инвестирования: Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – 1008 с.
23. Гриньова В. М., Леонова Ю. О. Методичні засади формування стратегії корпоративного розвитку акціонерного товариства // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2004. – № 189. – С. 267 –279.
24. Гриньова В. М., Ястремська О. М. Регіональні особливості інвестиційної діяльності // Вісник Академії економічних наук України. – 2003. – № 1. – С. 30 – 38.
25. Демин Н. А. Особенности формирования структуры управления промышленного предприятия в форме корпорации // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2002. – №139. – С. 15-21.
26. Джусов А. А. К вопросу об инвестировании активов пенсионных фондов // Матеріали Всеукраїнської науково – практичної конференції “Проблеми формування та реалізації інвестиційної стратегії господарюючих суб’єктів”. – Дніпропетровськ: Наука і освіта, 2002 – с.124 –125.
27. Доленко Л. Х., Тен Юн Ван Концентрація в економічних структурах% тенденції зростання та гальмування // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2006. – № 211. – С. 1114 –1123.
28. Інвестиційна політика в Україні: досвід, проблеми, перспективи / Чумаченко М. Г., Аптекарь С. С., Білопольський М. Г. та ін.; Відпов. ред. М. Г. Чумаченко; АЕН України, ІЕП НАН України. – Донецьк: ТОВ “Юго-Восток, Лтд”, 2003. – 292 с.

29. Карачина Н. П., Грабко М. В., Мороз В. В. Удосконалення механізму організації корпоративних відносин // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2005. – № 209. – С. 854–860.
30. Карачина Н. П., Халі мон Т. М. Оцінювання принципів та ефективності корпоративного управління в Україні // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2006. – № 211. – С. 246–254.
31. Кибенко Е., Доля Т. Проведение общего собрания акционеров без содействия правления акционерного общества – миф или реальность? // Підприємництво, господарство і право. – 2001. – №8. – С.12-14.
32. Кизим М. О., Горбатов В. М. Стратегічні альянси як форма інтеграції капіталу // Економіка розвитку. – 2005. – № 1. – С. 9–11.
33. Климчук С. В. Социальные аспекты государственного регулирования реструктуризационных мероприятий // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2005. – № 209. – С. 58–62.
34. Козьміна Я. Ю. Зміна місця і ролі державної власності в умовах ринку // Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво. – 2003. – № 1. – С. 135–138.
35. Крючков Л. В. Особливості процесів злиття та поглинання в умовах економічної глобалізації // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2005. – № 210. – С. 341–350.
36. Лепа Р. Н. Концепция моделирования подготовки управленческих решений // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2003. – № 177. – С. 279–284.
37. Лященко П. И. История народного хозяйства СССР. – М.: Госполитиздат, 1950. – 753 с.
38. Македон В. В. Використання методики портфельного підходу при управлінні корпоративною власністю // Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво. – 2005. – № 1. – С. 154–158.
39. Македон В. В., Вдовіченко Ю. В. Історико-економічний генезис корпоративних структур // Економіка і регіон. – 2005. – № 2. – С. 97–102.
40. Манойленко А. В. Особенности формирования корпоративных объединений в Украине // Економіка розвитку. – 2005. – № 1. – С. 17–20.
41. Маркс К., Энгельс Ф. Собрание сочинений в 3-х томах. Т. 3. – М.: Политиздат, 467 с.
42. Марченко В. М. Реструктуризація корпоративної власності в Україні // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2004. – № 189. – С. 1192–1198.
43. Меренкова Л. А. Порядок принятия решения о проведении слияний и поглощений компании // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2006. – № 215. – С. 380–387.

44. Митрофанов А. Акционерные общества в металлургической промышленности Украины в конце XIX – начале XX веков // Экономика Украины. – 1992. – № 12. – С. 72-76.
45. Мороз А. С. Гармонізація сфер формування і використання корпоративної культури підприємств // Економіка розвитку. – 2004. – № 3. – С. 74 – 79.
46. Мягкова О. В. Економічна сутність процесів злиття та поглинання в сучасних умовах // Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво. – 2006. – № 4. – С. 241 – 244.
47. Назарова Г. В., Лаптев В. І. Наглядова рада як стратегічна складова системи управління акціонерним товариством // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2006. – № 211. – С. 815 – 822.
48. Нестеренко Ж. К. Корпоративна культура і її значення для розвитку корпоративного сектора економіки України // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2004. – № 189. – С. 1429 – 1437.
49. Нестеренко Ж. К. Ринкова вартість компаній і фактори, які її визначають // Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво. – 2003. – № 4. – С. 149 – 153.
50. Осецький В. П., Шипов М. В. Теоретичні основи аналізу інвестицій у ринковій економіці // Академічний огляд. – 1999. – № 1. – С. 65-68.
51. Панасюк Н. О. Аналіз розвитку та формування соціальних корпоративних відносин в Україні // Економіка розвитку. – 2004. – № 3. – С. 112 – 115.
52. Панкова М. О. Структурні особливості інвестицій в Україні // Економіка промисловості. – 2002. – № 1 (15). – С. 69-75.
53. Пересада А. А. Інвестиційний процес в Україні. – К. : Лібра, 1998. – С. 389.
54. Пересада А. А., Коваленко Ю. М. Процес управління фінансовими інвестиціями інституційними інвесторами // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2004. – № 189. – С. 1083 – 1089.
55. Перепелиця Р. К. Вплив корпоративного управління на ефективність залучення капіталу підприємствами на фондовому ринку // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2006. – № 211. – С. 186 – 194.
56. Підтримка Вітчизняного виробництва : напрями, критерії / М. Г. Чумаченко, М. М. Нагорська, В. В. Християнівський та ін. – Донецьк : ІЕП НАН України, 1999. – 101 с.
57. Поважный А. С. Влияние структур наблюдательного совета и уставного фонда на финансовое состояние корпораций // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2002. – № 140. – С. 3-8.
58. Поважный А. С. Тенденции глобализации корпоративного управления // Економічні проблеми і перспективи стабілізації

- економіки України. – Донецьк : ІЕП НАН України, 2001. – С. 171-181.
59. Поклонский Ф. Е., Чернега О. Б. Корпоративная культура как основы управления конкурентоспособностью предприятия // Економіка промисловості. – 1999. – № 3 (5). – С. 117-123.
  60. Поліщук Д. І. Класифікація акцій як інструмента інвестування // Матеріали Всеукраїнської науково – практичної конференції «Проблеми формування та реалізації інвестиційної стратегії господарюючого суб'єкта». – Дніпропетровськ: Наука і освіта, 2002. – с. 173.
  61. Пономарьова Н. А. Тенденції розвитку фондового ринку України // Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво. – 2003. – № 1. – С. 289 – 293.
  62. Посobie по корпоративному управленню / U. S. A. I. D. – Київ, 1997. – 46 с.
  63. Прокопенко Н. Д., Иванов Е. Т., Поклонский Ф. Е. и др. Формирование условий пропорционального развития производственного комплекса региона. – Донецк : ІЕП НАН України, 2001. – 531 с.
  64. Райзенберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. Современный экономический словарь. – 2-е изд., испр. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 478 с.
  65. Сазонец И. Л. Особенности механизма функционирования акционерных обществ. – Донецк: ІЕП НАН України, 1998. – 259 с.
  66. Сазонец И. Л. Особенности перехода прав собственности в закрытых акционерных обществах // Академічний огляд. – 1998. – № 2. – С. 33-35.
  67. Сазонец И. Л. Разгосударствление – основная предпосылка развития акционерных обществ. – Донецк : ІЕП НАН України, 1999. – 16 с.
  68. Сазонец И. Л. Формирование механизма корпоративного управления в экономике Украины. – Донецк : ІЕП НАН України, 1998. – 20 с.
  69. Сазонец І. Л., Македон В. В., Вдовиченко Ю. В. Проблеми становлення практики корпоративного управління в Україні // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2005. – № 210. – С. 711 –717.
  70. Сазонец И. Л., Сазонец О. Н. Методы оценки инвестиционной привлекательности акционерных обществ. – Донецк: ІЕП НАН України, 1999. – 20 с.
  71. Сазонец І. Л., Сазонець О. М. Інвестування: корпоративний аспект. – Дніпропетровськ : ДАУБП, 1999, – 106 с.

72. Сазонець І. Л., Джусов О. А., Сазонець О. М. Міжнародна інвестиційна діяльність: Підруч. – К.: Центр учбової літ., 2007 – 304 с.
73. Сазонець І. Л., Федорова В. А. Інвестування: міжнародний аспект: Навч. посіб. – К.: Центр навч. літ., 2007. – 272 с.
74. Семенов Г. А., Перекрест Т. В. Аналіз випуску і обігу корпоративних цінних паперів промисловими підприємствами // Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво. – 2006. – № 4. – С. 327 – 332.
75. Совершенствование форм экономического развития предприятий на современном этапе / А. Г. Аганбегян, Н. Д. Прокопенко, М. Н. Нагорская и др. – Донецк: ИЭП НАН України, 2001. – 81 с.
76. Сокуренько П. І. Дивідендна політика акціонерних товариств в Україні // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2006. – № № 211. – С. 922 –927.
77. Сокуренько П. І. Розвиток організаційно-правових форм господарювання в Україні // Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво. – 2005. – № 1. – С. 266 – 272.
78. Спасібо–Фатеева І. Окремі аспекти поняття юридичних осіб // Підприємництво, господарство і право. – 2001. – №8. – С.21-24.
79. Станіва К. М., Помазан Д. Ю. Фактори та мотиви функціонування стратегічних альянсів та партнерств в контексті підвищення конкурентних переваг українських підприємств // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2005. – № 210. – С. 738 –743.
80. Струмилин С. Г. Очерки экономической истории России. – М.: Издательство социально – экономической литературы, 1960. – 548 с.
81. Сучкова Е. Д. Роль капитализации финансовых институтов в технологическом развитии и обеспечении конкурентоспособности экономики // Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки. – 2006. – № 16. – С. 45 -49.
82. Славинская О. Н. Значение корпоративного кодекса этики в бизнес-сфере // Економіка розвитку. – 2004. – № 3. – С. 38 – 41.
83. Ткач А. А. Институти ринкової інфраструктури корпоративної моделі економіки // Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво. – 2004. – № 4. – С. 239 – 244.
84. Тульчинська С. О., Гречко А. В. Феномен корпоративної культури в сучасному економічному житті // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2005. – № 209. – С. 462 –469.
85. Фабоцци Фрэнк Дж. Управление инвестициями. – Москва : ИНФРА-М, 2000. – 930 с.

86. Фіщенко О. М. Комплексне планування інвестиційно-фінансового та виробничого аспектів розвитку підприємства // Економіка промисловості. – 2002. – № 1 (15). – С. 76-85.
87. Шабанова О. В. Проблемні питання формування ефективної дивідендної політики акціонерних товариств // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2005. – № 209. – С. 712 –718.
88. Шарп Ф. У., Александер Г. Д., Бэйли Д. В. Инвестиции. – Москва: ИНФРА-М, 1998. – 1027 с.
89. Шмиголь Н. М., Соловей О. П. Моделирование процессов поглощения та злиття банків // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2006. – № 215. – С. 720 – 726.
90. Штефан Н. М. Вплив дивідендної політики на вибір варіантів та джерел фінансування розвитку підприємства в сучасних умовах оподаткування // Економічний вісник НГУ. – 2003. – № 1. – С. 66 – 70.
91. Ястремська О. М. Стратегії індивідуальної роботи з інвесторами в процесі залучення капіталу // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2004. – № 189. – С. 635 –641.
92. [http//www. oesd. org](http://www.oecd.org). Принципи корпоративного управління, ОЕСР.

НАВЧАЛЬНЕ ВИДАННЯ

САЗОНЕЦЬ Ігор Леонідович

**КОРПОРАТИВНЕ УПРАВЛІННЯ:  
СВІТОВИЙ ДОСВІД ТА  
МЕХАНІЗМИ ЗАЛУЧЕННЯ  
ІНВЕСТИЦІЙ**

**Навчальний посібник**

Керівник видавничих проєктів – *Б.А.Сладкевич*  
Друкується в авторській редакції  
Дизайн обкладинки – *Б.В. Борисов*

Підписано до друку 18.01.2008. Формат 60x84 1/16.  
Друк офсетний. Гарнітура PetersburgC.  
Умовн. друк. арк. 19.  
Наклад 500 прим.

Видавництво “Центр учбової літератури”  
вул. Електриків, 23  
м. Київ, 04176  
тел./факс 425-01-34, тел. 451-65-95, 425-04-47, 425-20-63  
8-800-501-68-00 (безкоштовно в межах України)  
e-mail: office@uabook.com  
сайт: WWW.CUL.COM.UA

**Свідоцтво ДК №2458 від 30.03.2006**