

О.С. ГУДЗЬ

КОРПОРАТИВНЕ УПРАВЛІННЯ

Навчальний посібник

2018

УДК 334.722.8

Рекомендовано до друку Вченою радою ННІ Менеджменту та підприємництва Державного університету телекомунікацій (протокол № 12 від 10 січня 2018 р.)

Рецензенти:

Андрійчук В.Г. доктор економічних наук, професор;

Стецюк П.А. доктор економічних наук, професор.

Гудзь О.Є.

Корпоративне управління: навчальний посібник. – 2018. – 123 с.

В навчальному посібнику висвітлено теоретико-методичні основи та практика застосування корпоративного управління, що сприятиме формуванню системи знань у царині корпоративного управління, механізмів та інструментарію прийняття рішень у корпоративних сферах на мікро – та макроекономічному рівнях, отриманні глибоких уявлень щодо регулювання корпоративних відносин, навичок самостійного творчого мислення, прийняття оптимальних стратегічних рішень, що забезпечують зростання прибутку діяльності корпорацій, підвищення добробуту його працівників і власників.

Видання пропонується для викладачів, аспірантів, магістрів і студентів економічних спеціальностей, керівників та працівників підприємств корпоративного типу та буде корисною усім хто цікавиться питаннями корпоративного управління.

ISBN

Гудзь О.Є., 2018

ЗМІСТ

Передмова		5
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНИЙ БАЗИС КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ		6
1.1	Економічна природа корпоративного управління	6
1.2	Принципи та моделі корпоративного управління	10
РОЗДІЛ 2 ЗОВНІШНЯ СФЕРА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ		18
2.1	Державне регулювання та фінансове посередництво в системі корпоративного управління	18
2.2	Учасники та державна політика на фондовому ринку	21
РОЗДІЛ 3 УЧАСНИКИ КОРПОРАТИВНИХ ВІДНОСИН ТА ОРГАНИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ		25
3.1	Учасники корпоративних відносин	25
3.2	Органи корпоративного управління	29
3.3.	Конфлікт інтересів в корпорації та управління ним	36
3.4	Особливості формування акціонерного сектору в Україні	39
РОЗДІЛ 4 ОРГАНІЗАЦІЙНИЙ ТА ЕКОНОМІЧНИЙ МЕХАНІЗМИ УПРАВЛІННЯ КОРПОРАЦІЄЮ		43
4.1	Сутність механізмів корпоративного управління	43
4.2	Організаційні засади формування корпоративних об'єднань	45
РОЗДІЛ 5 УПРАВЛІННЯ КОРПОРАТИВНИМ КАПІТАЛОМ ТА ВИТРАТАМИ		51
5.1	Форми корпоративного капіталу та різновиди корпоративних витрат	51
5.2	Обіг корпоративних цінних паперів як об'єкт управління	59
5.3	Дивідендна політика	72
РОЗДІЛ 6 ЗВІТНІСТЬ ТА КОНТРОЛЬ В СИСТЕМІ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ		78
6.1	Інформація та звітність в системі корпоративного управління	78
6.2	Механізми корпоративного контролю	83
6.3	Корпоративна культура	88

РОЗДІЛ 7	ТАКТИЧНЕ І СТРАТЕГІЧНЕ УПРАВЛІННЯ	94
	КОРПОРАЦІЯМИ	
7.1	Сутність і специфіка стратегічного і тактичного управління корпораціями	94
7.2	Формування портфеля стратегій розвитку корпорації (стратегічний набір)	97
7.3	Рейдерство та механізми захисту від ворожих поглинань	99
РОЗДІЛ 8	ОЦІНЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ТА ЯКОСТІ	103
	КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ	
8.1	Оцінка ефективності механізмів корпоративного управління	103
8.2	Напрями підвищення ефективності управління корпораціями	106
8.3	Рейтинги та якість корпоративного управління	109
	Список рекомендованих джерел	119

ПЕРЕДМОВА

Корпоративне управління виділилось на певному історичному етапі соціально – економічного розвитку, коли відбулося відокремлення функцій управління від власності, коли почали виникати організаційні форми господарювання, що отримали назву акціонерних товариств або корпорацій.

Трансформаційні процеси в економіці України зумовили актуальність проблематики з корпоративного управління. Це пов'язано з приватизацією державної власності, відродженням різних форм корпорацій, появою нової системи суспільних та виробничих відносин між зацікавленими у діяльності цих корпорацій особами. Масова приватизація в Україні, трансформувала тисячі великих і середніх підприємств в акціонерні товариства, дала можливість мільйонам громадян стати власниками цінних паперів. Зазначені тенденції сприяли формуванню корпоративного сектора української економіки, зокрема великих телекомунікаційних, промислових та промислово-торговельних акціонерних товариств, фінансово-промислових груп, холдингових та транснаціональних компаній. Водночас, слід акцентувати, що акціонерна форма організації підприємництва – порівняно нова для нашої країни. Засади управління акціонерним товариством радикально відрізняються від тих, які практикувалися раніше. Вони потребують якісно нової психології і принципово нового економічного мислення. Створення належної системи корпоративного управління є важливою складовою структурної трансформації економіки, що обумовило актуальність розробки й впровадження навчальної дисципліни „Корпоративне управління”.

У представленому навчальному посібнику з корпоративного управління розкрито основні поняття та терміни, що сприятиме формуванню системи знань у царині корпоративного управління, отриманні глибоких уявлень щодо регулювання корпоративних відносин, навичок самостійного творчого мислення, прийняття оптимальних стратегічних рішень, що забезпечують генерування та нарощення прибутків діяльності корпорацій, підвищення добробуту його працівників і власників.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНИЙ БАЗИС КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ

1.1. Економічна природа корпоративного управління

Корпоративна форма організації підприємництва склалася наприкінці ХІХ ст. й була зумовлена якісними перетвореннями в закономірностях розвитку економіки, послабленням принципів вільної конкуренції, процесами централізації й концентрації виробництва. Вона сприяла залученню додаткових джерел фінансування, забезпечувала мобілізацію капіталів, зменшувала вплив різноманітних соціальних, політичних та економічних ризиків на функціонування підприємства.

За переконанням Дюркгейма, під корпорацією слід розуміти об'єднання за професійною ознакою. Такий підхід до тлумачення терміну корпорація характерний для середніх віків. Тоді широко використовувались визначення „корпорація” для об'єднань золотих справ майстрів, майстрів, що працювали із шкірою, хутром тощо. Первісною й найпростішою формою організації підприємств виступали прості товариства. Учасники такого товариства мали загальну мету, як відособлене, так і спільне майно, несли загальний ризик.

Прийнято вважати, що перші товариства виникли в Давній Греції в VIII – VI ст. до н.е. Їх поява була пов'язана із процесом колонізації середземноморського узбережжя та формуванням грецької полісної системи. Поліс (грецька – polis) – місто-держава, форма соціально-економічної й політичної організації суспільства і держави. Надалі форма товариства стала використовуватися при створенні підприємницьких об'єднань в VI – V ст. до н.е. у Давньому Римі (так звані римські товариства, або „societies”).

Для розвитку корпорацій відіграли певну роль середні віки. У ті часи створювались торгові гільдії за предметом діяльності купців. Купці тимчасово об'єднували кошти для досягнення господарської мети та обмеження ризику окремих купців, їм була притаманна солідарна відповідальність учасників. Сам розвиток гільдій відбувався за трьома основними напрямками, в межах яких створювались правові основи акціонування.

Наступна організаційна форма об'єднання підприємців – повне товариство. В ньому майнові внески відокремлюються від особистості його учасників, але не настільки, щоб визнати за товариством право самостійного суб'єкта господарювання. У повному товаристві завжди утворюється спільне майно, що відособлене від майна іншого учасника товариства. Управління об'єднанням здійснюється або усіма учасниками об'єднання, або тими, кому це доручено. Обов'язки із приводу майна товариства і відповідальність за угодами також була загальною.

Наступним етапом стала поява командитного товариства (або товариства за довірою). У цій формі, товариства були представлені двома групами учасників:

перша група – аналогічна учасникам повного товариства, друга група учасників відособлена від підприємницької діяльності товариства, тобто не бере

участь безпосередньо в управлінні, а несе відповідальність, обмежену лише розміром свого внеску в товариство, що дозволяє говорити про виникнення елемента обмеженої відповідальності власників. Вперше командитні товариства згадуються у підприємницькій діяльності Венеції, їх відносять до 976 р.

Черговим етапом розвитку об'єднань підприємців стала поява об'єднань, що поєднують у собі ознаки як товариств підприємців, так і юридичної особи. Однак із елементами формування капіталу в товариствах із обмеженою відповідальністю зберігається також і певний особистісний елемент – учасники не тільки вносять майно, але й мають шерег повноважень і зобов'язань перед товариством.

Вищою формою підприємницького об'єднання вважається акціонерне товариство. Прийнято вважати, що першими акціонерними товариствами, які виникли в світі, були ост-індійські компанії – голландська та англійська, засновані у 1600 та 1602 роках, відповідно. Ці компанії створювались із дозволу урядів. Першою акціонерною компанією на вітчизняних теренах вважають торговельну компанію в Константинополі, яка була заснована у 1757 році. Ініціаторами створення були венеціанські купці.

Водночас, слід відмітити, що правове значення поняття „корпорація” було сформульовано ще англійським правом, та перенесено на інші різновиди корпорацій – статuti акціонерних компаній, що виникли в XVI – XVII ст. у Великобританії. Слово „корпорація” (лат. corporatio) означає об'єднання, союз, нині, переважно, воно характеризує оптимальну форму організації великого виробництва, товарів та послуг.

Неоднозначне трактування поняття „корпорація”, яке й на цей час є об'єктом подальшого вивчення та уточнення, певною мірою зумовлено відсутністю чіткого його тлумачення в українському законодавстві, а також певними особливостями економіко-правових систем країн англо-американського права (США, Англія) та континентальної Європи (Австрія, Швейцарія, Німеччина, Франція тощо). Так, наприклад, у зазначених країнах по-різному класифікуються юридичні особи.

Корпорація в європейському праві трактується, як „колективне утворення, організація, що визнана юридичною особою, створена на об'єднаних капіталах, що здійснює соціально корисну діяльність”. Слід зазначити, що акціонерне товариство поряд із товариством з обмеженою відповідальністю трактується як об'єднання капіталів й називаються статутними товариствами, оскільки діють на підставі статуту й установчого договору. Вони вважаються юридичними особами. Повні і командитні товариства – це об'єднання осіб, які діють на підставі договору про спільну діяльність й мають назву договірних. А за договірними товариствами європейські держави статусу юридичної особи не визнають.

Для країн англо-американського права поняття „корпорація” та „юридична особа” тотожні. Класичне англійське право відносить до цих понять усі зареєстровані підприємства. Характерним для усіх визначень є пріоритет юридичних підходів над економічними (причому юридичні формулювання базуються перед усім на теорії фікції – відсутність волі та інтересів юридичної

особи ставить під сумнів її існування, юридична особа діє в інтересах своїх власників – фізичних осіб), й пріоритетність управління корпорацією професійними топ-менеджерами. На відміну від більшості європейських держав, в нашій країні і договірні і статутні товариства згідно до ст. 1 Закону України „Про господарські товариства” вважаються юридичними особами. Відзначимо, що згідно законодавства США корпораціям притаманні такі властивості: юридична особа, що зареєстрована державним органом управління, обмежена відповідальність, простий перехід права власності при продажу акцій, централізоване управління корпорацією, безстрокове існування.

Відмінність підходів до визначення поняття „корпорація” пов’язана з тим, що англо-американська система корпоративного управління орієнтована на досягнення максимальної економічної ефективності за будь-яку ціну, а європейська – на досягнення балансу між економічною ефективністю і дотриманням інтересів різних суб’єктів економічних відносин. Але ототожнювати корпорації лише з акціонерними товариствами також неможливо, оскільки існують організаційно-правові форми, що являють собою складніші утворення (консорціум, холдинг, концерн, синдикат, фінансово-промислові групи тощо).

До типів корпоративних об’єднань відносять: картель, корнер, синдикат, трест, концерн, консорціум, фінансово-промислові групи, конгломерат, холдинг, союз асоціація, франчайза. Основні цілі об’єднання підприємств у корпоративні об’єднання: збільшення ринкової частки; підвищення якості товарів, що пропонуються ринку; зниження витрат порівняно із конкурентами; розширення асортименту продукції; підсилення репутації на ринку; зростання доходів; покращення дивідендної політики; підвищення конкурентного статусу; зростання доходів на капітал, що інвестується; підвищення рейтингів; нарощення фінансових потоків; прискорення операційного та фінансового циклів; оптимізація джерел фінансування діяльності.

Корпорація має наступні переваги перед іншими формами ведення бізнесу: необмежений термін існування, високий ступінь ліквідності корпоративних прав, обмежена відповідальність за зобов’язаннями корпорації, капіталізація, тобто можливість зростання вартості активів.

Поняття „корпоративного управління” походить від англійського „corporate governance”, що в буквальному перекладі означає „корпоративне правління” або „корпоративний уряд”. Корпоративне правління (corporate governance) не слід ототожнювати з корпоративним управлінням. Під корпоративним правлінням розуміють діяльність професійних спеціалістів, тобто менеджмент зосереджений на механізмах, необхідних для управління діяльністю підприємства. Термін „корпоративне управління” значно ширший й означає взаємодію великої кількості осіб й організацій, що мають відношення до різних аспектів функціонування підприємства. Корпоративне управління знаходиться на вищому рівні управління підприємством, ніж менеджмент, й забезпечує управління в інтересах акціонерів.

Для корпоративного управління головне – це механізми, за допомогою яких забезпечується відповідальна, прозора корпоративна поведінка та

підзвітність. Їй лише в галузі стратегії функції перетинаються, оскільки це питання є ключовим елементом як корпоративного управління, так й менеджменту. В значній мірі це залежить від країни й правової традиції, а також пов'язано з існуванням двох основних концепцій корпоративного управління (концепція акціонерів та концепція співучасників), прихильники яких дискутують, чи повинні керівники підприємства спрямовувати зусилля на підвищення вартості акціонерного капіталу чи вони мають враховувати також й інтереси інших груп, пов'язаних з діяльністю підприємства.

Швейцарський економіст й політолог В. Хіль зазначав, що існують й ті, хто виступає за досягнення рівноваги інтересів прихильників обох концепцій. Він вважає, що концепція акціонерного капіталу має забезпечити корпорацію таким управлінням, яке гарантує їй стабільний стратегічний успіх й збереження своїх позицій на ринку. Але керівництво корпорації має визнавати окрім акціонерів й інших зацікавлених сторін, що мають власні інтереси. Врахування цих інтересів розглядається, як синонім соціальної корпоративної відповідальності. Тому в низці визначень поняття „корпоративне управління” увага акцентується лише на взаємовідносинах власників й самої корпорації. Корпоративне управління в контексті концепції співучасників є проблемою знаходження механізму забезпечення інвестицій з боку різних співучасників діяльності корпорації, активної довгострокової кооперації між ними для отримання доходу, створення робочих місць та її фінансової стабільності.

У навчальній літературі знаходимо й таке трактування корпоративного управління, згідно якого воно вважається синонімом поняття „управління підприємством”, яке в свою чергу розглядається як вид діяльності. Таким чином ставиться знак рівняння між „корпоративним управлінням” й „управлінням корпорацією”, що охоплює всі функції управління у контурі корпорації. В якості суб'єкта управлінської діяльності в корпораціях виникла управляюча система, що є сукупністю відносин між окремими підрозділами й членами корпорації при здійсненні ними спільної цілеспрямованої діяльності. Вона характеризується як процес й результат впливу одного учасника на іншого. З цієї точки зору, управління корпорацією – це система організаційно-структурних відносин між її елементами, створених з метою організації, упорядкування ролей, функцій, форм та методів діяльності для реалізації певних інтересів.

Загалом економічну сутність поняття „корпоративне управління” розкривають наступні ключові елементи: „комплекс управлінських дій”, „система органів управління та їх взаємодія”, „захист прав акціонерів”, „система взаємовідносин між учасниками”, „регламентація законодавчими та нормативними актами, внутрішніми документами та положеннями”, „система правил та стимулів”, „забезпечення максимально можливого прибутку”. Загальними елементами корпоративного управління вважають: систему відносин, для якої характерна певна структура та процеси; кожний учасник цих відносин має власні інтереси, що може призвести до виникнення конфліктів; учасники корпоративних відносин приймають участь в управлінні корпорації та здійснюють контроль.

Таким чином, під корпоративним управлінням слід розуміти систему організаційно-правових, економічних і фінансових взаємовідносин усіх зацікавлених у діяльності корпорації суб'єктів, що відповідає певним принципам та встановлює форми, структури, способи їх взаємодії, з метою забезпечення максимально можливого прибутку в межах норм чинного законодавства. Об'єктами корпоративного управління є господарські товариства. Однак не всі господарські товариства попадають під поняття корпоративних. До них насамперед відносять акціонерні товариства, товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю, тобто ті, в яких управління відокремлене від власності. Об'єктом корпоративного управління є також державне майно, передане в статутні капітали господарських товариств, акції акціонерних товариств, що належать державі.

1.2. Міжнародні стандарти та моделі корпоративного управління

На початку 1990-х років особливо гостро встала проблема системного підходу до корпоративного управління. Інвесторам була потрібна повна та чітка інформація щодо функціонування механізмів корпоративного управління в компанії, правила й процедури, які б забезпечували акціонерам доступ до інформації щодо діяльності компанії. Іноземні інвестори, передусім портфельні, за підтримки своїх урядів і міжнародних організацій (Світовий банк, Європейський банк реконструкції й розвитку, Міжнародна фінансова корпорація, Організація економічного співробітництва й розвитку та ін.) постійно ведуть активну кампанію, спрямовану на розробку й впровадження правил, які дають змогу максимально захистити права інвесторів, особливо міноритарних, від різних зловживань з боку менеджменту і великих акціонерів компаній. Захист прав інвесторів за рахунок удосконалення корпоративного управління дає значний ефект, що також впливає на корпоративну політику в цілому, скорочуючи макроекономічні ризики. Одним з найважливіших напрямів стала розробка рекомендацій, що стосуються практики корпоративного управління в акціонерних компаніях.

У зв'язку з цим виникла потреба у розробці компаніями власних кодексів корпоративного управління, які б відображали розмежування сфер діяльності й відповідальності, а також розподіл виконавчих і контрольних функцій. У країнах, що розвиваються, кодекси, як правило, приділяють найбільшу увагу базовим принципам корпоративного управління (таким, наприклад, як справедливе відношення до акціонерів, розкриття інформації про власників компанії, її фінансові показники, процедуру річних зборів акціонерів тощо). Відповідність міжнародним стандартам корпоративного управління в країнах з перехідною економікою є необхідною умовою створення сприятливого інвестиційного клімату, збільшення конкурентоспроможності й інвестиційної привабливості підприємства. У розвинутих країнах ці моменти уже закріплені законодавчо. Система, яка застосовується в англосаксонських країнах, приділяє максимум уваги акціонерів, німецька ж більше орієнтована на забезпечення

збалансованості інтересів акціонерів та інших зацікавлених осіб (кредиторів, працівників).

Практика корпоративного управління, що відображає міжнародний і національний досвід, дала змогу розробити систему стандартів корпоративного управління. Цю систему визначають:

I Міжнародні стандарти – принципи корпоративного управління ОЕСР (організації економічного співробітництва й розвитку), ЄБРР (європейського банку реконструкції і розвитку), мережі корпоративного управління, конфедерації європейських асоціацій акціонерів „Євроакціонери”.

II Національні стандарти – кодекси корпоративної поведінки розвинених країн (Великої Британії, Німеччини, США, Франції, Японії, Канади), країн, що розвиваються (Бразилії, Мексики, Малайзії, Індії) та країн СНД (України, Росії, Казахстану).

III Моделі корпоративного управління – англо-американська, японська, західноєвропейська.

Ще у 1999 р. ОЕСР прийняла принципи корпоративного управління, у підготовці яких взяли участь: комітет з міжнародних інвестицій і ТНК та комітет із промисловості. Ці принципи повинні допомогти вдосконаленню правової й нормативної бази корпоративного управління. Вони висвітлюють проблеми, які виникають унаслідок поділу власності й управління. П'ять головних принципів належного корпоративного управління: справедливість (принципи 1 і 2), відповідальність (принцип 3), прозорість (принцип 4) і підзвітність (принцип 5) наведені нижче.

1. Права акціонерів (система корпоративного управління повинна захищати права власників акцій).

2. Рівне відношення до акціонерів (система корпоративного управління має забезпечувати рівне відношення до всіх власників акцій, включаючи дрібних й іноземних акціонерів).

3. Роль зацікавлених осіб в управлінні корпорацією (система корпоративного управління повинна визнавати встановлені законом права зацікавлених осіб і заохочувати співробітництво між компанією й усіма зацікавленими особами з метою збільшення суспільного багатства, створення нових робочих місць і досягнення фінансової стабільності корпоративного сектора).

4. Розкриття інформації й прозорість (система корпоративного управління має забезпечувати своєчасне розкриття достовірної інформації щодо істотних аспектів функціонування корпорації, включаючи відомості стосовно фінансового становища, результатів діяльності, власників і структури управління).

5. Система корпоративного управління повинна забезпечувати стратегічне управління компанією й ефективний контроль за діяльністю виконавчих директорів.

Міжнародна мережа корпоративного управління (створена в 1995р. у Вашингтоні й поєднує великих інвесторів) метою корпорації визначила оптимізацію доходів акціонерів і забезпечення довгострокової життєдіяльності

компанії внаслідок ефективного управління й урахування інтересів зацікавлених сторін. Її принципами є:

- 1) надання достовірної й своєчасної інформації, що забезпечує акціонерам реалізацію їх прав;
- 2) право власників голосувати (одна проста акція – один голос);
- 3) підконтрольність ради директорів і спостережної ради акціонерам;
- 4) більшість у Раді незалежних не виконавчих членів які мають знання і досвід;
- 5) відповідність оплати праці членів ради повинна відповідати інтересам акціонерів;
- 6) надання інформації щодо сум винагород членів ради й вищих посадових осіб у річному звіті;
- 7) введення змін, які істотно розмивають акціонерний капітал або зменшують частки власності лише за згоди зборів акціонерів.

В окремих країнах розроблені власні принципи й кодекси корпоративного управління, які мають переконати інвесторів у тім, що компанії будуть діяти в інтересах акціонерів і створювати їм можливості оперативного одержання достатньої інформації стосовно положення справ у компаніях. Кодекси або рекомендації з корпоративного управління в країнах Європи, як правило, розробляють і затверджують на таких рівнях:

I. Загальні або об'єднані кодекси корпоративного управління, що стосуються усіх компаній.

II. Кодекси корпоративного управління, що діють відносно окремих компаній (наприклад, відносно публічних компаній або компаній, чії акції котируються на біржах).

III. Кодекси корпоративного управління, прийняті окремими асоціаціями (наприклад, рекомендації з корпоративного управління федерації бельгійських компаній).

IV. Кодекси корпоративного управління, прийняті на загальноєвропейському рівні (наприклад, принципи корпоративного управління європейської асоціації акціонерів).

V. Кодекси корпоративного управління, що діють в окремих країнах.

Основу кодексів корпоративного управління становлять рекомендації з основних питань корпоративних відносин. Більшість принципів корпоративного управління, викладених у європейських кодексах, також засновані на принципах корпоративного управління ОЕСР.

Найбільш відомими є такі стандарти:

I. Кодекс Кедберрі, сформульований лондонською фондовою біржею й спілкою бухгалтерів Великої Британії.

II. Рекомендації комітету з питань корпоративного управління при національній раді французької промисловості та французької асоціації приватних підприємств.

III. Основні напрями і проблеми корпоративного управління, підготовлені радою директорів „Дженерал Моторс”.

IV. Основні принципи корпоративного управління, підготовлені каліфорнійським пенсійним фондом.

V. Кодекси корпоративного управління Бразилії, Малайзії, Мексики, Індії, Гонконгської фондової біржі, фондової біржі Йоханесбурга.

Цікаво, що правовий статус Кодексів неоднаковий для різних країн. Положення більшості європейських кодексів корпоративного управління носять рекомендаційний характер, але в окремих країнах він є обов'язковою умовою, щоб цінні папери компанії пройшли лістинг на біржі. Основу кодексів становлять питання пошуку шляхів підвищення ефективності діяльності ради директорів, забезпечення контролю за діяльністю менеджменту компанії.

Основними орієнтирами міжнародних норм корпоративного управління вважаються Національні стандарти США. Основні принципи американського корпоративного управління такі:

1. Звітність: рада директорів і менеджмент повинні бути підзвітними акціонерам; рада директорів повинна мати можливість ефективного моніторингу за діяльністю менеджменту; оплата праці менеджменту повинна бути пов'язана з довгостроковою діяльністю компанії.

2. Прозорість: інвестори повинні бути впевнені у ясній і правдивій інформації щодо діяльності компанії; корпорації мають прагнути до використання міжнародних стандартів звітності, які були б зрозумілі інвесторам з будь-яких країн.

3. Справедливість: однакове відношення до усіх груп акціонерів; одна акція – один голос.

4. Методика голосування: матеріали голосування за дорученням мають бути чіткими і ясними; результати голосування повинні бути точно підраховані й оприлюднені.

5. Кодекс принципів: усі компанії мають розробляти кодекси поведінки й взаємин з акціонерами, які повинні бути суворо регламентовані й котрих слід точно дотримуватися; кодекси мають відповідати світовим стандартам.

6. Стратегічне планування: директори й менеджмент компанії повинні бачити стратегічні перспективи й не піддаватися бажанню досягти швидких результатів на шкоду стратегічним інтересам; акціонери мають підтримувати менеджмент, що забезпечує високу прибутковість на перспективу.

Основними ознаками та елементами, які відрізняють моделі корпоративного управління є: ключові учасники акціонерного товариства або корпорації; структура володіння акціями; склад Ради директорів; законодавче регулювання; вимоги до відкриття інформації для корпорацій, які включаються у лістинг; корпоративні дії, які вимагають ухвалення акціонерами; механізм взаємодії між ключовими учасниками.

Найбільш поширеними класифікаціями підходів у формуванні моделей корпоративного управління є класифікація відповідно до порядку формування органів корпоративного управління та можливості впливу акціонерів на управлінські рішення. Залежно від впливу акціонерів на управлінські рішення розрізняють інсайдерську та аутсайдерську моделі управління.

Аутсайдерська система управління корпорацією передбачає значний вплив менеджменту на прийняття та реалізацію управлінських рішень, оскільки їй притаманна значна розпорошеність акціонерного капіталу через значну кількість дрібних інвесторів.

Інсайдерська система управління корпорацією характеризується значною концентрацією акціонерної власності, що робить виключною роль власника у прийнятті та реалізації управлінських рішень.

Відповідно до порядку формування органів корпоративного управління передбачається законодавчо встановлені дві або три складові у структурі управління корпорацією: загальні збори акціонерів, спостережна рада та правління (Німеччина, Швейцарія); загальні збори та правління (Англія, США); право вибору найприйнятнішої для корпорації системи управління (Франція).

Залежно від характеру економічних та інституціональних зв'язків між акціонерами виділяють базові моделі корпоративного управління: англо-американську, європейську (німецьку) та японську. Відмінність між ними зумовлена традиціями країн і властивих їм економічних систем. Через моделі корпоративного управління реалізуються інституційні відмінності корпоративного управління, які складаються в кожній країні чи окремій економічній системі. Варто акцентувати, що провідним зарубіжним компаніям було потрібно десятиліття, щоб розвинути і довести менеджмент до того стану, який визнається корпоративним управлінням, накопичений багатий досвід.

Англо-американська модель корпоративного управління формувалася у контурі ринкової фінансової системи за наявності потужного ринку капіталу і різноманіття фінансових та інвестиційних інструментів у XIX і XX ст. „Розвиненість” виробничих відносин корпорацій спрощувала залучення необхідних обсягів капіталу. Капіталізація корпорацій за допомогою нової емісії оминала використання довгострокових кредитів. У США діють два типи корпорацій: корпорації з ядром – банківським холдингом; компанії з кластером у вигляді виробничо-технологічного комплексу, у якому внутрішньо-корпоративні стосунки формуються через гнучкі зв'язки і вільний обіг капіталу між галузями.

Характерним для європейської (німецькою) моделі корпоративного управління є тісна співпраця банків і промисловості. На цій основі побудована міжгалузева інтеграція промислових концернів і фінансових організацій і створені горизонтальні промислово-фінансові корпорації. Банки як центри корпоративної структури фінансують промислові фірми і керують ними. У європейських корпораціях висока координація діяльності порівняно незначною кількістю працівників, що входять до корпоративного управління компанії.

Японські корпорації (сюдани) є універсальними багатогалузевими економічними системами, в структуру яких включені фінансові, торгівельні, виробничі підсистеми. Кластери Японії широко використовують залучення коштів вкладників. У їх склад обов'язково входить банк, контролюючий всю корпоративну мережу банків, страхових і інвестиційних компаній. Кредитно-фінансові інститути корпорацій додають мобільності розвитку і реалізують сукупний технологічний потенціал за рахунок підвищення інвестиційних

можливостей і доступності необхідних обсягів капіталовкладень. Важливою підсистемою корпорацій є торгівельні фірми. За масштабами торгівельних операцій, обсягу реалізації вони виконують в судані роль універсального постачальника і продавця. Промислові компанії корпорацій вертикально інтегровані під керівництвом головної фірми, де домінує високий рівень централізації. Великому різноманіттю дочірніх фірм підпорядковані усілякі субпідрядники. Контрактні зв'язки і обмін в корпорації включають фінансову, матеріальну та інформаційну сфери. Внутрішні взаємини побудовані на спеціалізації. Стосунки постачальник-споживач монополізовані, а не ринкові.

Три розглянуті моделі корпоративного управління є взаємодоповнюючими і жодна з них не вважається універсальною. Вони потенційно допускають комбінування низки елементів. Їх взаємне поєднання сприяє вдосконаленню корпоративної діяльності, оскільки їм притаманні певні недоліки.

Для англо – американської моделі на рівні теорії прийнято вважати, що розосередження власності веде до пасивності акціонерів (це особливо характерно для великих компаній, де більше акціонерів, а володіння й управління чітко розділені й вищі видатки на колективні дії). Ринок поглинань, який в американській моделі є найважливішим механізмом корпоративного контролю, критикується за потенційну дестабілізацію ситуації в компаніях, що підлягають поглинанню.

Традиційна критика американської моделі фокусується на пасивності аутсайдерів у радах директорів. Передбачається, що ця тенденція повинна одержати подальший розвиток.

Інша характерна для США тенденція – зосередження справ корпорації в руках мінімального числа осіб, тобто керуючих. При цьому існує шерег загальних питань практичного й правового характеру, які як були, так і залишаються предметом дискусій у даній сфері.

У Німеччині банки, що ексклюзивно оперують на фондовому ринку й володіють пакетами акцій корпорацій, усе більше зазнають критики за те, що таке володіння завдає шкоди інтересам вкладників банків. Водночас є й очевидні конфлікти: між інтересами банку як кредитної організації і як стратегічного інвестора; між інтересами банку як стратегічного інвестора й інтересами дрібних акціонерів – фінансових інвесторів.

Японська система афілійованих акціонерів по суті звужує права „незалежних” акціонерів. Додаткові проблеми для портфельних інвесторів у Японії також викликає практика проведення усіх зборів акціонерів водночас, негативне відношення до ініціативи (пропозицій) акціонерів.

Пріоритетним напрямком змін у корпоративному управлінні країн Азіатського регіону та Німеччині в останні роки стало наближення до англо-американської моделі корпоративного управління. Так, у Японії з 2000 р. система обліку позбавлена можливості приховувати від зовнішніх інвесторів та держави інформацію щодо прибутків та збитків корпорації, а в 2001 р. японський уряд ввів вимогу щодо залучення до складу ради директорів не менше двох незалежних директорів, у Південній Кореї – спостерігається потяг до більш прозорої системи фінансової звітності та міжкорпоративних зв'язків.

Починаючи з середини 1990-х рр. у Німеччині також прийнято низку законів, що наближує її модель корпоративного управління до англо-американської.

Звернемо увагу, що структура ради директорів, як ознака класифікації, дає можливість виділити дві моделі корпоративного управління – однорівневу (унітарну) та дворівневу (модель подвійних рад) (рис. 1.1).

Вибір моделі є результатом прийняття відповідного законодавчого акту на державному рівні. Хоча в деяких країнах (Франція, Італія, Фінляндія) законодавчо закріплено можливість корпорації самим обирати ту чи іншу модель корпоративного управління.

Німецьким корпораціям притаманна дворівнева рада директорів. Відповідно до корпоративного законодавства Німеччини, рада директорів повинна складатися з ради директорів (Supervisory Board, Aufsichtsrat) і правління (рада менеджерів, Management Board, Vorstand). У раді може налічуватися, залежно від розміру компанії, від 12 до 20 чоловік. У компаніях із числом співробітників від 500 до 2 тис. рада директорів на одну третину повинна складатися із представників співробітників компанії, а в компаніях із кількістю співробітників більше 2 тис. чоловік – на 50% .

Зазначимо, що для двох цих моделей характерно наявність у складі ради директорів незалежних представників.

У провідних міжнародних корпораціях незалежні директори досвідчені, професійні й поважні люди, що підвищує якість рішень, які приймає рада директорів. Також вони є гарантами прозорості та об'єктивної інформації щодо діяльності корпорації, яка надається зацікавленим суб'єктам корпоративного управління. З метою підвищення ефективності роботи ради директорів створюються комітети, які допомагають подолати недостатню поінформованість її членів, пов'язану з регулярністю проведення засідань ради та великою кількістю повноважень.

Успішна діяльність корпорації забезпечується шляхом винагороди членів ради директорів. Наприклад, у компаніях США така винагорода складається із опціону на акції, фіксованої щорічної виплати за членство у раді директорів, виплати за участь в засіданнях та поточному управлінні компанією.

Отже, розгляд існуючих моделей корпоративного управління дозволяє виявити суттєві відмінності у підходах до вирішення проблеми відділення права власності від права контролю. Її вирішення визначає тип моделі корпоративного управління й залежить від структури власності, рівня розвитку фондового ринку, впливу фінансових установ, системи представництва акціонерів в управлінні тощо.

Жодна із зазначених моделей не є досконалою. Використання тієї чи іншої моделі потребує її адаптації до політичних, фінансових та правових особливостей певної країни. Тому використання в Україні закордонного досвіду можливо лише при узгодженні його з українською специфікою.

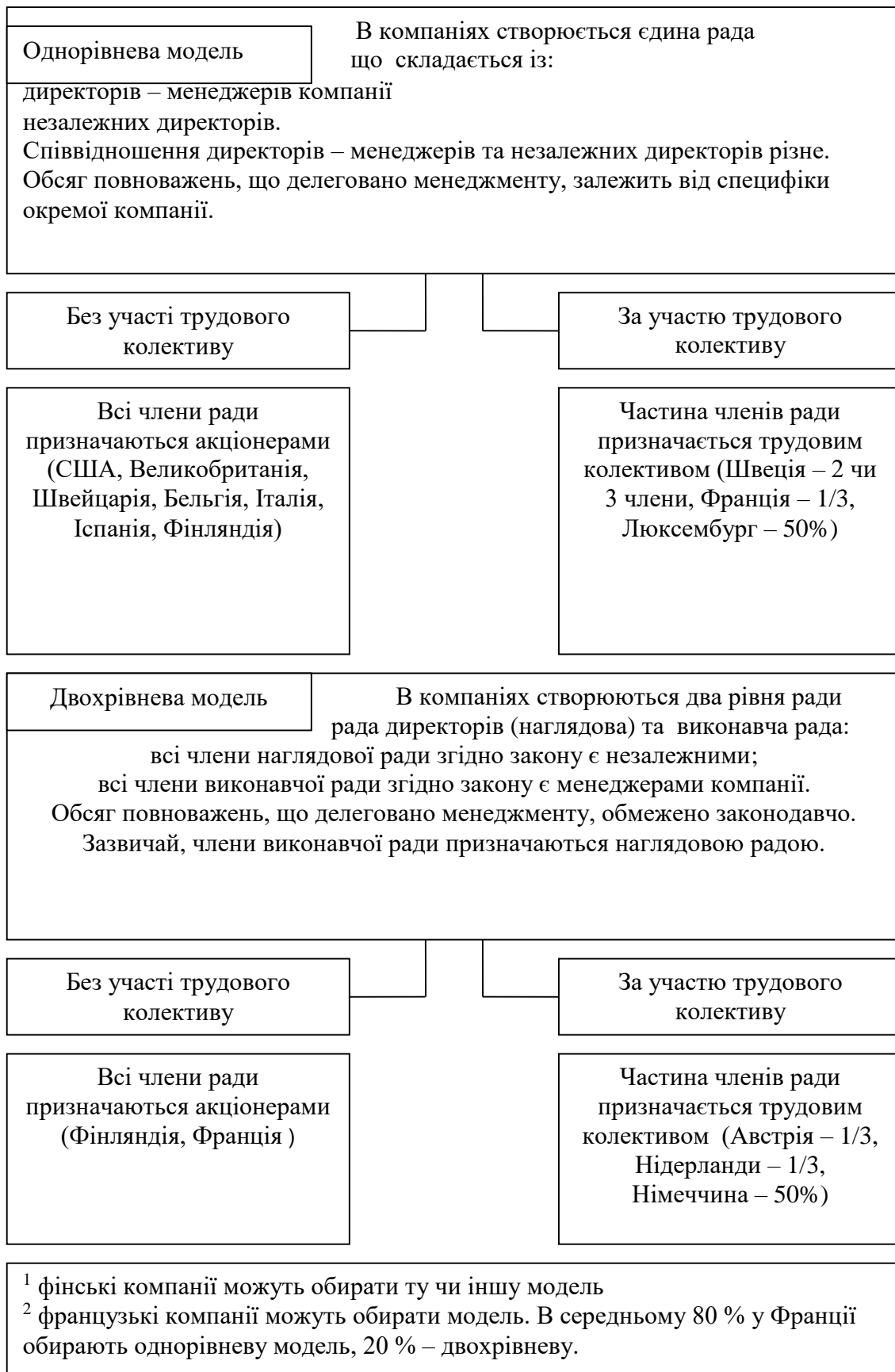


Рис. 1.1. Моделі організації ради директорів

РОЗДІЛ 2

ЗОВНІШНЯ СФЕРА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ

2.1. Державне регулювання та фінансове посередництво в системі корпоративного управління

Корпорація як відкрита система знаходиться у постійній взаємодії із зовнішнім середовищем. Зовнішнє середовище суттєво впливає на ефективність роботи корпорації, але наслідки цього впливу дуже важко піддаються прогнозуванню, саме тому взаємодію „корпорація – зовнішнє середовище” повинні здійснювати менеджери вищої ланки, тобто керівництво корпорації.

Елвар Елбінг дійшов висновку, що чинники зовнішнього середовища доцільно поділяти на дві групи:

прямої дії, тобто ті, що безпосередньо впливають на діяльність організації й залежать від цієї діяльності: постачальники, конкуренти, споживачі, профспілки, закони;

непрямої дії, тобто на діяльність організації вони впливають не безпосередньо, а через певні механізми й взаємини: економіка країни, соціокультурні фактори, міжнародні події, політика, науково-технічний прогрес.

Розглянемо більш детально ці чинники. Постачальники через обсяги і вартість ресурсів впливають на збутову та цінову політику корпорацій. Конкуренти впливають на частку ринку і у тому числі на масштаби виробництва корпорації та її цінову політику. Споживачі через платоспроможний попит впливають на ефективну пропозицію, що проявляється в обсягах, ціні пропозиції на ринку товарів або послуг; асортиментну політику корпорації. Нормативно-правове поле формує податкову політику та правила гри для корпорацій, що визначає ефективність та масштаби їхньої діяльності. Вплив профспілок на діяльність корпорацій в економічно розвинутих країнах проявляється досить сильно. В сучасних умовах розвитку України цей вплив суттєво обмежений.

Чинники непрямої дії здійснюють свій вплив на стан корпорацій через опосередковані механізми, які проявляються у наступному. Середовище непрямої дії, як правило, складніше, ніж середовище прямої дії. Прогнозуючи вплив середовища непрямої дії на корпорацію, керівництво, як правило, не має достовірної інформації щодо напрямку та абсолютних значень чинників зовнішнього середовища, але корпорація не може впливати прямо на них. Так, економіка країни формує певний рівень розвитку продуктивних сил в країні, рівень покувної спроможності населення, що в свою чергу визначає напрями витрат та їх обсяг. Чинник політичної стабільності формує інвестиційну привабливість країни та впливає на міжнародний товарообмін з цією країною, формує її зовнішньоекономічну політику. Соціокультурні чинники визначають традиції споживання, структуру витрат і тим самим обсяги ринків певних товарів країни. Рівень науково-технічного прогресу в конкретній країні визначає потребу в інноваціях, темпи оновлення основних фондів, якісні параметри товарів і послуг на ринку країни, обсяги та рівень інвестицій. Міжнародні події впливають на економічну активність в країні та визначають пріоритетні

напрямки розвитку економіки. Корпорації можуть підпадати або під санкційні обмеження їх діяльності, або під інтенсивний вплив на їх розвиток в залежності від міжнародних подій, що відбуваються.

Одним з найважливіших елементів зовнішнього середовища корпоративного управління є державне регулювання корпоративного сектора. Держава відіграє важливу роль у регулюванні корпоративного сектору економіки країни. Відомо, що саме державі належить значна частка в корпоративному секторі. Вона може виступати не лише як акціонер, а й виконувати регуляторні функції стосовно діяльності корпоративного сектору, зокрема через встановлення законодавчих норм функціонування акціонерних товариств, контролю за дотриманням добросовісної конкуренції, захисту прав акціонерів. У цілому державне регулювання як один з напрямків корпоративного управління виходить за межі безпосереднього управління державними підприємствами та господарськими товариствами корпоративного типу. Створюючи цілісну організаційно – правову базу функціонування економіки, держава так чи інакше регулює різні сторони діяльності корпоративних підприємств. Але оскільки цей підхід дуже широкий, тому ми зупинимося на деяких аспектах діяльності держави, які безпосередньо відносяться до регулювання діяльності корпоративних господарських товариств.

Державне регулювання корпоративного сектору економіки передбачає створення такої системи, яка б забезпечила захист прав інвесторів, а також суворий контроль за діяльністю осіб, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів (фондовому ринку). Регулювання діяльності акціонерних товариств здійснюється уповноваженими органами загальної та спеціальної компетенції. Такий підхід характерний для всіх країн і означає, що на рівні законодавчих органів видаються нормативні акти, які мають чинність закону і регламентують загальні основи функціонування корпоративного сектора.

До органів спеціальної компетенції відносяться: Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку; Державна комісія з регулювання фінансових послуг; Фонд державного майна України; Антимонопольний комітет у межах своїх повноважень. Органи спеціальної компетенції покликані забезпечити регулювання та контроль діяльності корпоративних підприємств з урахуванням специфіки цього сектора. Це – реалізація державної політики у сфері випуску й обігу цінних паперів, створення умов для мобілізації та розміщення учасниками ринку цінних паперів, фінансових ресурсів з урахуванням інтересів товариства, публічне розміщення інформації про умови випуску та обігу цінних паперів, результатів господарської діяльності корпоративних підприємств та інша інформація, що може впливати на формування цін на ринку цінних паперів, для забезпечення рівних можливостей доступу емітентів, інвесторів і посередників на фондовий ринок.

Крім вищезазначених державних структур у системі корпоративного регулювання, важливе місце займають саморегулюючі організації – добровільні неприбуткові об'єднання професійних учасників фондового ринку, що провадять професійну діяльність на фондовому ринку з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну

діяльність (діяльність реєстраторів та зберігачів), утворені відповідно до критеріїв та вимог, установлених Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку). Вони створюються з метою захисту інтересів своїх членів, сприяють організації і розвитку інфраструктури ринку цінних паперів, сумлінної конкуренції між суб'єктами фондового ринку, організують методичну підтримку своїх членів. Оскільки вони входять до системи корпоративних відносин, вони реєструються Державною комісією цінних паперів та фондового ринку.

Формами державного регулювання корпоративних відносин є: прийняття нормативно-правових актів з питань: функціонування ринку цінних паперів, діяльності учасників цього ринку, їхніх прав і обов'язків; регулювання та реєстрація випуску й обігу цінних паперів; контроль за дотриманням емітентами порядку реєстрацій випусків цінних паперів і їхнім розміщенням; розробка норм і контроль за дотриманням антимонопольного законодавства України; встановлення правил і стандартів здійснення операцій щодо переходів прав власності на цінні папери, контроль за їхнім виконанням.

До функцій державного регулювання діяльності корпорацій входить: створення системи захисту прав інвесторів і контролю за дотриманням цих прав емітентами цінних паперів та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів; контроль за достовірністю інформації, що надається емітентами та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, контролюючим органам; видання спеціальних дозволів (ліцензій) на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів та забезпечення контролю за такою діяльністю; заборона та припинення на певний термін професійної діяльності на ринку цінних паперів у разі відсутності спеціального дозволу (ліцензії) на цю діяльність і притягнення до відповідальності за здійснення такої діяльності згідно з чинним законодавством.

Особливим напрямом державного регулювання у сфері корпоративного управління в Україні вважається управління державним корпоративним сектором яке можна розділити на два напрямки: пряме управління державними підприємствами; управління певною державною частиною в статутному капіталі господарських товариств. Перший напрямок застосовується у випадках, коли держава є єдиним власником акціонерного товариства і керує його діяльністю через менеджмент корпорації. Другий напрямок державного управління впливає на діяльність товариства згідно з наявним в державі певного пакета корпоративних цінних паперів.

До об'єктів, які підпадають під пряме управління державою, відносять: майно державних підприємств, установ і організацій, закріплене за ними на праві повного господарського володіння або оперативного управління; акції (паї), які належать державі в майні господарських товариств; майно підприємств, які перебувають у процесі приватизації; майно, передане в користування органам самоврядування; майно, що не ввійшло в статутні капітали господарських товариств, створених у процесі приватизації (корпоратизації) майна державних підприємств.

Значну роль у корпоративному секторі відіграють так звані інституціональні інвестори, серед яких значна кількість фінансових

посередників. Світова практика свідчить про важливу роль фінансових посередників у системі корпоративного управління. У зовнішніх структурах корпоративного управління функціонують різні форми посередництва, які мають не тільки специфічні риси й особливості, обумовлені їхнім місцем і роллю в економічній системі, але й загальні риси. У широкому розумінні фінансові посередники характеризуються як компанії, що надають своїм клієнтам послуги у сфері інвестування. Крім того, фінансові посередники можуть визначатися також як інститути, що організують безпосереднє регулювання попиту й пропозиції на фінансові ресурси в економіці, як основні суб'єкти ринку капіталів.

Слід виділити кілька важливих функцій, які виконують фінансові посередники в системі корпоративного управління. Передусім, використання фінансових посередників дає корпорації можливість професійно виконувати низку операцій на фондовому ринку, зокрема, розміщення випуску цінних паперів. Все це в остаточному підсумку веде до економії коштів внаслідок спеціалізації діяльності на фондовому ринку. Другою важливою функцією фінансових посередників є залучення вільних інвестиційних ресурсів і спрямування їх у корпоративний сектор. При цьому фінансові посередники своєю діяльністю впливають на структурну перебудову й динаміку руху економічних процесів. Третьою важливою функцією фінансових посередників є зниження рівня ризиків при інвестиційній діяльності. Ця функція стосується приватного інвестора, що не завжди може правильно оцінити об'єкти інвестування. Четвертою важливою функцією фінансових посередників щодо корпоративних структур є консультативна. Особливо це стосується у вітчизняній практиці приватизованих підприємств, які набули форму акціонерних товариств, але не мають досвіду управління такою організаційно – правовою структурою бізнесу. Для України характерною формою фінансового посередництва є так звані торговці цінними паперами, які обслуговують рух цінних паперів корпоративних підприємств. Такі фінансові посередники здійснюють діяльність з випуску й обігу цінних паперів.

2.2. Учасники та державна політика на фондовому ринку

Важливим напрямом регулювання корпоративного сектору з боку держави є державне регулювання фондового ринку. В Україні таке регулювання передбачає комплекс заходів щодо упорядкування, контролю, нагляду за ринком цінних паперів, запобігання зловживанню й порушенню чинного законодавства учасниками цього ринку і впливає на діяльність усіх учасників відповідно до цілей і принципів, обраних державою.

Фондовий ринок (ринок цінних паперів) – сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і їх похідних (деривативів).

Учасники фондового ринку – емітенти, інвестори, саморегулювальні організації та професійні учасники фондового ринку. Фондовий ринок охоплює частину кредитного ринку і повністю ринок титулів власності. Іншими словами,

цей ринок інтегрує операції щодо боргових інструментів, титулів власності, а також їхніх похідних, що виражається через випуск спеціальних цінних паперів, які мають власну вартість і можуть продаватися, купуватися та погашатися.

Фондовий ринок виступає як засіб забезпечення нормального функціонування усіх галузей економіки, а також як засіб поєднання державних, інституційних та індивідуальних інтересів, захисту грошових коштів населення від інфляції та покращання їх добробуту.

Основними учасниками фондового ринку є: емітенти, інвестори, фінансові посередники, інститути-регулятори, фондова біржа.

Існує дві класифікації учасників фондового ринку: в залежності від юридичного статусу вони поділяються на категорії, а в залежності від функцій, що виконують – на види. За категоріями учасники фондового ринку можуть виступати як індивіди, інститути і як органи державно-правового регулювання.

Державне регулювання фондового ринку включає: законодавчі й підзаконні акти; органи державного управління, що забезпечують регулювання діяльності суб'єктів ринку цінних паперів; непряме втручання держави в діяльність фондового ринку.

Важливу й пріоритетну роль у законодавчому регулюванні національного ринку цінних паперів відіграють міжнародні правові акти: договори, угоди, укладені міжнародними організаціями і фінансовими інститутами у сфері розвитку, функціонування та регулювання фондового ринку.

Регулювання та контроль на фондовому ринку здійснюють Національна комісія з цінних паперів і фондового ринку, Національний банк України і Державна податкова адміністрація.

Серед законодавчих актів України, які регулюють діяльність суб'єктів фондового ринку, слід виділити кілька особливо важливих, а саме: закони України – „Про цінні папери і фондовий ринок”, „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”, „Про акціонерні товариства”, „Про банки та банківську діяльність”, „Про приватизаційні папери”, „Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні”.

Державне регулювання фондового ринку передбачає:

реалізацію єдиної державної політики у сфері випуску та обігу цінних паперів та їх похідних;

створення умов для ефективної мобілізації та розміщення учасниками ринку цінних паперів фінансових ресурсів з урахуванням інтересів суспільства;

отримання учасниками ринку цінних паперів інформації про умови випуску та обігу цінних паперів, результати господарської діяльності емітентів;

забезпечення рівних можливостей для доступу емітентів, інвесторів і посередників на ринок цінних паперів;

гарантування прав власності на цінні папери, захист прав учасників фондового ринку;

дотримання учасниками ринку цінних паперів вимог актів законодавства;

запобігання монополізації та створення умов розвитку добросовісної конкуренції на ринку цінних паперів, контролю за прозорістю й відкритістю цього ринку.

Під органами, що здійснюють державно-правове регулювання фондового ринку, розуміють органи законодавчої, виконавчої і судової влади. Характерними рисами органів державно-правового регулювання є наявність публічної влади, організаційної оформленості, права видавати загальнообов'язкові акти, удаватися в необхідних випадках до організаційного примусу та санкцій, включаючи адміністративні.

В залежності від функцій, що виконуються в процесі ринкової взаємодії, учасники фондового ринку діляться на дві великі групи: основні та інфраструктурні.

До першої групи входять емітенти, інвестори, посередники, інститути-регулятори, спеціальні державні органи регулювання.

Емітенти – юридичні, а у випадках, передбачених Законом, фізичні особи, які від свого імені випускають цінні папери з метою залучення фінансових ресурсів для свого розвитку і зобов'язуються виконувати обов'язки, що впливають з умов їх випуску.

Інвестори – фізичні, юридичні особи та інституційні інвестори, котрі мають вільні грошові ресурси, необхідні для інвестування з метою збільшення ринкової вартості цінних паперів. Інвестори поділяються на: індивідуальні (приватні особи); корпоративні (підприємства, організації, установи і т.д.); інституціональні (колективні).

Посередники – це такі фінансові організації, які надають в процесі взаємодії з цінними паперами посередницькі послуги. Термін „брокерські послуги” використовується для позначення регулярно виконуваної діяльності, головним змістом якої є здійснення операцій з цінними паперами за рахунок клієнтів. Після придбання цінних паперів брокером право власності до нього не переходить, воно переходить до клієнта, за дорученням і за рахунок якого брокер здійснює операції. Клієнтами брокера, як правило, є інвестори, але ж ними можуть бути і дилери. Термін „дилерські послуги” використовується для позначення регулярної підприємницької діяльності, основним змістом якої є купівля і продаж цінних паперів за свій власний рахунок. Після придбання цінних паперів дилером до нього переходить право власності на вказані папери. Термін „послуги по проведенню підписки” використовується на ринку цінних паперів для позначення посередницької діяльності, основним змістом якої є розміщення цінних паперів серед інвесторів.

Фінансові посередники виконують роль сполучної ланки між емітентом та інвестором. З одного боку вони виконують посередницькі функції стосовно емітента, проводячи операції у випуску і розміщення цінних паперів на ринку. Добре знаючи ринок, вони краще розуміються на тому, які цінні папери та умови їх випуску найбільш доцільні для конкретного емітента, як провести роботу, щоб забезпечити розміщення цінних паперів. З іншого боку, вони надають послуги інвесторам у придбанні цінних паперів, виходячи з побажань інвестора стосовно дохідності й надійності вкладень. Роль фінансових посередників на ринку цінних

паперів надзвичайно важлива, адже саме вони визначають його активність та ефективність.

Видами фінансових посередників є інвестиційні фонди, трасти і компанії. Вони мобілізують кошти шляхом випуску власних цінних паперів – інвестиційних сертифікатів. Інвестиційні фонди і трасти здійснюють тільки мобілізацію коштів. Розміщення коштів проводять спеціальні інвестиційні компанії, а зберігання забезпечують депозитарії. Інвестиційні фонди вкладають з інвестиційними компаніями угоди на здійснення інвестиційної діяльності, а трасти довіряють інвестиційним компаніям мобілізовані кошти. Як правило, трасти створюються на певний термін і проводять тільки один випуск сертифікатів. Після їх погашення вони закриваються. Інвестиційні фонди діють тривалий період. Вони є двох типів – відкриті й закриті. Відкриті здійснюють випуск і погашення інвестиційних сертифікатів на постійній основі. Закриті здійснюють разовий випуск сертифікатів і погашають їх на першу вимогу власника. Інвестиційні компанії, на відміну від фондів і трастів, здійснюють розміщення мобілізованих коштів самостійно, їх інвестиційні сертифікати можуть виставлятися на продаж на фондових біржах.

Важливими серед інфраструктурних учасників фондового ринку є:

депозитарії (спеціалізуються на виконанні функцій збереження паперів);

кліринго-розрахункові установи (спеціалізуються на виконанні таких функцій, як здійснення умов операцій купівлі-продажу цінних паперів, проведення перевірки наявності на рахунках учасників грошових коштів та цінних паперів, здійснення постачання цінних паперів з одних рахунків на інші);

фондові біржі (укладають договори купівлі-продажу цінних паперів та їх похідних, надають інформаційні послуги в сфері фондового ринку);

торгово-інформаційні системи (організують торгівлю на позабіржовому ринку, надають інформаційні послуги в сфері торгівлі цінними паперами),

зберігачі і реєстратори цінних паперів (організують зберігання і обслуговування обігу цінних паперів на рахунках в цінних паперах, ведення обліку іменних цінних паперів в без документарній формі, ведення реєстрів власників іменних цінних паперів);

фондові посередники та організації, які забезпечують укладання угод та консалтингове супроводження;

трастові інститути (основна функція – довірче управління, переважно, грошовими коштами та цінними паперами, що знаходяться у власності різних інститутів та індивідів);

агенти по трансферту та реєстратори (інститути, які виконують функції „нагляду” за процесами переходу права власності на випущені цінні папери);

продавці ринкової інформації (інститути, які спеціалізуються на наданні послуг по обробці і розповсюдженню ринкової інформації про види цінних паперів, що знаходяться в обігу, поточних курсах, а також складанню аналітичних оглядів подій та тенденцій на ринку цінних паперів, звітів емітентів);

спеціальні гарантійні фонди (інститути, основною функцією яких є гарантування цілісності ринкової взаємодії з ринковими паперами).

За стадіями торгівлі та місцем торгівлі Фондовий ринок поділяється на первинний та вторинний.

Первинний ринок цінних паперів – сукупність правовідносин, пов’язаних з розміщенням цінних паперів. Первинний ринок являє собою випуск цінних паперів в обіг, який здійснюється на основі оголошення про емісію. Торгівля ведеться між емітентами з одного боку та інвесторами і фінансовими посередниками – з іншого.

Вторинний ринок цінних паперів – сукупність правовідносин, пов’язаних з обігом цінних паперів. Вторинний ринок характеризується операціями перепродажу цінних паперів, які здійснюються між окремими інвесторами, інвесторами і фінансовими посередниками та між фінансовими посередниками.

За місцем торгівлі ринок цінних паперів поділяється на біржовий та позабіржовий. Біржовий включає угоди, що укладаються на фондовій біржі, й охоплює, насамперед вторинний ринок, хоча в окремих випадках і первинне розміщення цінних паперів може здійснюватись через фондову біржу. Позабіржовий відображає угоди, які укладаються і здійснюються поза біржею. Він стосується насамперед первинного ринку, однак позабіржові операції можуть здійснюватись і на вторинному ринку.

РОЗДІЛ 3

УЧАСНИКИ КОРПОРАТИВНИХ ВІДНОСИН ТА ОРГАНИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ

3.1. Учасники корпоративних відносин

Поняття „корпоративне управління” являє собою систему внутрішніх відносин – між органами товариства та його акціонерами, та відносин зовнішніх – між товариством та будь-якими іншими третіми особами. До внутрішніх корпоративних відносин можна віднести відносини між корпорацією та власниками корпоративних прав. Корпоративні права – це право власності на частку (пай) у статутному капіталі юридичної особи, включаючи права на управління, отримання відповідної частки прибутку цієї особи, а також частки активів у разі її ліквідації відповідно до чинного законодавства. Власниками корпоративних прав виступають акціонери як крупні, так і міноритарні (дрібні). Захист прав та законних інтересів акціонерів може відбуватись через: участь в управлінні товариством шляхом участі та голосування на загальних зборах; отримання частини прибутку товариства у розмірі, пропорційному належній акціонерові кількості акцій; своєчасне отримання повної та достовірної інформації про фінансово-господарський стан товариства та результати його діяльності, суттєві факти, що впливають або можуть впливати на вартість цінних паперів та розмір доходу за ними, випуск товариством цінних паперів тощо; вільне розпорядження акціями; надійна та ефективна реєстрація та підтвердження права власності на акції; викуп товариством належних акціонеру акцій за справедливою ціною.

Учасниками корпоративних відносин виступають різні суб'єкти: самі емітенти (як правило, акціонерні товариства), інвестори (акціонери), менеджмент, працівники, інвестори, кредитори, споживачі, постачальники, конкуренти, органи державного регулювання діяльності корпорацій, громадські організації, інші зацікавлені особи. Зацікавлені особи – особи, які мають легітимний інтерес у діяльності товариства, тобто такі, які певною мірою залежать від товариства або можуть впливати на його діяльність. До зацікавлених осіб належать: працівники, споживачі продукції товариства, територіальна громада, на території якої розташоване товариство, а також відповідні державні органи та органи місцевого самоврядування. Всіх їх можна назвати „співучасниками” діяльності товариства. Одні з них формують пропозицію акцій, інші – попит на них, треті – забезпечують взаємодію продавців та покупців, виконуючи ряд організаційно-технічних функцій.

Ключовою фігурою у складі учасників корпоративних відносин завжди є емітент. Відповідно до Закону України „Про цінні папери та фондову біржу” емітентом цінних паперів визнається юридична особа, яка від свого імені випускає цінні папери і зобов'язується виконувати обов'язки, що випливають з умов їх випуску. Саме емітенти цінних паперів є споживачами інвестицій, які вони одержують шляхом випуску цінних паперів. Саме вони з'єднують осіб, які інвестують гроші та майно в цінні папери емітента – інвесторів. Останні

називаються акціонерами у разі, якщо вони придбали акції певного акціонерного товариства. Емітент (в особі своїх органів управління) та його акціонери окреслюють коло внутрішніх учасників корпоративних відносин. Можна сказати, що це безпосередні учасники корпоративних відносин.

Акціонери вступають з корпорацією в особливі відносини: вони уможливають саме існування корпорації як постачальники „ризикового” капіталу, необхідного для її виникнення, розвитку й зростання. Природно, інтереси акціонерів повинні враховуватися у всіх найважливіших діях товариства.

Акціонери несуть найвищі ризики: неотримання доходу у випадку, якщо діяльність компанії, з тих чи інших причин, не приносить прибутку; у випадку банкрутства компанії одержують компенсацію лише після того, як будуть задоволені вимоги всіх інших груп. Акціонери мають можливість впливати на менеджмент компанії двома шляхами: при проведенні зборів акціонерів, через обрання того або іншого складу ради директорів і схвалення чи несхвалення діяльності менеджменту компанії; шляхом продажу належних їм акцій, впливаючи тим самим на курс акцій, а також створюючи можливість поглинання компанії акціонерами, не дружніми діючому менеджменту.

Менеджери акціонерних товариств стурбовані насамперед міцністю свого положення, зростанням власних доходів. Відносини між менеджментом та виконавцями в середині корпорації спрямовані на створення балансу інтересів між особистими цілями персоналу та досягненням загально корпоративних цілей. Орган, який забезпечує співпрацю товариства із зацікавленими особами – наглядова рада та її комітети.

Органи державної влади та місцевого самоврядування зацікавлені в стабільній роботі підприємств, що означає постійну виплату всіх податків та інших обов'язкових платежів, створення робочих місць. Кредиторів товариства також цікавить фінансова стабільність і стабільність положення товариства, що є заставою того, що товариством будуть виконані взяті зобов'язання.

Зовнішні учасники корпоративних відносин – окрема група учасників, які здійснюють обслуговування діяльності з цінними паперами того чи іншого товариства, так звані інститути інфраструктури. Серед них – торговці цінними паперами, депозитарії, зберігачі, реєстратори та інші. Такі особи надають кваліфіковані послуги вищеназваним учасникам і, таким чином, беруть опосередковану участь в системі корпоративних відносин. Специфічним учасником корпоративних відносин є держава.

В Україні емітентами цінних паперів виступають держава, органи місцевого самоврядування та юридичні особи.

Що стосується держави, то відповідно до світової практики випуск цінних паперів державою є більш ефективним методом фінансування бюджетного дефіциту порівняно з практикою позики грошей в державному банку (в Україні – Національний банк) та залучення коштів від емісії грошей. Так, позитивним у цьому процесі є те, що, коли держава залучає кошти шляхом випуску державних облігацій і вчасно виконує зобов'язання з виплати доходу за ними, такі цінні

папери можуть виступати як привабливий інвестиційний інструмент з низьким рівнем ризику для банків,

Юридичні ж особи здійснюють емісію цінних паперів для розширення виробництва або проведення іншої комерційної діяльності шляхом випуску боргових зобов'язань (облігацій) або акцій. З цією метою можуть випускатись також ощадні сертифікати (цим займаються банки) та векселі.

Емітентів акцій в Україні можна поділити на дві групи: а) новостворені акціонерні товариства; б) акціонерні товариства, створені шляхом відповідного перетворення державних підприємств в процесі приватизації. Цей поділ емітентів, з одного боку, відображає специфіку акціонерного сектора економіки України, а з іншого, – має важливе значення для з'ясування особливостей корпоративних відносин, що існують у різних акціонерних товариствах. При цьому треба підкреслити домінуюче значення в економіці країни другої групи емітентів.

Згідно ст. 5 закону України „Про акціонерні товариства” від 17 вересня 2008 року № 514-VI, усі акціонерні товариства за типом ділять на публічні й приватні (кількість акціонерів не більше 100 осіб). Всі акції товариства є іменними й існують виключно у без документарній формі (ст. 20, п. 2). Акції відкритого (публічного) акціонерного товариства розповсюджуються шляхом відкритої підписки та є предметом купівлі-продажу на фондовій біржі. Акції закритого (приватного) акціонерного товариства розподіляються лише серед засновників і не можуть бути предметом купівлі-продажу на фондовій біржі. У міжнародній практиці відкриті акціонерні товариства прийнято називати „публічними”, а закриті акціонерні товариства – „приватними” компаніями.

Треті особи та органи державного управління не мають права втручатися в діяльність акціонерного товариства за винятком випадків, передбачених законодавством.

Особливу роль відіграють зовнішні корпоративні відносини, які здійснюються на рівні держава-корпорація. Держава створює правове поле діяльності корпорації, умови її функціонування, корпорація забезпечує виконання цих умов та приймає участь у формуванні грошових потоків державного і місцевого бюджетів через сплату податків та здійснення обов'язкових платежів. Учасники корпоративних відносин формують систему взаємозв'язків, яка спрямована на одержання результатів діяльності корпорації.

Соціальна відповідальність діяльності корпорації знаходить своє відображення у дотриманні корпорацією етичних норм поведінки у суспільстві. Контролює діяльність корпорації громадськість через засоби масової інформації та громадські організації, створюючи певний імідж корпорації, її власникам та діяльності.

3.2. Органи корпоративного управління

Органи корпоративного управління повинні враховувати різнопланові інтереси усіх учасників корпоративних відносин. Акціонери надають капітал, необхідний для виникнення корпорації, тому для них важливим є одержання найбільшого прибутку. Кредитори дістають прибуток, що суворо зафіксовано в договорі між ними й підприємством, і зацікавлені в стабільності підприємства й гарантіях повернення вкладених у нього коштів. Інтереси споживачів зосереджені на отриманні якісних товарів та послуг, прийнятних цінах, гарному обслуговуванні й точній рекламі. Менеджери прагнуть одержати справедливу оплату за роботу, захист здоров'я на робочому місці, фінансову безпеку, свободу самовираження, постійний дохід, статус. Корпорація впливає на людей, що живуть у безпосередній близькості від місць, де вони перебувають і діють, або якщо це невелике місто, у якому вона є основним роботодавцем для населення, тому від корпорації очікують участі в рішенні проблем освіти, навколишнього середовища, організації транспорту, і місцеве населення та органи місцевого самоврядування мають певні очікування стосовно корпорації. Більшість постачальників корпорацій – малі підприємства, які очікують справедливих торговельних відносин і своєчасних платежів. Що стосується трудового колективу, то у більшості вітчизняних корпорацій трудовий колектив не представлений у органах управління.

Моделі управління акціонерним товариством згідно закону України „Про акціонерні товариства” представлено у таблиці 3.1.

Таблиця 3.1

Моделі управління акціонерним товариством в Україні

Загальні збори акціонерів				
Акціонери – власники простих акцій				
10-99	100-1000	більше 1000	більше 10000	9 й менше
Наглядова рада				
до 5 членів	не менше 5 членів	не менше 7 членів	не менше 9 членів	–
Виконавчий орган (одноосібний чи колегіальний)				
Ревізійна комісія або ревізор	Ревізійна комісія			Ревізійна комісія або ревізор

Структура управління вітчизняних акціонерних товариств представлена на рисунку 3.1, а основні документи, що регламентують діяльність корпорації (АТ) на рис. 3.2.

Загальні збори проводяться за рахунок коштів акціонерного товариства. У разі якщо загальні збори проводяться з ініціативи акціонерів або наглядової ради, документально підтверджені витрати на їх організацію, підготовку та проведення можуть бути відшкодовані за рахунок коштів товариства, якщо загальними зборами, що проводяться у зазначеному випадку, буде прийнято рішення про відшкодування витрат на організацію, підготовку та проведення загальних зборів.

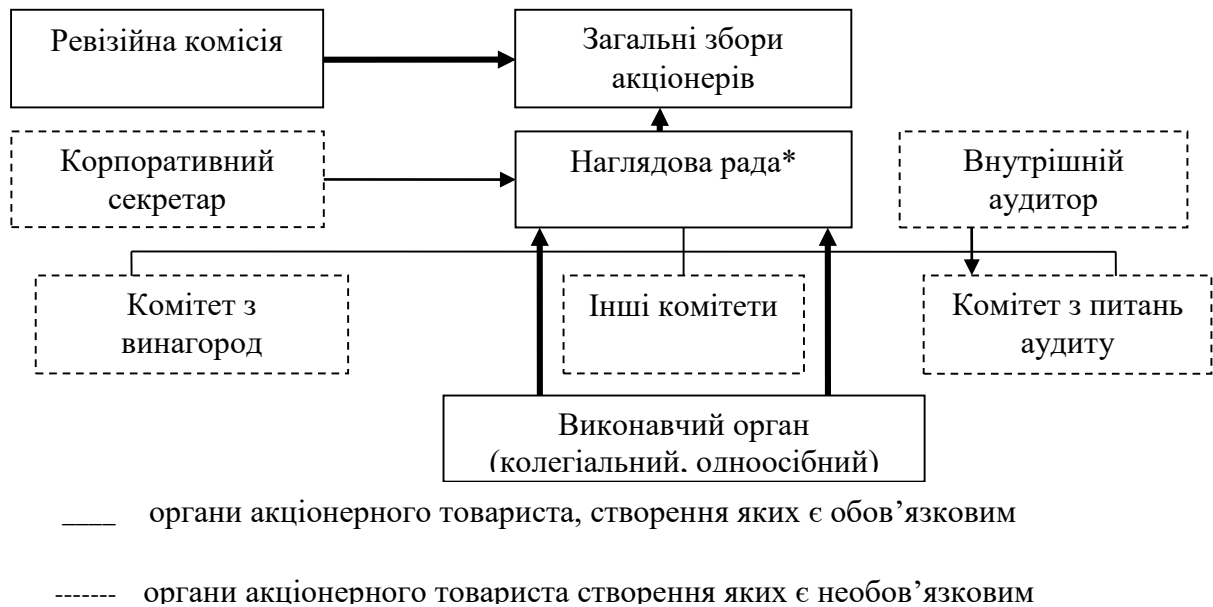


Рис. 3.1. Структура управління акціонерним товариством в Україні

Загальні збори можуть вирішувати будь-які питання діяльності акціонерного товариства.

До виключної компетенції загальних зборів належить:

- 1) визначення основних напрямів діяльності акціонерного товариства;
- 2) внесення змін до статуту товариства;
- 3) прийняття рішення про анулювання викуплених акцій;
- 4) прийняття рішення про зміну типу товариства;
- 5) прийняття рішення про розміщення акцій;
- 6) прийняття рішення про збільшення статутного капіталу товариства;
- 7) прийняття рішення про зменшення статутного капіталу товариства;
- 8) прийняття рішення про дроблення або консолідацію акцій;
- 9) затвердження положень про загальні збори, наглядову раду, виконавчий орган та ревізійну комісію (ревізора) товариства, а також внесення змін до них;
- 10) затвердження інших внутрішніх документів товариства, якщо інше не передбачено статутом товариства;
- 11) затвердження річного звіту товариства;
- 12) розподіл прибутку і збитків товариства з урахуванням вимог законів;
- 13) прийняття рішення про викуп товариством розміщених ним акцій;
- 14) прийняття рішення про форму існування акцій;
- 15) затвердження річних дивідендів у розмірі, що перевищує їх обсяг, встановлений абзацом другим частини другої статті 30 Закону;
- 16) прийняття рішень з питань порядку проведення загальних зборів;

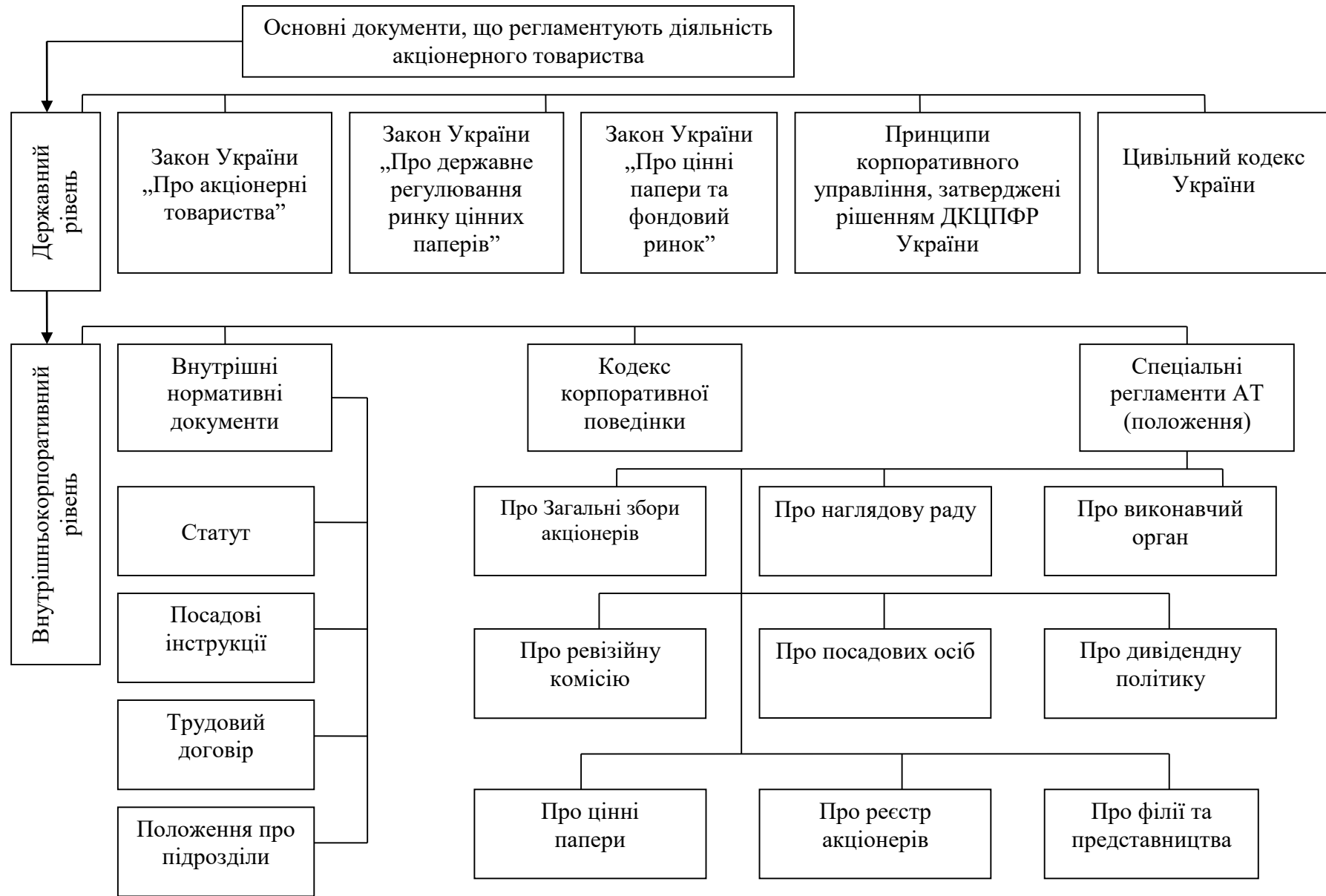


Рис. 3.2 Основні документи, що регламентують діяльність корпорації (АТ)

17) обрання членів наглядової ради, затвердження умов цивільно-правових або трудових договорів, що укладатимуться з ними, встановлення розміру їх винагороди, обрання особи, яка уповноважується на підписання цивільно-правових договорів з членами наглядової ради;

18) прийняття рішення про припинення повноважень членів наглядової ради;

19) обрання голови та членів ревізійної комісії (ревізора), прийняття рішення про дострокове припинення їх повноважень;

20) затвердження висновків ревізійної комісії (ревізора), прийняття рішення про дострокове припинення їх повноважень;

21) прийняття рішення про виділ та припинення товариства, крім випадку, передбаченого частиною четвертою статті 84 Закону, про ліквідацію товариства, обрання ліквідаційної комісії, затвердження порядку та строків ліквідації, порядку розподілу між акціонерами майна, що залишається після задоволення вимог кредиторів, і затвердження ліквідаційного балансу;

22) прийняття рішення за наслідками розгляду звіту наглядової ради, звіту виконавчого органу, звіту ревізійної комісії (ревізора);

23) затвердження принципів (кодексу) корпоративного управління товариства;

24) обрання комісії з припинення акціонерного товариства;

25) вирішення інших питань, що належать до виключної компетенції загальних зборів згідно із статутом або положенням про загальні збори товариства.

Повноваження з вирішення питань, що належать до виключної компетенції загальних зборів, не можуть бути передані іншим органам товариства.

Письмове повідомлення про проведення загальних зборів акціонерного товариства та їх порядок денний надсилається кожному акціонеру, зазначеному в переліку акціонерів, складеному в порядку, встановленому законодавством про депозитарну систему України, на дату, визначену наглядовою радою, а в разі скликання позачергових загальних зборів на вимогу акціонерів – акціонерами, які цього вимагають. Встановлена дата не може передувати дню прийняття рішення про проведення загальних зборів і не може бути встановленою раніше, ніж за 60 днів до дати проведення загальних зборів.

Письмове повідомлення про проведення загальних зборів та їх порядок денний надсилається акціонерам персонально особою, яка скликає загальні збори, у спосіб, передбачений статутом акціонерного товариства, у строк не пізніше ніж за 30 днів до дати їх проведення. Повідомлення розсилає особа, яка скликає загальні збори, або особа, яка веде облік прав власності на акції товариства у разі скликання загальних зборів акціонерами.

Товариство з кількістю акціонерів – власників простих акцій понад 1000 осіб не пізніше ніж за 30 днів до дати проведення загальних зборів також публікує в офіційному друкованому органі повідомлення про проведення загальних зборів. Публічне акціонерне товариство додатково надсилає повідомлення про проведення загальних зборів та їх порядок денний фондовій біржі, на якій це товариство пройшло процедуру лістингу.

У разі реєстрації акцій на ім'я номінального утримувача повідомлення про проведення загальних зборів та порядок денний надсилається номінальному утримувачу який забезпечує персональне повідомлення акціонерів, яких він обслуговує.

Повідомлення про проведення загальних зборів акціонерного товариства має містити такі дані:

- 1) повне найменування та місцезнаходження товариства;
- 2) дата, час та місце (із зазначенням номера кімнати, офісу або залу, куди мають прийти акціонери) проведення загальних зборів;
- 3) час початку і закінчення реєстрації акціонерів для участі у загальних зборах;
- 4) дата складення переліку акціонерів, які мають право на участь у загальних зборах;
- 5) перелік питань, що виносяться на голосування;
- 6) порядок ознайомлення акціонерів з матеріалами, з якими вони можуть ознайомитися під час підготовки до загальних зборів.

Загальні збори акціонерів проводяться на території України, в межах населеного пункту за місцезнаходженням товариства, крім випадків, коли на день скликання загальних зборів 100 відсотками акцій товариства володіють іноземці, особи без громадянства, іноземні юридичні особи, а також міжнародні організації.

Порядок прийняття рішень загальними зборами наступний.

Одна голосуюча акція надає акціонеру один голос для вирішення кожного з питань, винесених на голосування на загальних зборах акціонерного товариства, крім проведення кумулятивного голосування.

Право голосу на загальних зборах акціонерного товариства мають акціонери – власники простих акцій товариства, а у випадках, передбачених статтею 26 Закону „Про акціонерні товариства”, – також акціонери – власники привілейованих акцій товариства, які володіють акціями на дату складення переліку акціонерів, які мають право на участь у загальних зборах. Акціонер не може бути позбавлений права голосу. Рішення загальних зборів акціонерного товариства з питання, винесеного на голосування, приймається простою більшістю голосів акціонерів, які зареєструвалися для участі у загальних зборах та є власниками голосуючих з цього питання акцій. Статутом приватного товариства може встановлюватися більша кількість голосів акціонерів, необхідних для прийняття рішень з питань порядку денного, крім питань:

про дострокове припинення повноважень посадових осіб органів товариства;

про звернення з позовом до посадових осіб органів товариства стосовно відшкодування збитків, завданих товариству;

про звернення з позовом у разі недотримання вимог Закону „Про акціонерні товариства” при вчиненні значного правочину.

Обраними до складу органу акціонерного товариства вважаються кандидати, які набрали найбільшу кількість голосів серед тих, хто набрав більш як 50 відсотків голосів.

Рішення загальних зборів з питань, приймається більш як трьома чвертями голосів акціонерів від загальної їх кількості. Статутом приватного товариства можуть бути передбачені інші питання, рішення щодо яких приймаються трьома чвертями голосів акціонерів від загальної їх кількості.

Загальні збори не можуть приймати рішення з питань, не включених до порядку денного. З питання, винесеного на голосування, право голосу для вирішення якого мають акціонери – власники простих та привілейованих акцій, голоси підраховуються разом за всіма голосуючими з цього питання акціями.

У ході загальних зборів може бути оголошено перерву до наступного дня. Рішення про оголошення перерви до наступного дня приймається простою більшістю голосів акціонерів, які зареєструвалися для участі в загальних зборах та є власниками акцій, голосуючих принаймні з одного питання, що розглядатиметься наступного дня. Повторна реєстрація акціонерів (їх представників) наступного дня не проводиться. Кількість голосів акціонерів, які зареєструвалися для участі в загальних зборах, визначається на підставі даних реєстрації першого дня. Після перерви загальні збори проводяться в тому самому місці, що зазначене в повідомленні про проведення загальних зборів. Кількість перерв у ході проведення загальних зборів не може перевищувати трьох. На загальних зборах голосування проводиться з усіх питань порядку денного, винесених на голосування. 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 зазвичай підписуються не однією, а двома посадовими особами.

Наглядова рада – це орган, що здійснює захист прав акціонерів товариства, і в рамках компетенції, визначеної статутом контролює й регулює діяльність виконавчого органа. В акціонерних товариствах з кількістю акціонерів – власників простих акцій 10 осіб та більше створення наглядової ради є обов'язковим. Цей орган від імені акціонерів здійснює загальне керівництво діяльністю товариства, займається контролем, мотивацією та оцінкою діяльності менеджменту. Ефективність здійснення функцій наглядової ради потребує наявності в її складі незалежних членів, тобто осіб, які є незалежними від посадових осіб товариства, впливових контрагентів та які не перебувають з товариством в інших відносинах, що можуть вплинути на незалежність суджень. В Україні ця концепція поки що залишається досить новою й не є законодавчо закріпленою й обов'язковою. У законі „Про акціонерні товариства” визначено, що члени наглядової ради обираються з числа фізичних осіб, які мають повну дієздатність. Тобто, склад у наглядовій раді не обмежено присутністю лише акціонерів, але відсутні чітко зазначені положення щодо незалежних членів. Процедура відбору членів наглядової ради представлено у табл. 3.2.

Таблиця 3.2

Компоненти процедури відбору членів та голови наглядової ради підприємства

Члени наглядової ради	
Об'єкт відбору	фізичні особи, які мають повну дієздатність
Обмеження відбору	не може бути одночасно членом виконавчого органу та/або членом ревізійної комісії (ревізором) товариства
Спосіб обрання	здійснюється шляхом кумулятивного голосування (для публічних АТ); за принципом пропорційності представництва у її складі представників акціонерів відповідно до кількості акцій, що належать акціонерам і дають право на це голосування або кумулятивним голосування (для приватних АТ)
Голова наглядової ради	
Спосіб обрання	членами наглядової ради з їх числа простою більшістю голосів від кількісного складу наглядової ради, якщо інше не передбачено статутом товариства або положенням про наглядову раду
Переобрання	у будь-який час

З метою підвищення ефективності роботи наглядова рада може створювати у своєму складі постійні або тимчасові комітети для попереднього розгляду та аналізу питань, які належати до її компетенції. Тимчасові комітети створюються наглядовою радою у разі необхідності з метою координування окремих питань діяльності підприємства, зокрема, для вивчення наслідків потенційної реорганізації, проведення службових розслідувань за фактами зловживань посадових осіб тощо. Постійні комітети допомагають наглядовій раді подолати недостатню поінформованість, яка може бути наслідком епізодичної участі членів ради в управлінні діяльністю підприємства, та розглядати питання, які потребують більш детального та всебічного вивчення. Постійними комітетами можуть бути, наприклад, комітет стратегічного планування, аудиторський комітет, комітет з питань призначень та винагород, інвестиційний комітет тощо.

Виконавчий орган акціонерного товариства здійснює управління поточною діяльністю товариства. Виконавчий орган акціонерного товариства підзвітний загальним зборам і наглядовій раді, організовує виконання їх рішень. Може бути колегіальним (правління, дирекція) або одноосібним (директор, генеральний директор). Членом виконавчого органу акціонерного товариства може бути будь-яка фізична особа, яка має повну дієздатність, і не є членом наглядової ради чи ревізійної комісії. Повноваження члена виконавчого органу припиняються за рішенням наглядової ради, якщо статутом товариства це питання не віднесено до компетенції загальних зборів. Наглядова рада за пропозицією голови наглядової ради у встановленому порядку має право обрати корпоративного секретаря. Корпоративний секретар є особою, яка відповідає за взаємодію акціонерного товариства з акціонерами та/або інвесторами.

3.3. Конфлікт інтересів в корпорації та управління ним

Процес корпоративного управління й прийняття управлінських рішень припускає розуміння того факту, що у всіх суб'єктів корпоративного управління є „різноспрямовані цілі й інтереси, які базуються на різних очікуваннях від результатів діяльності корпорацій”. Саме відокремлення суб'єкта власності і суб'єкта управління власністю створює можливість розвитку тіньових відносин власності. Тому корпоративне управління повинне забезпечувати узгодження, координацію й вирішення конфліктів інтересів. Конфлікт інтересів – це ситуація, що може виникнути в акціонерному товаристві, якщо посадова особа акціонерного товариства має особисту зацікавленість у результатах виконуваної роботи незалежно від того, чи суперечить така зацікавленість інтересам товариства чи ні. Як правило, така зацікавленість не відповідає, а в більшості випадків навіть суперечить інтересам, діловій репутації або діяльності акціонерного товариства.

Конфлікт інтересів також може виникати між товариством і окремим акціонером – власником великого пакета акцій. Особою, зацікавленою в укладанні угоди, може вважатися посадова особа або акціонер, який володіє великим пакетом акцій, якщо він: є стороною такої угоди; бере участь в укладанні угоди як представник або посередник; одержує комісійну винагороду від товариства або від сторони за договором; одержує вигоду від такої угоди іншим способом.

Якщо акціонерне товариство вважає, що проект або договір можуть бути реалізовані навіть при наявності конфлікту інтересів, необхідно дотримуватись наступних правил:

зацікавлена особа не повинна брати участь у даному проекті або при виконанні договору;

потрібно своєчасне розкриття інформації про існування конфлікту інтересів.

Питання конфлікту інтересів для наших акціонерних товариств у даний момент є дуже актуальним. Тому важливо постаратися не доводити вирішення цих питань до конфліктних ситуацій.

На загально корпоративному рівні виникають такі проблеми, які притаманні корпораціям у зв'язку з їхньою організаційною структурою, місцем у суспільстві та нормами законодавства, регулюючими діяльність корпоративних структур. На думку зарубіжних науковців, найбільш важливими проблемами корпоративного управління виступають проблеми регулювання взаємовідносин між: аутсайдерами та інсайдерами; власниками корпорації та найманими менеджерами.

До основних проблем управління діяльністю корпорацій, крім того, можна віднести створення системи управління діяльністю, яка б була адекватна організаційній структурі.

Як відомо в процесі корпоративного управління власників (акціонерів) можна поділити на дві групи за участю в акціонерному капіталі і, відповідно, за

рівнем доступу до конфіденційної інформації про показники її діяльності: аутсайдерів та інсайдерів.

Для вирівнювання можливостей цих категорій акціонерів законодавчо введено такі інструменти як загальні збори акціонерів, розкриття інформації.

За допомогою цих інструментів аутсайдери одержать можливість безпосереднього моніторингу діяльності корпорації, а також участь у прийнятті управлінських рішень щодо розвитку корпорації.

В корпораціях існує загроза перерозподілу контролю та прав управління між аутсайдерами та інсайдерами на користь останніх. Особливо це характерно для України, де існує тісний зв'язок між власністю та управлінням. Тобто виникає ситуація, коли корпоративне управління зводиться до контролю над власністю. Якщо до цього додати, що на сьогодні більшість власників схиляється до авторитарного стилю управління, що передбачає орієнтир на жорсткого авторитарного лідера, в якості якого, як правило, виступає сам власник, то виникає ситуація, коли інсайдер здійснює процес управління корпорацією.

Користуючись досвідом країн із високим розвитком економіки, можна запропонувати наступні варіанти вирішення проблеми власників.

Так, наприклад, англо-американська модель управління передбачає, що акціонери можуть реалізовувати власне право голосу без присутності на загальних щорічних зборах акціонерів. Всі акціонери, які зареєстровані, одержують поштою наступні документи: порядок денний з необхідною інформацією, пропозиції, річний звіт корпорації та бюлетень для голосування.

Акціонери можуть голосувати по довіреності, тобто вони заповнюють бюлетень і висилають його назад поштою. Висилаючи поштою бюлетень, акціонер надає повноваження Голові ради директорів діяти від його імені, тобто виступати його довіреною особою і розподіляти його голоси таким чином, як зазначено в бюлетені.

Крім того за діяльністю корпорації та корпоративним управлінням в англо-американській моделі слідкують інституційні інвестори та спеціалісти фінансового та фондового ринку. Серед таких фахівців інвестиційні фонди (наприклад, індексні фонди та фонди, які орієнтовані на конкретну галузь промисловості); фонди ризикового капіталу або фонди, які здійснюють інвестування в нові корпорації; агенції, які оцінюють кредитоспроможність позичальників або якість їх цінних паперів; аудитори та фонди, які орієнтовані на компанії-банкрути або збиткові корпорації. Така ситуація викликає в контролі над власністю специфічні відносини, які засновані на багаторічній практиці розкриття інформації.

Проблема врегулювання взаємовідносин між власниками та управлінцями (менеджментом) може бути вирішена за рахунок ефективної роботи ради директорів, тобто органом, який має врегульовувати взаємовідносини між власниками та менеджментом, враховуючи інтереси власників та здійснюючи координування при використанні всіх видів ресурсів та визначаючи напрями розвитку організації. Але слід зазначити, що попри функції, які на неї покладаються, ця рада, частіше за все працює від випадку до випадку і лише у тому разі, коли існує декілька крупних власників.

Не відпрацьованість механізму прийняття рішень та здійснення контролю за їх реалізацією – одна із головних проблем, які існують в раді директорів.

Часто члени ради директорів не можуть вести узгоджену політику через суттєві внутрішні протиріччя. Як результат цього, частіше за все кращі показники демонструють корпорації, в яких у одного із акціонерів зосереджена кваліфікаційна більшість акцій (75% + 1).

Організаційні конфлікти частіше за все виникають при нечіткому розподілі повноважень між рівнями ієрархії, не виключенням в цьому разі є і корпорації. Особливо гостро стоїть ця проблема для корпорацій, в яких розпорошені власники. Оскільки відсутність чіткого контролю з боку власника призводить до виникнення тенденцій невиправданого розширення повноважень та підсилення впливу менеджменту на діяльність корпорації часто не на користь інтересам власників.

Водночас тотальний контроль з боку акціонерів інсайдерів обмежує можливості ефективного управління корпорацією, що також несе негатив. За цих умов вирішенням проблеми може слугувати пошук варіантів оптимального розподілу владних повноважень в корпорації. Для вирішення проблеми пошуку оптимального розподілу повноважень в корпорації пропонують використовувати концепцію „влада-ефективність”.

У загальному вигляді сукупність усіх владних повноважень в будь-якій корпорації може бути представлена у наступному вигляді:

Владні повноваження = повноваження акціонерів U повноваження управлінців U обмеження середовища

Дане співвідношення дає можливість визначити оптимальний розподіл повноважень в межах корпорації. Тобто, якщо у якості функції розглянути ефективність корпорації, а в якості аргументу частку власних повноважень акціонерів з урахуванням обмежень макросередовища, то з'являється певна залежність. В цьому разі існує конкретна площина значень аргументу: від повної відсутності повноважень у найманих управлінців ($x = 0$), до абсолютної повноти повноважень ($x = 1$).

Для вимірювання повноважень можна використовувати наступні способи: кількісний (частка активів в управлінні, вартість самостійного рішення); якісний (визначена на підставі експертних оцінок частки набору повноважень);

змішаний (враховує якісні та кількісні параметри).

Проблема визначення обсягу повноважень зосереджена у можливості співставити та виміряти вихідні дані.

Внутрішні конфлікти в корпорації можуть бути притаманними для всіх рівнів управління. Одним із найпоширеніших видів конфлікту, який може стати причиною кризи, є конфлікт в структурі власників, причиною якого є різність їх поглядів з приводу поточної та стратегічної політики корпорації. Історія розвитку українських підприємств знає безліч прикладів доведення корпорації до стану кризи через конфлікти власників. Так, найгучнішим серед них в період перерозподілу власності можна вважати конфлікт власників Нікопольського феросплавного заводу, який породив кризові явища на заводі.

Другий рівень конфліктів пов'язаний із конфліктами між управлінцями другої ланки управлінської ієрархії (між менеджерами). Конфліктність між управлінцями може зумовити затримку в процесі виконання стратегічних рішень.

Криза може стати проявом конфліктів як між ланками управлінської вертикалі, так і в середині кожної ланки.

Для виходу із конфлікту застосовують спеціальні заходи управління. Такі заходи управління можуть вважатися ефективними, якщо кризи вдалося уникнути, а менеджери впевнені, що загроза кризи не відобразиться на доходах корпорації або не відбудеться суттєвого відхилення від запланованих показників роботи.

На жаль, чинним законодавством України не регулюються правовідносини, пов'язані з наявністю зацікавленості посадових осіб або акціонерів товариства в укладанні угоди. Але існує варіант вирішення такої проблеми за допомогою юридично грамотно складених внутрішніх документів товариства та гармонійної організаційної структури управління.

Таким чином, основними проблемами акціонерного товариства є необхідність формування такої організаційної структури корпоративного управління, яка б:

- враховувала інтереси власників акцій, менеджменту і найманих працівників;

- здійснювала вибір стратегії, яка б дозволила узгоджувати інтереси учасників;

- дозволила виробити та реалізувати філософію управління, що забезпечує роботу за узгодженими правилами, яких дотримуються всі учасники корпорації.

3.4. Особливості формування акціонерного сектору в Україні

Основою формування корпоративного сектору в Україні стала масова приватизація, яка здійснювалась на початку 90-х років минулого століття шляхом роздержавлення підприємств та їх перетворення в акціонерні товариства. В Україні триває процес становлення національної моделі корпоративного управління, характерною ознакою якої є відсутність ефективних правових, організаційних важелів реалізації переваг акціонерної форми власності, дієвих механізмів корпоративного управління та реалізації інтересів усіх суб'єктів корпоративного управління.

Актуальність проблеми розвитку корпоративного управління в економіці України зумовлена збільшенням ролі великих корпоративних структур, як центрів консолідації власності та інтеграції промислового й фінансового капіталу. Корпоративний сектор національної економіки формує передумови розвитку не лише окремої корпорації, регіону, але і всієї країни. В Україні сьогодні діє більше 30 тисяч акціонерних товариств. Проте, протягом 2006-2014 рр. кількість зареєстрованих АТ в Україні зменшилась, що стало ознакою наявності суттєвих ускладнень у розвитку корпоративного сектору.

Специфіка формування акціонерного капіталу, яка пов'язана із способом становлення корпорації, є найбільш впливовим чинником корпоративного управління. Підприємства з організаційною формою акціонерного об'єднання капіталу формувалися в Україні трьома основними шляхами: роздержавлення існуючих підприємств, створення нових акціонерних товариств юридичними та фізичними особами та реорганізація існуючих недержавних юридичних осіб у господарські товариства корпоративного типу.

В Україні більшість акціонерних товариств створені не класичним шляхом об'єднання капіталів, а шляхом розподілу статутних фондів державних підприємств під час приватизації та оренди з викупом, яку було заборонено у 1994 році Указом Президента у зв'язку із незадовільними темпами приватизаційного процесу. Початок становлення сучасних акціонерних товариств в Україні відносять до середини 1980-х рр. Деякі підприємства випускали акції на певну частку статутного фонду, однак вони не давали права брати участь в управлінні підприємством й на думку А. Н. Асаула, повинні були називатися облігаціями. В 1991 р. Постановою Кабінету міністрів № 158 було створено Фонд державного майна України з розгалуженою системою регіональних відділень, які мали на меті роздержавлення підприємств шляхом продажу чи безкоштовної передачі майна.

На початку 90-х рр. більшість акціонерних товариств були закритими, так званими „підприємствами трудових колективів”, які хотіли бути незалежними від держави й власноруч управляти своїм підприємством. Далі почалася так звана сертифікатна приватизація (отримання на безкоштовній основі приватизаційних майнових сертифікатів), яка призвела до відсутності реальних інвестицій та сприйняття менеджментом акціонерів як власників, не виплати дивідендів незалежно від наявності прибутку, призначення керівників шляхом укладання контрактів між ними та державними органами приватизації. Саме на початку процесу формування корпоративного сектору економіки закладалась основа складу та структури власників акціонерних товариств, що згодом сформувало особливості національної системи корпоративного управління. На той момент акціонерна власність була розпорошеною. Сертифікатна приватизація та умови її проведення створили підґрунтя для домінування рис англо-американської моделі. Масовий характер приватизації, коли приватизаційні майнові сертифікати та компенсаційні сертифікати отримали мільйони наших співвітчизників, а „глибина” приватизації створювала передумови для поширення розпорошеної структури власності без домінуючого акціонера. У пікові періоди кількість акціонерів в Україні сягала 22 мільйонів, а окремі підприємства отримали десятки тисяч власників із кількома акціями.

Головними наслідками сертифікатної приватизації з точки зору структури власності стали: значна кількість акціонерів-фізичних осіб, які володіли дрібними пакетами акцій (в основному підприємств, на яких вони працювали); розпорошення пакетів акцій серед інституційних інвесторів, що спонукало їх до дій, спрямованих на концентрацію власності; формування прошарку менеджерів-акціонерів, яким вдалося зберегти контроль над підприємством під час приватизації. Грошовий етап приватизації, на відміну від сертифікатного,

передбачав вже на етапі продажу підприємства формування „шматкової” структури власників акцій, що тільки посилює процеси концентрації. Зважаючи на гіркий та не завжди вдалий досвід боротьби за контроль над підприємством, вітчизняні підприємці вже на етапі формування конкурсних умов намагалися відсікти небажаних конкурентів та убезпечити себе від корпоративних війн. З метою одержання легітимного контролю над підприємствами мажоритарні акціонери збільшували свої пакети акцій шляхом скупки акцій міноритарних акціонерів, які хотіли заробити. Таким чином, сформувалася основна особливість українського корпоративного управління: висока концентрація капіталу, зосередження контрольного пакету акцій або ж 100 % акцій у руках однієї людини або групи осіб. Корпоративне управління підпорядковувалось інтересам домінуючих власників, обмежених тільки необхідністю дотримання формальних правових норм, що часто досягається імітацією їхнього виконання. При цьому склалася модель корпоративного управління, у якій мажоритарні акціонери безпосередньо беруть участь в управлінні підприємствами в якості їхніх топ-менеджерів.

Поєднання функції власності й контролю стало формальним інститутом української корпоративної практики, обмежуючи залучення найманого менеджменту. Приватизація надавала переваги для менеджерів. Певні преференції, що їх отримав директорат під час сертифікатної приватизації, були підкріплені слабким рівнем захисту прав акціонерів та монопольним доступом менеджерів до управління приватизованими підприємствами. Саме менеджери змогли переломити ситуацію на свою користь та отримати економічні вигоди або у вигляді концентрації пакету акцій у власності або через контроль над фінансовими та ресурсними потоками підприємства. Тобто поступово відбувся перехід від аутсайдерської до інсайдерської моделі, закріпленої „прогалинами” у вітчизняному законодавстві з питань корпоративного управління. Посадові особи, що мали право контролю над підприємством, отримали переваги перед аутсайдерами, й в результаті одним із специфічних явищ системи корпоративного управління в Україні стала наявність значної власності й контролю інсайдерів.

Найважливішим фактором розвитку корпоративного управління є національні історичні традиції й національна ідеологія, своєрідний менталітет і погляди на соціально-економічні відносини. Як засвідчує аналіз, у жодній із країн з перехідною економікою, в тому числі і в Україні, модель корпоративного управління поки не має стійких рис. Незважаючи на ознаки концентрації власності (або, навпроти, дисперсії), у жодній із країн не формується в явному виді яка-небудь із „стандартних” світових моделей. Водночас у більшості країн з перехідною економікою була прийнята саме континентальна модель. Це пов’язане з необхідністю забезпечення твердого контролю з боку власників (наглядової ради) над виконавчими органами підприємства в умовах, коли вплив зовнішнього контролю в багатьох випадках ще не є досить ефективним. Крім того, континентальна модель представляється більш прийнятною для країн з перехідною економікою, тому що вона має на увазі істотну роль стратегічних інвесторів, які (особливо іноземці) приносять на підприємство не тільки капітал,

але також і нову культуру управління, поведінки в навколишньому середовищі, нові технології тощо.

Основна проблема корпоративного управління в Україні зумовлена недосконалістю інститутів власності та структури управління, відсутністю ефективних механізмів саморегулювання, а також браком практики ефективного впровадження загальних принципів корпоративного управління, які базуються на міжнародному досвіді.

Однак спільними головними проблемами діючих та новостворюваних акціонерних товариств залишаються:

- пошук ефективного власника для акціонерних товариств різних видів;
- необхідність створення й використання переваг механізмів функціонування акціонерних товариств у нестабільному середовищі, а водночас і мінімізації їх недоліків;

- формування нових для українських підприємств організаційних структур управління корпоративного типу;

- підготовка кадрів, здатних діяти в нових умовах господарювання, орієнтованих на використання переваг корпоративного управління та керований розвиток підприємств.

Напрямами розвитку корпоративного управління в Україні можна вважати:

- удосконалення системи захисту прав й законних інтересів акціонерів та забезпечення рівноправності акціонерів;

- удосконалення системи розкриття інформації та забезпечення прозорості діяльності товариств;

 - розмежування повноважень між органами управління товариства;

 - урахування законних інтересів зацікавлених осіб;

 - формування та розвиток культури корпоративного управління.

Головними напрямками при цьому повинні бути:

- формування належного зовнішнього середовища функціонування підприємств корпоративної форми власності:

 - подолання бар'єрів, що стримують впровадження корпоративного управління;

 - вдосконалення управління (конкретними організаціями) з поступовим переходом на засади корпоративного управління.

Все це свідчить про те, що тільки поєднання зусиль державних органів, суспільних організацій та кожного конкретного акціонерного товариства зможе призвести до реального покращання стану корпоративного управління в Україні.

РОЗДІЛ 4 ОРГАНІЗАЦІЙНИЙ ТА ЕКОНОМІЧНИЙ МЕХАНІЗМИ УПРАВЛІННЯ КОПОРАЦІЄЮ

4.1. Сутність механізмів корпоративного управління

Сформовані в розвинених країнах особливі механізми корпоративного управління, переважно, являють собою складну ієрархічну систему стримувань і противаг. У центрі цієї складної системи виявляються відносини між власниками (стратегічного пакету) акцій та управлінським персоналом.

Проблеми відділення контролю від власності (і можливого конфлікту між ними в межах великої корпорації) обговорюється в економічній літературі більше 60 років – з часу публікації популярної роботи Е. Берлі і Х. Мінза. Важливий етап в осмисленні проблем корпоративного управління знаменували роботи Коуза, що заклала основи сучасної теорії фірми, і розробка нового підходу до аналізу витрат, породжуваних делегуванням повноважень, запропонована в статті М. Дженсена і У. Меклінг. Емпіричні дослідження поведінки керівників непогано узгоджувалися з теоретичною концепцією М. Дженсена, згідно з якою управлінський персонал, що діє в рамках акціонерного товариства, прагне максимізувати не вартість фірми, а, скоріше, free cash flow, грошові потоки, якими він може більш-менш вільно розпоряджатися. Тим самим більш чітко позначаються конфлікт інтересів власників акціонерного капіталу та апарату управління, а разом з тим витрати, що породжуються делегуванням повноважень у контурі корпорації.

Необхідність в корпоративному управлінні виникає у зв'язку з обмеженими можливостями використання ринкових методів при встановленні зв'язків між діями менеджера, що від нього вимагається, та їх оплатою. У сфері корпоративного управління відсутні умови для повної реалізації ринкових процесів, що передбачаються теоремою Коуза; структура акціонерного контролю й управління характеризує альтернативний спосіб організації економічних та правових відносин.

До механізмів корпоративного управління відносять як організаційну діяльність, що змінює форми власності та організаційну структуру підприємств (поглинання, банкрутство, злиття, розширення), так і механізми впливу власників на систему управління корпорацією (участь у раді директорів, одержання повноважень за дорученням в акціонерів). Під механізмом корпоративного управління слід розуміти таку організаційну форму керування, що надає можливість власникам регулювати й контролювати діяльність корпорації в умовах урахування інтересів акціонерів та учасників процесів корпоративного управління.

Особливу складність породжує така обставина – моніторинг за діями керівників і розробка рішень у сфері корпоративного управління по суті являють собою суспільні товари (public goods); багато учасників, зацікавлені у вдосконаленні управління прагнуть мінімізувати при цьому свої зусилля. Якщо врахувати, що реальна участь в справах корпорації неминуче пов'язана з

істотними витратами, стане ясно, що і серед тих акціонерів, які могли б вплинути на прийняття рішень, аж ніяк не всі виявляться реально залученими в зазначений процес.

До кола механізмів корпоративного управління теорія відносить насамперед моніторинг, що здійснює зазвичай рада директорів. Однак число директорів у компанії може бути досить великим. Частина директорів спочатку призначається вищим керівництвом (CEO, chief executive officer) і тому може бути досить тісно зрощена зі старим управлінським персоналом і інерційно прихильна до колишньої стратегії управління. Прийнято вважати, що справжньою незалежністю, необхідною для того, щоб захищати інтереси акціонерів, більшою мірою володіють „зовнішні” директори, оскільки вони менше пов’язані особистими стосунками з чинним управлінським персоналом.

Інший механізм корпоративного управління пов’язаний з формуванням „опозиції”, яка виступає проти курсу, що здійснює керівництво корпорації; у своєму протистоянні прийнятої стратегії розвитку вона прагне заручитися підтримкою інших акціонерів (proxy contests). Хоча їм не часто вдається добитися успіху, але це значно впливає на поведінку менеджерів. Структура акціонерної власності, що склалася у корпорації визначає й характер корпоративного управління. Використовуючи ймовірнісну модель голосування, Д. Ліч та Дж. Ліхі аналізуючи дані 470 англійських компаній, які котирували свої акції на біржі, дійшли висновку: чим жорсткіший тип контролю встановлено акціонерами, тим вищі характеристики рентабельності. Специфічні особливості внутрішнього корпоративного управління в значній мірі залежать від того, ким виявляються власники стратегічного пакету акцій і які цілі вони переслідують.

Участь у наглядові раді – широко використовуваний механізм, за допомогою якого власники здійснюють внутрішній контроль за діяльністю менеджменту підприємства. Виділяють такі системи корпоративного управління аутсайдерів, інсайдерів і перехресного володіння акціями. В основу розмежування даних систем покладена наявність певної організаційної структури управління.

Система „інсайдерів” („німецька система”) припускає трирівневу структуру управління корпорацією, а саме, загальні збори акціонерів – рада директорів (наглядова рада) – виконавчий орган. Для даної системи притаманне чітке розмежування функцій: наглядова рада здійснює функції контролю, виконавчий орган керує поточною діяльністю підприємства. При цьому до складу наглядової ради входять тільки незалежні директори, а до складу виконавчої ради – виконавчі директори. Для системи „інсайдерів” характерна значна концентрація капіталу, важелі контролю за діяльністю менеджменту належать „внутрішнім” директорам, а такі зовнішні механізми, як поглинання, придбання, змагання за доручення практично не відіграють ніякої ролі. До недоліків можна віднести її закритість, що перешкоджає подоланню концентрації влади, бездіяльності й корупції. Переваги: прямий контроль і більша стабільність.

Система „аутсайдерів” (американська модель) властива корпораціям зі значним ступенем розпорошеності капіталу, контроль здійснюється непрямими

засобами – через фондові й товарні ринки, через незалежних директорів, змагання за доручення, злиття, банкрутство. „Аутсайтери” або зовнішні директори, входять до складу наглядової ради, і захищають інтереси акціонерів. До недоліків відносять складність прямо зв'язати інтереси акціонерів і незалежних директорів, небезпека поглинання породжує нестабільність, протистояння зовнішніх і внутрішніх директорів перешкоджає практиці довгострокових інвестицій.

Для України характерне тяжіння до німецької (інсайдерської) моделі, оскільки забезпечення жорсткого контролю з боку власника над виконавчими органами корпорації в умовах неефективного зовнішнього контролю (має фундаментальне значення. Існує схожість певних елементів системи корпоративного управління, а саме: слабка орієнтація на роль фондових ринків й акціонерну вартість у корпоративному управлінні, високий рівень концентрації володіння акціями; трирівнева структура управління.

4.2. Організаційні засади формування корпоративних об'єднань

Виділяють такі види корпоративних об'єднань та інтеграції: союзи, господарські асоціації, концерни, консорціуми, картелі, корнери, конгломерати, пули, трести, синдикати, франчайзи, ПФГ, холдинги, контрактні групи, корнери, технополіси, бізнес-альянси, ТНК, кластери.

Таке різноманіття корпоративних об'єднань властиве західним країнам з високим рівнем технічного прогресу. В Україні такі об'єднання ще тільки створюються. Переважають союзи та асоціації. Останнім часом дедалі частіше з'являються об'єднання у вигляді холдингів та концернів.

Характеристика об'єднань підприємств:

асоціації – договірні об'єднання, створені для постійної координації господарської діяльності, асоціація не має права втручатися у виробничу і комерційну діяльність будь-кого з її учасників;

корпорації – договірні об'єднання, створені на основі поєднання виробничих, наукових та комерційних інтересів, з делегуванням окремих повноважень;

консорціуми – тимчасові статутні об'єднання промислового і банківського капіталу для досягнення спільної мети;

концерни – статутні об'єднання підприємств промисловості, наукових організацій, транспорту, банків, торгівлі тощо на основі повної фінансової залежності від одного або групи підприємств.

Інтеграційна динаміка стала характерною ознакою організаційного розвитку бізнесу другої половини ХХ століття. Види інтеграцій представлено на рис. 4.1. В основу менеджменту інтегрованої структури покладено принцип взаємозумовленості систем управління учасників надфірменної структури: з одного боку, її утворення і функціонування – це продукти систем управління організацій, що утворюють об'єднання, а з другого – вона сама є джерелом

управлінського впливу на ці складові, тобто має власну систему управління, об'єктом застосування якої виступає.



Рис. 4.1. Види інтеграцій

Аналіз світової практики функціонування корпоративних об'єднань доводить, що вони можуть використовувати різні форми інтеграції підприємств, які входять до їх складу. Форми інтеграції можуть бути формальними або неформальними, тимчасовими або умовно-постійними (рис. 4.2).



Рис. 4.2. Форми інтеграції підприємств

Форми інтеграції за ступенем концентрації представлено на рис. 4.3.

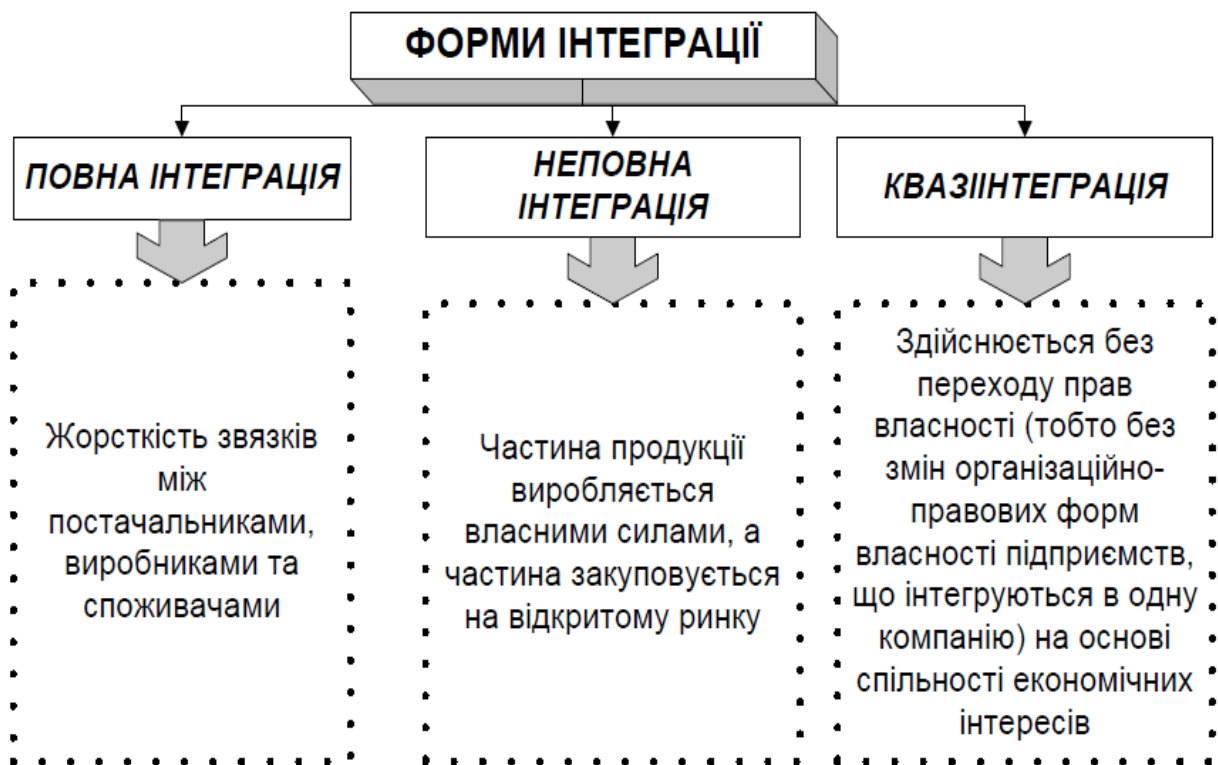


Рис.4.3. Форми інтеграції за ступенем концентрації

Процеси корпорування, що використовують переваги корпорації як форми організації бізнесу, визначальні на сучасному етапі розвитку інтегрованих структур. На цій основі ґрунтуються поширеніші інтегровані корпоративні структури (ІКС): концерни, холдинги, бізнес-альянси.

Бізнес-альянси – це об'єднання підприємств, які діють відповідно до спеціальних договорів, угод про співпрацю на основі інституту довірчого управління.

Пошук оптимальних виробничих і управлінських структур та їх апробація зумовили появу та розвиток організаційних форм, що базуються на різноманітних комбінаціях малого, середнього та великого бізнесу. Має місце ускладнення схеми побудови групового бізнесу, посилення ролі договірних відносин суб'єктів господарювання.

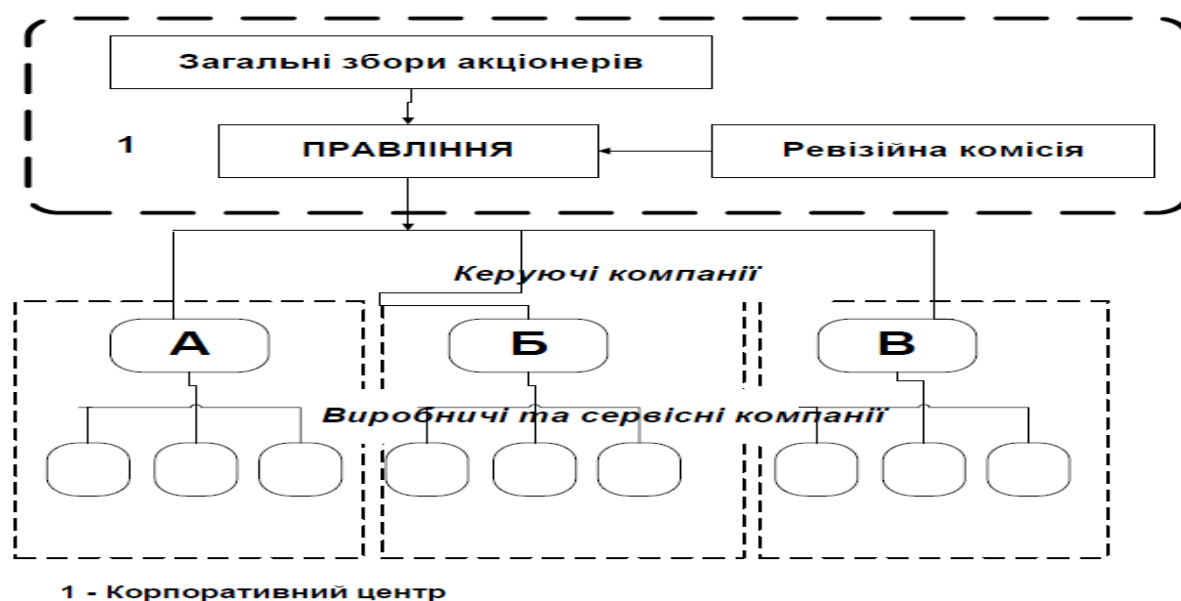
Корпорації використовують інтегративні стратегії для підвищення своєї рентабельності контролюванням певних стратегічно важливих для них ланок у виробничому ланцюгу та ланцюгу продажу товару. Застосовуючи інтегративну стратегію, корпорація може забезпечити регулярність поставок або контроль збутового ланцюга, отримати доступ до інформації про функціонування попередніх або наступних ланок. Інтегративні стратегії поділяють на інтеграцію „вперед”, інтеграцію „назад” та горизонтальну інтеграцію.

Схема інтегрованої корпоративної структури продемонстровано на рис. 4.4. Стратегії інтеграції „назад” використовують для стабілізації або захисту стратегічно важливого джерела постачання.



Рис.4.4. Схема інтегрованої корпоративної структури

Така інтеграція потрібна, адже постачальники не володіють ресурсами або „ноу-хау”, щоб випускати деталі або матеріали, які потрібні корпорації. Ще однією метою може бути доступ до нової технології, яка є ключовим фактором успіху для базової діяльності. Більшість світових виробників комп’ютерної техніки інтегрувалися з виробниками напівпровідникових компонентів для оволодіння цією базовою для них технологією. Мотивація корпорації у разі застосування стратегії інтеграції „вперед” – забезпечення контролю над вихідними каналами. Для корпорації, що виготовляє товари споживання, – це контроль над збутом через франшизну мережу, ексклюзивні контракти або про створення власних магазинів типу мережі фірм „Ів Роше”. На промислових ринках метою є – контроль за розвитком наступних ланок промислового ланцюга. Ось чому деякі базові галузі активно беруть участь у розвитку компаній, що здійснюють подальше перетворення їх продукції. Принципова організаційна схема інтегрованих корпоративних структур представлена на рис. 4.5.



1 - Корпоративний центр

Рис. 4.5. Принципова організаційна схема інтегрованих корпоративних структур

Інколи інтеграційну стратегію „вперед” здійснюють лише для глибшого вивчення користувачів своєї продукції. У такому разі компанія створює філіал, завдання якого – вивчення потреб клієнтів з метою повнішого їх задоволення.

Мета стратегій горизонтальної інтеграції – посилення позицій компанії через поглинання або контроль визначених конкурентів. Обґрунтування інтеграції можуть бути різноманітними: нейтралізація конкурента, що заважає; досягнення критичної маси для отримання ефекту від масштабу; отримання виграшу від взаємодоповнюваності номенклатури товарів; отримання доступу до збутової мережі або сегментів покупців.

Переваги та недоліки інтегрованих корпоративних структур висвітлені на рис. 4.6.

Переваги	Недоліки
<ul style="list-style-type: none"> – посилення позицій вітчизняних виробників на світовому ринку; – концентрація капіталу підвищує передбачуваність економічних процесів; – підвищення інноваційної активності підприємств; – скорочення числа об'єктів управління спрощує бюджетне та фінансове регулювання ринкової економіки; – економічне зміцнення корпорацій знижує навантаження на державу в плані підтримки соціально-орієнтованих виробництв; – можливість отримання великих кредитів у зв'язку із підвищенням інвестиційної привабливості ІКС – зниження сумарної потреби в оборотних засобах; – великі можливості в плані диверсифікації діяльності і, як наслідок, зниження фінансових ризиків 	<ul style="list-style-type: none"> – можливість бюрократизації та зловживання контрольно-управлінськими функціями; – зниження гнучкості управління та реакції на зміни зовнішнього середовища; – можливі конфлікти при розподілі ресурсів між підрозділами ІКС; – можливість штучного підтримання нерентабельних господарюючих одиниць за рахунок рентабельних

Рис. 4.6. Переваги та недоліки інтегрованих корпоративних структур

Використанням тільки майнового механізму інтеграції нині не можна вирішити всі проблеми. Навіть за відносно низьких цін на акції реальний перерозподіл повноважень, що надають права власності, часто пов'язаний з високими трансакційними витратами. Багато компаній контролюють інсайдери, передусім менеджери, які не бажають перетворювати компанії на дочірні. За таких умов потребу в формуванні великих корпоративних структур задовольняють реальні суб'єкти господарювання насамперед на основі немайнових (договірних) інструментів інтеграції.

Пошук оптимальних виробничих і управлінських структур та їх апробація зумовили появу та розвиток організаційних форм, що базуються на різноманітних комбінаціях малого, середнього та великого бізнесу. Має місце ускладнення схеми побудови групового бізнесу, посилення ролі договірних відносин суб'єктів господарювання.

У світовій економічній науці в останні десятиріччя різко зростає інтерес до мережевих індустріальних структур (МІС), у межах яких акціонерні зв'язки як механізм координації поведінки формально незалежних компаній відіграють другорядну роль. Такі структури (*industrial networks*) розглядають як самостійну форму інтеграції, яка може виявитись у певному господарському контексті навіть ефективнішою, ніж об'єднання холдингового типу.

Отже, для ефективної інтеграції корпорацій потрібне раціональне поєднання акціонерних та договірних механізмів з урахуванням конкретних ринкових умов, що постійно змінюються. Дослідження та узагальнення причин створення і діяльності інтегрованих корпоративних об'єднань у розвинених країнах світу дозволили виявити основні фактори їх формування, які слід вважати домінуючими факторами розвитку інтеграційних економічних процесів у цілому – це фактори організаційного оформлення та розвитку фінансового капіталу, технологічні (досягнення ефекту від масштабу, усереднення, синергії), ринкові (економія на трансакційних витратах) та управлінські. Пріоритет останніх зумовлений координаційним та адаптаційним ефектом їх впливу на побудову й розвиток корпоративного об'єднання.

Побудова системи управління через об'єднання суб'єктів господарювання, інтеграція яких не базується на створенні юридичної особи, може мати в своїй основі різні варіанти організації співробітництва суб'єктів, що входять до цього об'єднання. Використання кожного конкретного засобу залежить від спільності економічних інтересів учасників, що, в свою чергу, значною мірою визначається ступенем консолідації власності членів ІКС.

Як основу групової побудови діяльності доцільно розглядати структуру корпоративних відносин учасників корпоративного об'єднання. Включення до групи організацій неакціонерних форм власності та їх інтеграція відбуваються на основі корпоративних відносин з поправкою на особливості тієї чи іншої організаційно-правової форми.

Інтернаціоналізація економіки зумовила домінування транснаціональних корпорацій, а глобалізація завершує створення загальносвітової „економіки корпорацій”. В останнє десятиріччя світовий ринок набуває характеру олігополістичної структури. В автомобільній, аерокосмічній, комп'ютерно-програмній та інших наукоємних галузях промисловості, телекомунікаціях та ЗМІ створюються консорціуми та альянси, здійснюються злиття та поглинання, що приводять до створення суперкорпорацій.

Фінансово-інвестиційні та торговельно-промислові відносини фізичних осіб переважно опосередковуються корпоративними інститутами, що діють у багатьох державах і вже претендують на визнання їх самостійними суб'єктами міжнародного права.

РОЗДІЛ 5

УПРАВЛІННЯ КОРПОРАТИВНИМ КАПІТАЛОМ ТА ВИТРАТАМИ

5.1. Форми корпоративного капіталу та різновиди корпоративних витрат

Основою створення корпорацій та фінансовою базою забезпечення їх функціонування й розвитку на всіх стадіях життєвого циклу виступає капітал. Він є джерелом забезпечення виробничої, фінансової та інвестиційної діяльності як у період розвитку, так і подальшої діяльності корпорації.

Визначення сутності капіталу на сучасному етапі залишається дискусійним. Термін „капітал” походить від латинського „capitalis”, що в перекладі означає основний, головний. З розвитком економічної думки відбувалося становлення і розвиток даного терміна. Так, меркантилісти (Т. Мен, А. Серра, А. Монкретьєн) трактували капітал як основне багатство, що представлено золотом, грошима та іншими скарбами. Ф. Кене, А. Тюрго, В. Мірабо, Д. Норе, які є представниками економічної школи фізіократів, під капіталом розуміли землю та вкладені в неї кошти. Розгляд капіталу в класичній політекономії (А. Сміт, Д. Рікардо, К. Маркс) як накопичених засобів виробництва, які призначені для подальшого виготовлення товарів, стало основою сучасного трактування даної категорії.

У сучасних наукових публікаціях, переважно, капітал розглядається як вартість, авансована у виробництво з метою генерування прибутку.

Ураховуючи особливості створення та функціонування акціонерних товариств, під капіталом акціонерного товариства окреслюють активи акціонерного товариства, що мають асоційовану природу і створюються за рахунок поєднання індивідуальних капіталів, шляхом випуску і реалізації корпоративних цінних паперів.

Акціонерний капітал має цілу низку переваг порівняно з іншими видами капіталу, а саме:

- забезпечує формування такого обсягу активів, який необхідний для ефективного функціонування товариства;

- надає можливість реалізації масштабних виробничих програм та сприяє впровадженню інновацій;

- має нищий рівень ризиковості;

- підвищує мобільність корпорації, що проявляється у можливості реалізувати за ринковими цінами основні виробничі фонди, устаткування, товарну продукцію та ін. і цим самим акумулювати значні обсяги фінансових ресурсів.

Водночас використання акціонерного капіталу супроводжується такими недоліками:

- існування великої кількості акціонерів зумовлює існування великої кількості власників майна корпорації;

- можливе неврахування інтересів як дрібних акціонерів, так і власників великих пакетів акцій;

незацікавленість менеджерів у результатах діяльності акціонерного товариства.

Акціонерному капіталу притаманні певні характерні риси його прояву, які можна систематизувати за такими класифікаційними ознаками.

За джерелами формування акціонерний капітал поділяється на дві групи: власний – складається з статутного капіталу, емісійного доходу, резервного фонду, нерозподіленого прибутку, неоплаченого та вилученого капіталу;

позиковий формується за рахунок банківського кредиту і коштів, отриманих від випуску облігацій.

Розглянемо детально складові елементи власного акціонерного капіталу.

Статутний капітал акціонерного товариства можна визначити як колективну власність акціонерів у майні товариства, яка дорівнює сумарній номінальній вартості випущених акцій. Згідно із Законом України „Про акціонерні товариства” мінімальний розмір статутного капіталу акціонерного товариства становить 1 250 мінімальних заробітних плат з урахуванням ставки мінімальної заробітної плати, що діє на момент створення (реєстрації) акціонерного товариства. Статутний капітал товариства визначає мінімальний розмір майна товариства, який гарантує інтереси його кредиторів.

Статутний капітал акціонерного товариства формується за рахунок вкладів учасників. Вклад (внески) – це те майно чи відчужувані права, що мають грошову оцінку, які учасник передає товариству до статутного капіталу в обмін на корпоративні права (акції). Предмет вкладу визначається за згодою всіх учасників.

Майно, що є предметом вкладу, має відповідати таким вимогам: бути власністю учасника; мати грошову оцінку; бути відчужуваним; належати до майна, яке може використовуватися для формування статутного капіталу створюваної юридичної особи.

На етапі заснування акціонерного товариства кожний засновник зобов'язаний оплатити повну вартість придбаних ним акцій до дати проведення установчих зборів. Вкладами учасників та засновників акціонерного товариства можуть бути будинки, споруди, обладнання та інші матеріальні цінності, цінні папери, права користування землею, водою та іншими природними ресурсами, будинками, спорудами, а також інші майнові права (включаючи майнові права на об'єкти інтелектуальної власності), кошти, в тому числі в іноземній валюті.

Внески в не грошовій формі підлягають обов'язковій незалежній оцінці. Вклад, оцінений у гривнях, становить частку учасника та засновника у статутному капіталі товариства. Порядок оцінки вкладів визначається в установчих документах акціонерного товариства.

Забороняється використовувати для формування статутного капіталу акціонерного товариства: боргові емісійні цінні папери, емітентом яких є засновник, а саме: облігації підприємств, облігації місцевих позик, державні облігації України, казначейські зобов'язання України, векселі; бюджетні кошти; кошти, одержані в кредит та під заставу; корпоративні права держави, крім

передачі до статутних фондів державних акціонерних товариств та державних холдингових компаній; інше майно у випадках, передбачених законодавством.

Грошові кошти є найбільш поширеним видом внесків до статутного капіталу через простоту їх внесення і найвищу ліквідність. Засновники вносять грошові кошти в оплату акцій на поточний рахунок, який відкривається у банківській установі для формування статутного капіталу. Вони мають право відкрити лише один такий рахунок у національній та/або іноземній валюті. Цей рахунок починає функціонувати як поточний тільки після державної реєстрації акціонерного товариства та виконання інших умов (подачі до банку необхідних документів, взяття рахунку на облік у державній податковій інспекції). У разі відмови в державній реєстрації акціонерного товариства або в інших випадках, коли акціонерне товариство вважається нествореним (наприклад, установчі збори не затвердили статут товариства), кошти повертаються засновникам, а рахунок закривається.

Якщо засновником товариства є фізична особа, то внески до статутного капіталу можуть здійснюватися в безготівковому порядку з її поточного рахунку, відкритого в установі банку, або внесенням готівки в касу установи банку за прибутковим касовим ордером (повідомленням) з наступним переказом цих коштів за дорученням платника на рахунок одержувача для формування статутного капіталу товариства.

Щодо готівкових внесків юридичних осіб, то гранична сума готівкового розрахунку юридичної особи, що проводиться через каси банків, інших фінансових установ, які надають послуги з переказу грошей, та підприємств поштового зв'язку, протягом одного дня за одним або кількома платіжними документами встановлюється відповідною постановою Правління Національного банку України. Платежі понад зазначену граничну суму проводяться лише в безготівковій формі.

Відповідно до Закону „Про акціонерні товариства” ціна майна, яке вноситься засновниками акціонерного товариства в рахунок оплати акцій, повинна визначатися на засадах незалежної оцінки.

Отже, на етапі заснування акціонерного товариства залучення незалежного оцінювача обов'язкове. Незалежною оцінкою майна вважається його оцінка, що проведена суб'єктом, що має ліцензію на здійснення такої оціночної діяльності. Він складає звіт про оцінку майна (акт оцінки майна), що містить висновки про вартість майна. Вимоги до змісту звіту про оцінку майна, порядку його оформлення та рецензування встановлюються положеннями (національними стандартами) оцінки майна. Зміст, форма, порядок складання, затвердження та строк дії акта оцінки майна встановлюються Кабінетом Міністрів України.

Ціна, за якою розміщуються акції, може перевищувати їх номінальну вартість. Суми перевищення внеску засновника над номінальною вартістю належних йому акцій (емісійний дохід) не включатимуться до валового доходу емітента.

У разі заснування акціонерного товариства його акції підлягають розміщенню лише серед його засновників шляхом приватного розміщення.

Публічне розміщення акцій товариства може здійснюватися після отримання свідоцтва про реєстрацію першого випуску акцій виключно за рішенням загальних зборів акціонерів.

Статутний капітал акціонерного товариства є складовою власного капіталу товариства. Власний капітал (вартість чистих активів) товариства – різниця між сукупною вартістю активів товариства та вартістю його зобов'язань перед іншими особами.

Якщо після закінчення другого та кожного наступного фінансового року вартість чистих активів акціонерного товариства виявиться меншою, ніж розмір статутного капіталу, товариство зобов'язане оголосити про зменшення свого статутного капіталу та зареєструвати відповідні зміни до статуту в установленому законодавством порядку. Якщо вартість чистих активів стає меншою, ніж мінімальний розмір статутного капіталу, встановлений законодавством, товариство зобов'язане протягом 10 місяців з дати настання такої невідповідності усунути її або прийняти рішення про ліквідацію.

Статутному капіталу притаманні певні функції: стартова, гарантійна, емісійна, інтеграційна, нагромаджувальна, індивідуалізація, усупільнення, інформаційна. Для того, щоб статутний капітал виконував усі функції, покладені на нього, необхідно, щоб його функціонування ґрунтувалося на певних принципах (табл. 5.1).

Таблиця 5.1

Принципи, на яких ґрунтується функціонування статутного капіталу

Принцип	Зміст принципу
Гласності	Стосується відкритості та доступності інформації про реальний стан справ акціонерного товариства, про стратегічні плани вищого керівництва та тактичні кроки виконання конкретних завдань
Доступності	Полягає у вільному доступі акціонерів товариства до всієї його внутрішньої документації
Безстроковості	Необмежене в часі існування, обсяг його можна визначити доти, поки функціонує акціонерне товариство
Надійності захисту інвесторів	Означає забезпечення умов для реалізації інтересів інвесторів і захисту їх майнових прав
Соціальної справедливості	Полягає у створенні рівних умов для всіх зацікавлених осіб у придбанні акцій
Ефективності	Торкається максимальної реалізації потенційних можливостей акціонерного товариства щодо мобілізації та розміщення фінансових ресурсів в інвестиційно привабливі фінансові інструменти
Контрольованості	Характеризується створенням дієвого механізму обліку і контролю за процесом формування чи зміни обсягів статутного капіталу
Мобільності	Полягає у здатності акціонерного товариства змінювати розмір капіталу залежно від стратегічних цілей керівництва акціонерного товариства
Прозорості	Полягає у забезпеченні надання інвесторам повної, доступної та правдивої інформації про умови випуску цінних паперів, їх розміщення на ринку, гласності фінансово-господарської діяльності акціонерного товариства

Акціонерні товариства мають право змінювати розмір (збільшувати чи зменшувати) статутного капіталу (рис. 5.1).

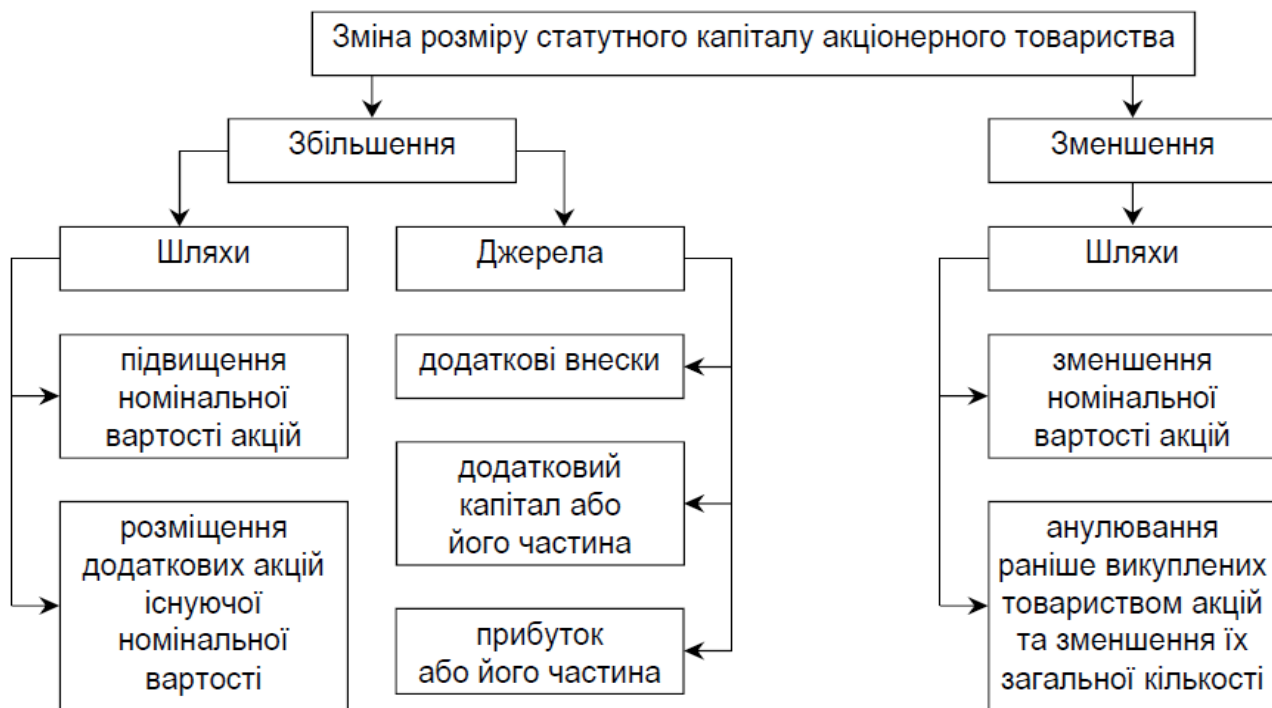


Рис. 5.1. Шляхи зміни розміру статутного капіталу акціонерного товариства

Основні цілі збільшення статутного капіталу акціонерного товариства зводяться до такого:

збільшення частки капіталу, в межах якої власники акціонерного товариства відповідають за його зобов'язаннями перед кредиторами (таким чином, підвищується кредитоспроможність корпорації та її фінансова незалежність);

мобілізація фінансових ресурсів для реалізації інвестиційних проектів, планів санації, модернізації існуючих потужностей, переобладнання чи розширення виробництва;

поліпшення ліквідності та платоспроможності акціонерного товариства, оскільки збільшення статутного капіталу пов'язане, як правило, із залученням додаткових грошових ресурсів;

акумуляція фінансового капіталу для придбання корпоративних прав інших компаній, у тому числі з метою посилення впливу на дані компанії, їх поглинання чи придбання їхніх потужностей.

Серед інших причин збільшення статутного капіталу слід виокремити зменшення ринкової ціни акцій. Недоліком високого курсу є те, що він перешкоджає широкій диверсифікації акцій, оскільки приватні інвестори, як правило, побоюються вкладати кошти в акції з високою купівельною ціною.

Збільшення статутного капіталу корпорацій може відбуватися за рахунок зовнішніх фінансових джерел (внески учасників і засновників) та в результаті зміни структури власного капіталу у напрямі збільшення номінального капіталу. В останньому випадку збільшення відбувається за рахунок нерозподіленого прибутку, резервного чи додаткового капіталу.

Акціонерне товариство має право приймати рішення про збільшення статутного капіталу після реєстрації звітів про результати розміщення всіх

попередніх випусків акцій. Водночас, воно не має права приймати рішення про збільшення статутного капіталу у разі наявності викуплених товариством власних акцій на день прийняття такого рішення. Джерелами збільшення статутного капіталу акціонерного товариства є: додаткові внески; додатковий капітал або його частина (крім банків і небанківських фінансових установ); прибуток або його частина.

Шляхами збільшення статутного капіталу акціонерного товариства є: підвищення номінальної вартості акцій; розміщення додаткових акцій існуючої номінальної вартості.

Акціонерне товариство може здійснити збільшення або зменшення статутного капіталу лише за рішенням загальних зборів акціонерів.

До основних цілей зменшення статутного капіталу слід віднести такі:

підтримання курсу корпоративних прав, якщо він падає (зменшення статутного капіталу здійснюється для зрівноваження (або перевищення) номінальної вартості акцій (часток) з їх ринковою ціною);

одержання санаційного прибутку, який спрямовується на покриття балансових збитків;

концентрація статутного капіталу у власності найбільш активних акціонерів;

зменшення високого рівня капіталізації товариства (зменшення капіталу при цьому є складовою обраною товариством дивідендної політики чи політики диверсифікації інвесторів);

зменшення надлишку ліквідності (якщо чистий грошовий потік перевищує інвестиційні можливості товариства, то доцільно спрямувати вільні кошти на повернення внесків власників з тим, щоб вони могли вкласти отримані кошти в інші інвестиційні проекти).

Шляхами зменшення статутного капіталу акціонерного товариства є: зменшення номінальної вартості акцій; анулювання раніше викуплених товариством акцій та зменшення їх загальної кількості.

Акціонерне товариство при зменшенні статутного капіталу не має права поєднувати вищезазначені шляхи зменшення статутного капіталу. Акціонерне товариство має право приймати рішення про зменшення статутного капіталу шляхом анулювання раніше викуплених товариством акцій та зменшення їх загальної кількості в обсязі, який не перевищує кількості викуплених акцій, наявних на балансі акціонерного товариства на момент прийняття рішення про зменшення статутного капіталу.

Акціонерне товариство може створювати наступні фонди: резервний; фонд сплати дивідендів; фонд розвитку виробництва; фонд соціального розвитку; фонд заохочення.

Процес формування акціонерного капіталу пов'язаний із визначенням його оптимальної структури, що є основою для вибору стратегії розвитку товариства та забезпечення максимізації його вартості. Саме на вирішення зазначених завдань спрямовані існуючі теорії структури капіталу.

Теоретичні концепції управління структурою капіталу почали формуватися в середині ХХ ст. паралельно з розвитком теорій ринкової вартості

підприємства та середньозваженої вартості капіталу, які взаємопов'язані між собою: оптимальна структура капіталу обумовлює максимальну ринкову вартість товариства за умови мінімальної середньозваженої вартості капіталу та мінімального фінансового ризику.

Практика економічних досліджень нараховує шерг теорій управління структурою капіталу, які за змістом можна поєднати у дві групи:

статичні, які передбачають пошук оптимальної структури капіталу, спрямованої на максимізацію вартості товариства, та її дослідження (статичні моделі представлені традиційним підходом до визначення оптимальної структури капіталу, теоріями Модільяні – Міллера, компромісною теорією, теорія субординації джерел фінансування);

динамічні – допускають відхилення від цільової структури капіталу в конкретний момент часу і визначають оптимальну структуру капіталу як часовий ряд (динамічні моделі описані сигнальними моделями Росса, Майерса – Майлуфа, Уелша, Манера).

Сутність традиційної теорії структури капіталу полягає в наступному:

оптимальна структура формується на основі врахування вартості окремих складових елементів власного та позикового акціонерного капіталу, тобто вартість акціонерного товариства напряму залежить від структури його капіталу;

існує така оптимальна структура капіталу, яка мінімізує значення середньозваженої вартості капіталу, при цьому вартість акціонерного товариства в цілому досягає максимального значення.

Слід враховувати, що вартість позикового капіталу є значно нижчою порівняно з вартістю власного, яка характеризується вищим рівнем ризику та визначається за фінансовими результатами господарської діяльності акціонерного товариства. Як наслідок, за рахунок підвищення частки позикового капіталу відбувається зниження середньозваженої вартості капіталу товариства, внаслідок чого відбувається зростання його ринкової вартості. Відповідно, вартість фінансово незалежної компанії є нижчою, ніж вартість компанії, що використовує позиковий капітал для фінансування своєї діяльності.

Основоположниками сучасної теорії управління структурою капіталу є Ф. Модільяні та М. Міллер. У своїй науковій праці „Вартість капіталу, корпоративні фінанси і теорія інвестицій” вони обґрунтували, що за деяких умов ринкова вартість товариства і вартість капіталу не залежать від його структури, і, відповідно, їх не можна оптимізувати та не можна нарощувати ринкову вартість товариства за рахунок зміни структури капіталу. Дане твердження передбачало існування ряду обмежень: наявність ефективних і досконалих ринків, відсутність комісійних брокерів, однакові відсоткові ставки для всіх інвесторів, доступність інформації, можливість будь-якого дроблення цінних паперів; відсутність оподаткування для юридичних та фізичних осіб; всі учасники ринку мають однаковий рівень ризику; запозичення коштів здійснюється за умови повної відсутності ризику; необмежені грошові потоки підприємства; весь отриманий прибуток спрямовується на виплату дивідендів.

Вагоме місце серед показників діяльності акціонерного товариства займають витрати, величина яких суттєво впливає на формування фінансових

результатів. Витрати являють собою сукупність ресурсів усіх видів, виражених в єдиному грошовому вимірнику, спожитих у процесі виробництва та реалізації продукції або при здійсненні інших господарських операцій товариства.

Здійснення господарської діяльності акціонерного товариства, насамперед виробничої, тісно пов'язане з використанням різних ресурсів (матеріальних, трудових, фінансових, енергетичних, інформаційних) і підприємницьких властивостей, що спричиняє виникнення витрат.

Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку НПБО 1 „Загальні вимоги до фінансової звітності” дає таке визначення витрат – це зменшення економічних вигод у вигляді вибуття активів або збільшення зобов'язань, які призводять до зменшення власного капіталу (за винятком зменшення капіталу за рахунок його вилучення або розподілення власниками).

В умовах ринкової економіки витрати відіграють важливу роль, оскільки: є внутрішнім фактором досягнення успіху функціонування акціонерного товариства;

виражають величину економічних ресурсів підприємства у грошовому вимірі, необхідних для здійснення його виробничо-господарської діяльності і досягнення поставленої мети;

формування витрат характеризує суму зменшення вартості активів або зменшення власного капіталу (збиток);

характеризують використання ресурсів, які під час визначення прибутку господарського суб'єкта за визначений період часу ставляться у відповідність доходам;

зниження витрат виробництва необхідно розглядати як фактор і джерело підвищення ефективності діяльності.

Звичайна діяльність охоплює такі види витрат:

операційні витрати – це витрати акціонерного товариства, пов'язані з виробництвом і реалізацією продукції;

фінансові витрати – це витрати, пов'язані з використанням кредитів, фінансовою орендою і залученням позикового капіталу;

втррати від участі в капіталі – це витрати, пов'язані зі збитками від інвестицій в асоційовані, дочірні або спільні підприємства;

інші витрати – це витрати, що виникають під час звичайної діяльності, але не пов'язані з виробництвом і реалізацією продукції.

Значною мірою формування витрат акціонерного товариства припадає на сукупність господарських операцій, що реалізуються в межах його операційної діяльності. Формування витрат від операційної діяльності визначається сукупністю господарських операцій акціонерного товариства, спрямованих на забезпечення виробничого процесу зі створення продукту (послуг, робіт), просування продукту на ринок, його реалізації та наступного обслуговування у споживача такого продукту (гарантійний та пост гарантійний сервіс).

Загальну модель формування витрат акціонерного товариства подано на рисунку 5.2.

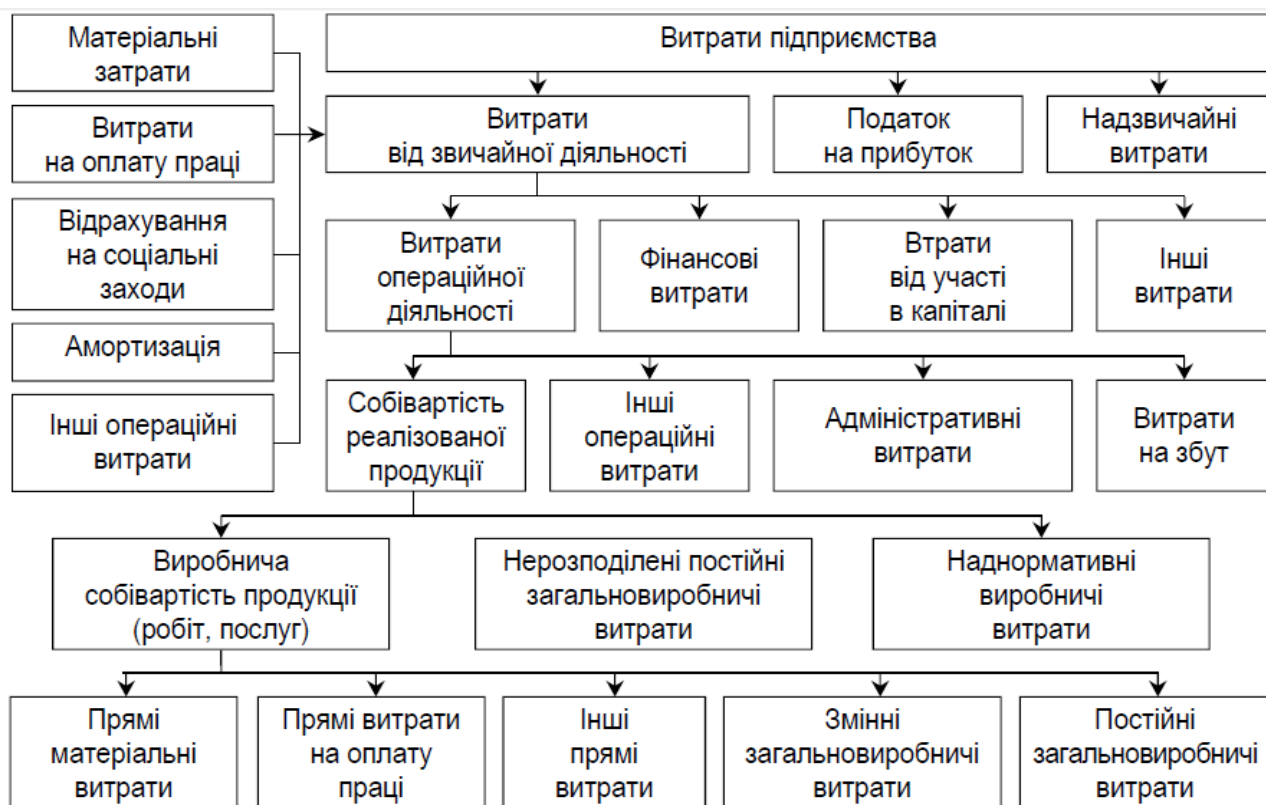


Рис. 5.2. Загальна модель формування витрат акціонерного товариства

Таким чином, враховуючи мету та завдання, що поставлені у сфері виробництва, управління, аналізу і контролю змінюється підхід до визначення та класифікації витрат акціонерного товариства.

Управління витратами спрямоване на досягнення оптимального їх обсягу, складу та структури, що дозволяє забезпечити максимізацію прибутку акціонерного товариства або мінімізувати фінансові збитки в ситуації, якщо діяльність товариства є неефективною.

5.2. Обіг корпоративних цінних паперів як об'єкт управління

Статус акціонерного товариства передбачає випуск ним певного виду цінних паперів, зокрема акцій. Крім того, у своїй діяльності акціонерні товариства для залучення коштів та здійснення певних розрахункових операцій можуть випускати й інші види цінних паперів відповідно до законодавства України.

Згідно із Законом України „Про цінні папери та фондовий ринок” від 23.02.2006 № 3480-IV цінні папери – це документи встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, яка їх розмістила (видала), і власника, та передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їх розміщення, а також можливість передачі прав, що випливають із цих документів, іншим особам.

Незважаючи на різноманітність цінних паперів і чисельність їхніх типів і видів, будь-який цінний папір характеризується трьома універсальними ознаками:

1. Цінний папір є безвідкличним свідоцтвом емітента про те, що він узяв на себе певні зобов'язання перед інвестором.

2. Інвестор не повинен підтверджувати будь-якими іншими документами своїх прав, що впливають із самого факту володіння цінним папером.

3. Для передачі прав власності на цінний папір достатньо внести ім'я нового власника до реєстру акціонерів у реєстратора або депозитарію.

Основні види цінних паперів, що емітуються акціонерним товариством, наведено на рисунку 5.3.

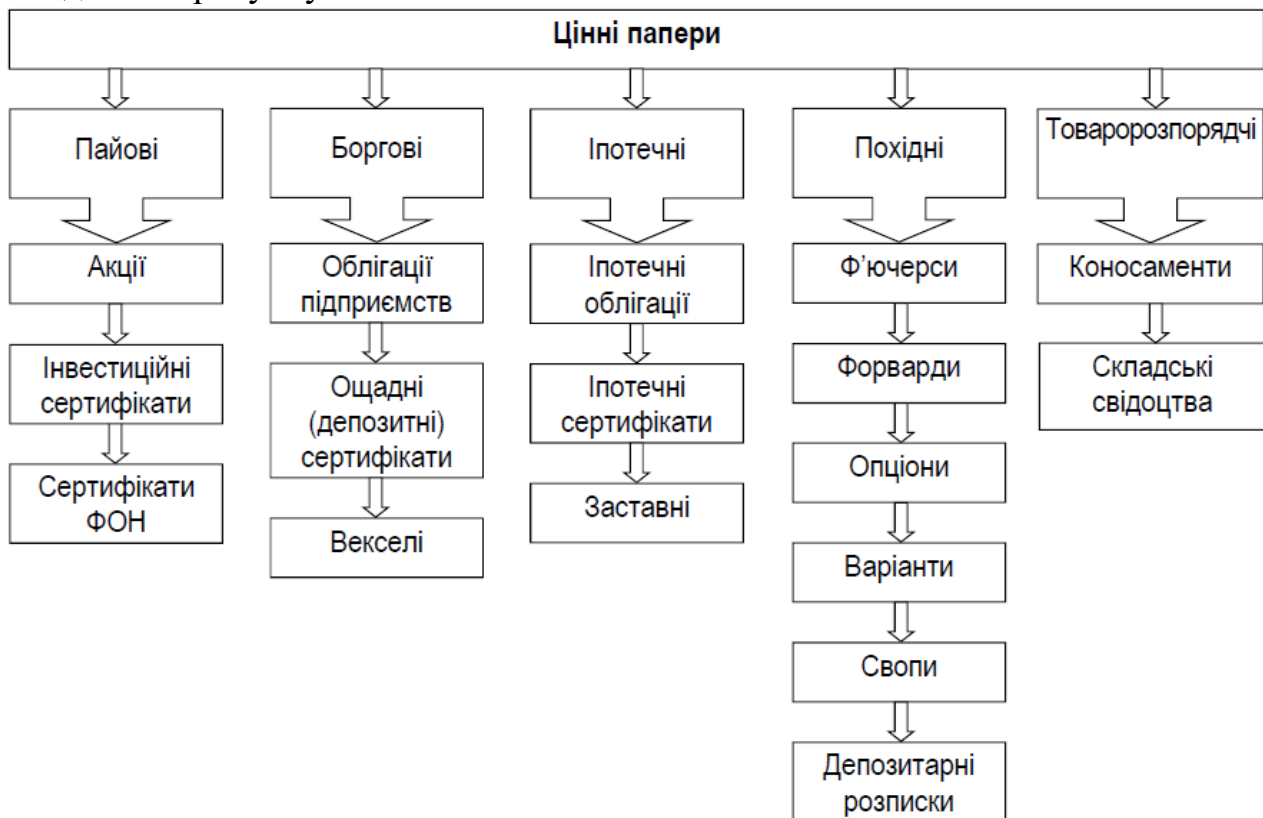


Рис. 5.3. Основні види цінних паперів, що емітуються акціонерним товариством

Крім того, в законодавстві існує розмежування на емісійні та неемісійні цінні папери. До емісійних цінних паперів акціонерного товариства належать: акції; □облігації підприємств; іпотечні сертифікати; □іпотечні облігації; сертифікати фондів операцій з нерухомістю; □інвестиційні сертифікати.

До основних видів цінних паперів, що випускає акціонерне товариство, відносять акції, облігації та векселі.

На світових фінансових ринках значну питому вагу в обороті цінних паперів займають акції. Механізм їхньої дії відносять до каналів прямого фінансування.

Акція – іменний цінний папір, який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства, включаючи право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та

право на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, право на управління акціонерним товариством, а також немайнові права, передбачені Цивільним кодексом України та законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств.

Основні причини випуску акцій акціонерним товариством наведено на рисунку 5.4.

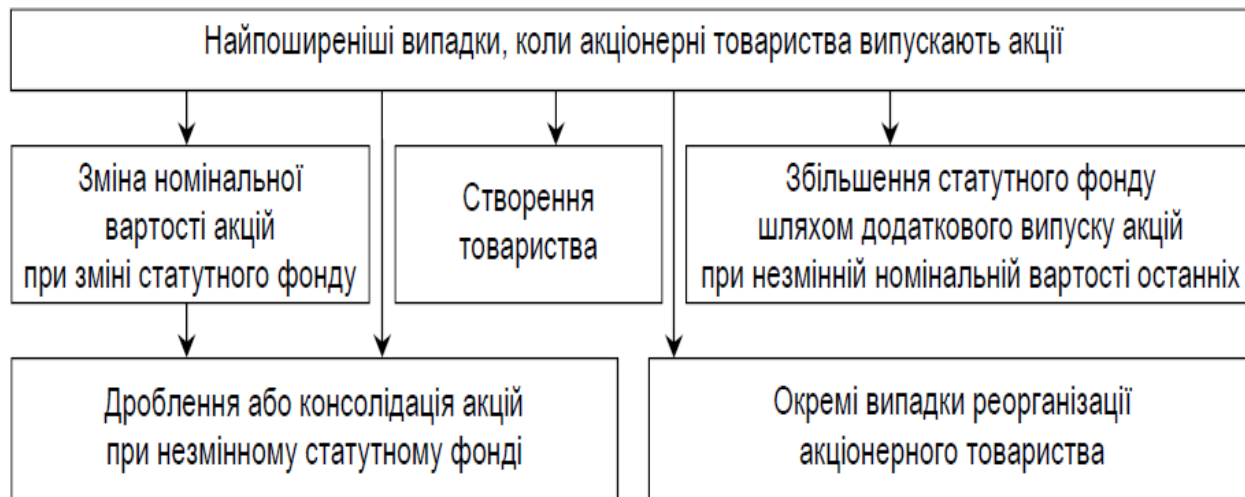


Рис. 5.4. Основні причини випуску акцій акціонерним товариством

Згідно із законодавством в Україні можуть випускатися тільки іменні акції, в кожній з яких зазначається ім'я власника – тільки він є акціонером і має відповідні права. Перехід такої акції до іншого власника фіксується в реєстрі акціонерів товариства.

Акціонерне товариство розміщує акції двох типів – прості та привілейовані, що надають їх власникам різні права (табл. 5.2).

Таблиця 5.2

Права власників акцій

Прості акції	Привілейовані акції
Право на участь в управлінні акціонерним товариством	Права на участь в управлінні АТ у випадках, передбачених статутом і законодавством
Право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів	Переважні, стосовно власників простих акцій, права на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів
Право на отримання частини майна акціонерного товариства в разі його ліквідації	Право на отримання частини майна акціонерного товариства в разі його ліквідації
Право на інспекцію	
Інші права, передбачені законодавством, що регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств	

Прості акції не підлягають конвертації у привілейовані акції або інші цінні папери акціонерного товариства. А залежно від умов розміщення привілейовані

акції певних класів можуть бути конвертовані у прості акції або у привілейовані акції інших класів.

Акціонерне товариство розміщує привілейовані акції різних класів (з різним обсягом прав), якщо така можливість передбачена його статутом. У такому разі умовою їх розміщення є черговість отримання дивідендів і виплат з майна ліквідованого товариства для кожного класу привілейованих акцій, розміщених акціонерним товариством, яка встановлюється статутом товариства. Привілейовані акції не можуть бути випущені на суму понад 25 % статутного фонду.

На сумарну номінальну власність акціонерам може видаватися сертифікат акцій. Згідно з українським законодавством сертифікат не є цінним папером і реквізити його не регламентуються.

Переважно у сертифікаті акції зазначається: вид цінного папера; найменування та місцезнаходження акціонерного товариства; серія і номер сертифіката; номер і дата випуску; міжнародний ідентифікаційний номер цінного папера; тип і номінальна вартість акції; ім'я власника; кількість акцій, що випускаються.

Акція має номінальну вартість, установлену в національній валюті. Мінімальна номінальна вартість акції не може бути меншою однієї копійки. Характерною особливістю переважної більшості вітчизняних акціонерних товариств є те, що вони утворилися під час приватизації та мають велику кількість акцій у статутних фондах при низькій номінальній вартості (1 коп., 5 коп., 25 коп.). Акціонер може мати у власності одну акцію або пакет акцій. Під пакетом акцій мається на увазі наявність у власності одного і того самого акціонера в кількості більше, ніж одна акція одного і того самого емітента.

У світовій практиці розрізняють значний і контрольний пакети акцій.

Значний пакет акцій – пакет із 10 і більше відсотків простих акцій акціонерного товариства. Тобто це такий пакет, за наявності якого акціонер має можливість здійснити досить істотний вплив на управління справами емітента (висувати кандидатури в раду директорів, впливати на вибір діяльності емітента, формувати виконавчі органи емітента). Значний пакет акцій – пакет із 10 + 1 акція забезпечує право вимоги скликання позачергових зборів або їх самостійне скликання та обов'язкового внесення у порядок денний питань власників такого пакета. Значний пакет акцій закріплюється законодавчими органами держави (наприклад, у США – 10–40 % акцій одного емітента; в Європейському Союзі – 5–30 %).

Блокуючий пакет „25 відсотків плюс 1 акція” дає можливість заблокувати на зборах прийняття рішень, що вимагають трьох четвертей голосів. Це такі важливі рішення, як зміни до статуту, створення і ліквідація дочірніх підприємств, ліквідація акціонерного товариства.

Контрольний пакет акцій – пакет „50 відсотків акцій плюс 1 акція” дає змогу приймати рішення на зборах за умови присутності більше ніж 60 відсотків голосів акціонерів. Наявність такого пакета залежить від співвідношення власності і від розкладу сил на зборах, вміння вести їх роботу. У реальному житті, залежно від ступеня розподілу капіталу серед широких мас інвесторів,

контрольні пакети можуть становити від 20 до 40 % всього обсягу звичайних акцій.

Пакет „60 відсотків плюс 1 акція” забезпечує самостійне проведення зборів. Дієвість прийняття рішень, які вимагають трьох четвертей голосів, залежить від розкладу сил на зборах.

Пакет „75 відсотків плюс 1 акція” – забезпечує повний контроль над акціонерним товариством. Інші акціонери можуть лише вимагати позачергового скликання загальних зборів та мати інші права, які дає володіння більше ніж 10 відсотками акцій. При правильному підході меншість може впливати на деякі рішення власника такого пакета, але це залежить від її згуртованості, знань, цілеспрямованості.

Для створення акціонерного товариства засновники повинні повідомити про намір створити акціонерне товариство, здійснити підписку на акції, провести засновницькі збори і державну реєстрацію товариства. Рішення про випуск акцій приймається засновниками акціонерного товариства або загальними зборами акціонерів акціонерного товариства. Рішення про випуск акцій оформляється протоколом. Випуск акцій акціонерним товариством здійснюється у розмірі його статутного фонду або на всю вартість майна державного підприємства (у разі перетворення його в акціонерне товариство). Додатковий випуск акцій можливий у тому разі, коли попередні випуски акцій були зареєстровані, а всі раніше випущені акції повністю оплачені за вартістю, не нижче номінальної.

Кожний засновник акціонерного товариства повинен оплатити повну вартість придбаних акцій до дати затвердження результатів розміщення першого випуску акцій. У разі несплати (неповної оплати) вартості придбаних акцій до дати затвердження результатів розміщення першого випуску акцій акціонерне товариство вважається не заснованим. До оплати 50 % статутного капіталу товариство не має права здійснювати операції, не пов'язані з його заснуванням.

Забороняється випуск акцій для покриття збитків, пов'язаних з господарською діяльністю акціонерного товариства.

У разі заснування акціонерного товариства його акції підлягають розміщенню виключно серед його засновників шляхом приватного розміщення. Публічне розміщення акцій товариства може здійснюватися після отримання свідоцтва про реєстрацію першого випуску акцій.

Публічне акціонерне товариство може здійснювати публічне та приватне розміщення акцій. Акціонери публічного акціонерного товариства можуть відчужувати належні їм акції без згоди інших акціонерів та товариства.

Приватне акціонерне товариство може здійснювати тільки приватне розміщення акцій. У разі прийняття загальними зборами приватного акціонерного товариства рішення про здійснення публічного розміщення акцій до статуту товариства вносяться відповідні зміни, у тому числі про зміну типу товариства – з приватного на публічне.

Статутом приватного акціонерного товариства може бути передбачено переважне право його акціонерів та самого товариства на придбання акцій цього товариства, що пропонуються їх власником до продажу третій особі.

Акціонери приватного акціонерного товариства мають переважне право на придбання акцій, за ціною та на умовах, запропонованих акціонером третій особі, пропорційно кількості акцій, що належать кожному з них. Переважне право діє протягом двох місяців з дня отримання товариством повідомлення акціонера про намір продати акції, якщо коротший строк не передбачено статутом товариства.

Статутом приватного акціонерного товариства може бути передбачено переважне право придбання товариством акцій, що продаються його акціонерами, якщо акціонери не використали своє переважне право на придбання акцій.

Переважне право товариства на придбання акцій, що продаються акціонерами цього товариства, може бути реалізовано протягом 10 днів після закінчення строку дії переважного права.

Акціонер приватного акціонерного товариства, який має намір продати свої акції третій особі, зобов'язаний письмово повідомити про це решту акціонерів товариства та саме товариство із зазначенням ціни та інших умов продажу акцій.

Повідомлення акціонерів товариства здійснюється через товариство. Після отримання письмового повідомлення від акціонера, який має намір продати свої акції третій особі, товариство зобов'язане протягом двох робочих днів направити копії повідомлення всім іншим акціонерам товариства. Якщо інше не передбачено статутом товариства, повідомлення акціонерів товариства здійснюється за рахунок акціонера, який має намір продати свої акції.

Якщо акціонери приватного акціонерного товариства або товариство не скористаються переважним правом на придбання всіх акцій, що пропонуються для продажу протягом встановленого строку, акції можуть бути продані третій особі за ціною та на умовах, що повідомлені товариству та його акціонерам.

Емітенти, які здійснили відкрите (публічне) розміщення цінних паперів, зобов'язані своєчасно та в повному обсязі розкривати інформацію про:

фінансово-господарський стан і результати діяльності емітента в строки, встановлені законодавством;

будь-які дії, що можуть вплинути на фінансово-господарський стан емітента та призвести до значної зміни ціни на його цінні папери;

власників великих пакетів (10 % і більше) акцій.

Оплата вартості акцій, що розміщуються під час заснування акціонерного товариства, може здійснюватися грошовими коштами або майном, майновими і немайновими правами, що мають оцінку, цінними паперами (крім боргових емісійних цінних паперів, емітентом яких є засновник, і векселів).

Незалежно від форми внесеного вкладу вартість акції виражається у гривнях.

Інвестор не може здійснювати оплату цінних паперів шляхом взяття на себе зобов'язань щодо виконання для товариства робіт або надання послуг.

Акціонери, які не повністю оплатили акції, у випадках, визначених статутом товариства, відповідають за зобов'язаннями товариства у межах неоплаченої частини вартості належних їм акцій. Публічне акціонерне

товариство зобов'язане пройти процедуру лістингу та залишатися у біржовому реєстрі принаймні на одній фондовій біржі. Укладання договорів купівлі-продажу акцій публічного акціонерного товариства, яке пройшло процедуру лістингу на фондовій біржі, здійснюється лише на цій фондовій біржі.

Відповідно до Закону України „Про цінні папери то фондовий ринок” фондова біржа повинна передбачити в правилах біржі наявність порядку допуску (лістингу) цінних паперів до офіційного та неофіційного котирування.

Лістинг – сукупність процедур із включення цінних паперів до реєстру організатора торгівлі та здійснення контролю за відповідністю цінних паперів і емітента умовам та вимогам, установленим у правилах організатора торгівлі.

Умовами допуску визначаються вимоги, згідно з якими в офіційному котируванні мають перебувати цінні папери, емітенти яких задовольняють певні економічні і фінансові критерії, встановлені біржею, та регулярно поширюють інформацію про свою діяльність. Цінні папери, які пройшли процедуру лістингу, заносяться до біржового реєстру – відповідного котирувального списку за рівнем лістингу – лістингові цінні папери. Цінні папери, що не відповідають вимогам лістингу, заносяться до біржового списку як поза лістингові цінні папери. Лістингові цінні папери мають перший або другий рівень лістингу. Внесення цінних паперів до біржового реєстру здійснюється лише за ініціативи емітента цих цінних паперів. Таблиця 5.3 містить інформацію стосовно вимог до акціонерного товариства як емітента, що розміщує свої цінні папери на фондовій біржі.

Таблиця 5.3

Вимоги щодо внесення та перебування цінних паперів у котирувальному списку першого рівня лістингу

Назва показника	Акції	Облігації підприємств
Існування емітента	Не < 3 років	Не < 3 років
Вартість чистих активів	Не < 100 млн. грн.	Не < 100 млн. грн.
Річний дохід від реалізації товарів, робіт, послуг за останній фінансовий рік	Не < 100 млн. грн.	
Номінальна вартість випуску		Не < 10 млн. грн.
Відсутні збитки	За останні 2 фінансові роки	За останні 2 фінансові роки
Ринкова капіталізація	Не < 100 млн. грн.	
Кожні 6 місяців виконання угод	Не < 10 угод на суму не < 1 млн. грн.	Не < 5 угод на суму не < 500 тис. грн.
Загальна кількість акціонерів	Не < 500 осіб	

На одній фондовій біржі цінний папір одного виду одного емітента може перебувати лише на одному рівні лістингу. Акції приватного акціонерного товариства не можуть купуватися або продаватися на фондовій біржі, за

винятком продажу шляхом проведення на біржі аукціону. Акціонерне товариство не має права приймати в заставу власні цінні папери.

Погашення акцій відбувається в таких випадках: при реорганізації емітента; при ліквідації емітента; при викупі акцій.

Викуп акцій – придбання акціонерним товариством за плату розміщених ним акцій. Обов'язковий викуп акцій – обов'язкове придбання за плату та на вимогу акціонера розміщених товариством акцій. Пропорційний викуп акцій – придбання акціонерним товариством розміщених ним акцій пропорційно кількості акцій певного типу та/або класу, запропонованих кожним акціонером до продажу.

Причини викупу акцій емітентом: забезпечення власників конвертованих облигацій акціями товариства; запобігання скуповуванню акцій товариства третіми особами; необхідність зменшення статутного фонду через анулювання акцій; бажання зменшити кількість акцій, що перебувають в обігу на ринку; запобігання падінню ринкової ціни акцій; бажання отримати прибуток при подальшому перепродажу акцій; ухвалення рішення про припинення шляхом реорганізації (злиття, приєднання, перетворення); розповсюдження серед своїх працівників.

Викуплені акції мають бути реалізовані або анульовані протягом року. Протягом цього періоду розподіл прибутку, голосування та визначення кворуму на загальних зборах акціонерів провадяться без урахування викуплених акціонерним товариством акцій. Ціна викупу акцій не може бути меншою за їх ринкову вартість. Оплата акцій, що викупуються, здійснюється у грошовій формі.

Акціонерне товариство не має права приймати рішення про викуп акцій, якщо: на дату викупу акцій товариство має зобов'язання про обов'язковий викуп акцій; товариство є неплатоспроможним або стане таким внаслідок викупу акцій; власний капітал товариства є меншим, ніж сума його статутного капіталу, резервного капіталу та розміру перевищення ліквідаційної вартості привілейованих акцій над їх номінальною вартістю, або стане меншим внаслідок такого викупу.

Акціонерне товариство не має права здійснювати викуп розміщених ним простих акцій до повної виплати поточних дивідендів за привілейованими акціями. Викуп акцій проводиться на вимогу акціонерів, якщо останні не голосували за ухвалення загальними зборами рішення про реорганізацію або про виділення, або про узгодження проекту договору про приєднання (реорганізації), і звернулися в товариство з письмовою заявою про викуп.

Викуп акцій повинен бути здійснений товариством не пізніше одного місяця з дати ухвалення загальними зборами рішення про реорганізацію, на підставі письмових заяв акціонерів про викуп акцій, які останні можуть подавати впродовж вищезгаданого терміну.

Облігація – цінний папір, що посвідчує внесення його власником грошей, визначає відносини позики між власником облигації та емітентом, підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облигації її номінальну вартість у

передбачений умовами розміщення облігацій строк та виплатити дохід за облігацією, якщо інше не передбачено умовами розміщення.

Облігації підприємств випускаються підприємствами усіх передбачених законом форм власності, в тому числі і акціонерними товариствами, та не дають їх власникам права на участь в управлінні. Облігації розміщуються у документарній або без документарній формі. Емітент у порядку, встановленому НКЦПФР та фондового ринку, може розміщувати відсоткові, цільові та дисконтні облігації.

Відсоткові облігації – облігації, за якими передбачається виплата відсоткових доходів.

Цільові облігації – облігації, виконання зобов'язань за якими дозволяється товарами та/або послугами відповідно до вимог, встановлених умовами розміщення таких облігацій.

Дисконтні облігації – облігації, що розміщуються за ціною, нижчою ніж їх номінальна вартість. Різниця між ціною придбання та номінальною вартістю облігації виплачується власнику облігації під час її погашення і становить дохід (дисконт) за облігацією.

Облігація має номінальну вартість, визначену в національній валюті, а якщо це передбачено умовами розміщення облігацій – в іноземній валюті. Мінімальна номінальна вартість облігації не може бути меншою ніж одна копійка.

Емітент може розміщувати іменні облігації та облігації на пред'явника.

До сертифіката відсоткової облігації на пред'явника додається купон (купонний лист). У купоні (купонному листі) зазначаються: серія та номер сертифіката облігації, за якою виплачуються відсотки; найменування і місцезнаходження емітента; строки виплати відсотків; порядковий номер.

Облігації розміщуються акціонерними товариствами тільки після повної сплати свого статутного капіталу. Не допускається розміщення облігацій акціонерними товариствами для формування і поповнення статутного капіталу, а також покриття збитків від господарської діяльності шляхом зарахування доходу від продажу облігацій як результату поточної господарської діяльності.

Акціонерне товариство має право розміщувати облігації на суму, яка не перевищує трикратного розміру власного капіталу або розміру забезпечення, що надається йому з цією метою третіми особами. Умови розміщення облігацій, що розміщуються акціонерним товариством, можуть передбачати можливість їх конвертації в акції акціонерного товариства (конвертовані облігації).

Рішення про випуск облігацій приймається загальними зборами акціонерного товариства згідно з нормами законів, що регулюють порядок створення, діяльності та припинення юридичних осіб відповідної організаційно-правової форми, і оформляється протоколом.

Якщо жодна облігація не була продана, то емітент не пізніше 10 календарних днів після закінчення терміну продажу облігацій подає до реєструючого органу довідку з вказівкою місця, дати початку та закінчення продажу облігацій.

На рисунку 5.5 наведені основні параметри, що характеризують облігаційну позику.

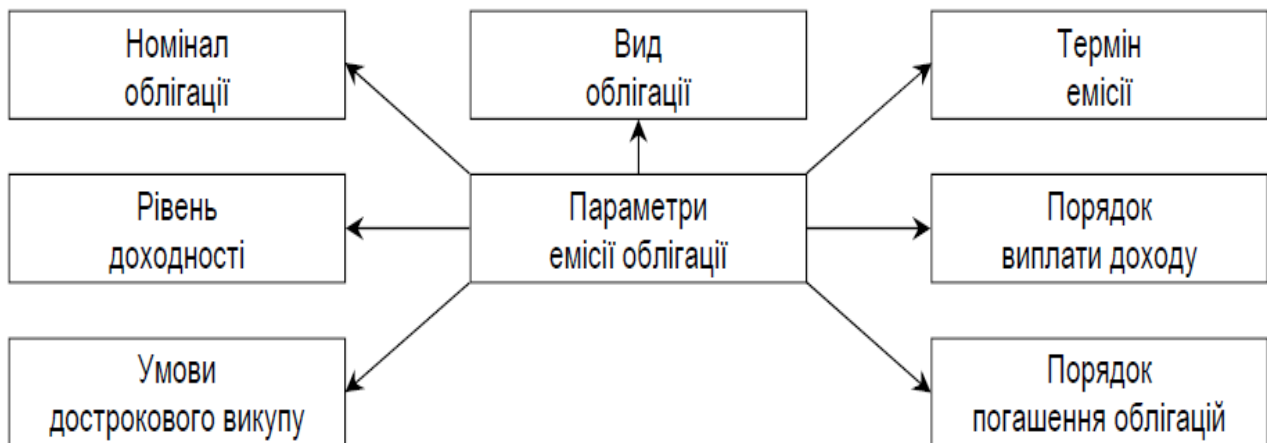


Рис. 5.5. Основні параметри облігаційної позики

Облігації придбаються громадянами лише за розрахунок їх особистих коштів. Підприємства придбають облігації усіх видів за рахунок коштів, що надходять у їх розпорядження після сплати податків і процентів за банківський кредит. Облігації усіх видів оплачуються в гривнях, а у випадках, передбачених умовами їх випуску, – в іноземній валюті. Незалежно від виду валюти, якою проведено оплату облігацій, її вартість виражається у гривнях.

Дохід за облігаціями усіх видів виплачується відповідно до умов їх випуску. Дохід за облігаціями цільових позик (безпроцентних облігацій) не виплачується. Власникові такої облігації надається право на придбання відповідних товарів чи послуг, під які випущено позики. Якщо ціна товару до моменту його одержання перевищуватиме вартість облігації, то власник одержує товар за ціною, вказаною на облігації, а при одержанні більш дешевого товару він одержує різницю між вартістю облігації та ціни товару.

За облігаціями акціонерного товариства доходи виплачуються за рахунок коштів, що залишаються після розрахунків з бюджетом і сплати інших обов'язкових платежів. У разі невиконання чи несвоєчасного виконання емітентом зобов'язання з виплати доходів за процентними облігаціями, надання права придбання відповідних товарів чи послуг за безпроцентними (цільовими) облігаціями або погашення зазначеної в облігації суми у визначений строк стягнення відповідних сум провадиться примусово судом або арбітражним судом. Порядок погашення облігацій усіх видів, крім цільових, визначається при їх випуску.

Облігації можуть розміщуватися з фіксованим строком погашення, єдиним для всього випуску. Дострокове погашення облігацій за вимогою їх власників дозволяється у разі, коли така можливість передбачена умовами розміщення облігацій, якими визначені порядок встановлення ціни дострокового погашення облігацій і строк, в який облігації можуть бути пред'явлені для дострокового погашення. Погашення облігацій може здійснюватися грошима або майном відповідно до умов їх розміщення.

Не пізніше ніж через 10 календарних днів після погашення облігацій емітент подає до реєструючого органу звіт про результати погашення облігацій, в якому обов'язково оголошують:

дати початку і закінчення погашення облігацій (для цільових облігацій – вказівка товару (послуги), за якою проводилося погашення облігацій);

кількість погашених облігацій (з вказівкою номерів і серій);

суму, на яку погашені облігації;

відсотки і суму доходу, які виплатять за облігаціями (для процентних облігацій).

Звіт про результати погашення облігацій подається до реєструючого органу в одному екземплярі; він повинен бути засвідчений підписами і печаткою емітента і аудитора (аудиторської фірми). Якщо емітент користувався послугами торговця цінними паперами щодо розміщення даного випуску облігацій, то звіт про результати погашення облігацій також засвідчується підписом і печаткою торговця цінними паперами.

Емісійна політика акціонерного товариства є складовою загальної політики формування фінансових ресурсів товариства. Основною метою емісійної політики є залучення необхідного обсягу фінансових ресурсів шляхом емісії цінних паперів. Емісія – встановлена законодавством послідовність дій емітента щодо випуску та розміщення емісійних цінних паперів. Черговість дій емітента називається етапами емісії. Емісія здійснюється випусками, тобто сукупністю цінних паперів, що володіють однаковим набором прав, незалежно від часу їх придбання покупцем.

Цілі емісії: отримання грошей емітентом (гроші можуть використовуватися для формування статутного капіталу); сек'юритизація заборгованості; зміна структури капіталу (співвідношення між власним і позиковим капіталом (фінансовий важіль); удосконалення управління фінансовими потоками підприємства.

Емісія існує різних видів за різними класифікаційними ознаками (рис. 5.6).

Управління залученням власного капіталу за рахунок зовнішніх джерел передбачає розробку і проведення емісії акцій товариства. Політика емісії акцій передбачає:

1. Дослідження можливостей ефективного розміщення додатково емітованих акцій, що включає аналіз кон'юнктури фондового ринку та оцінку інвестиційної привабливості своїх акцій.

2. Визначення головної мети емісії.

3. Визначення обсягів емісії.

4. Визначення номіналу, видів і кількості емітованих акцій.

5. Визначення вартості залученого акціонерного капіталу.

6. Визначення ефективних форм розміщення нової емісії.

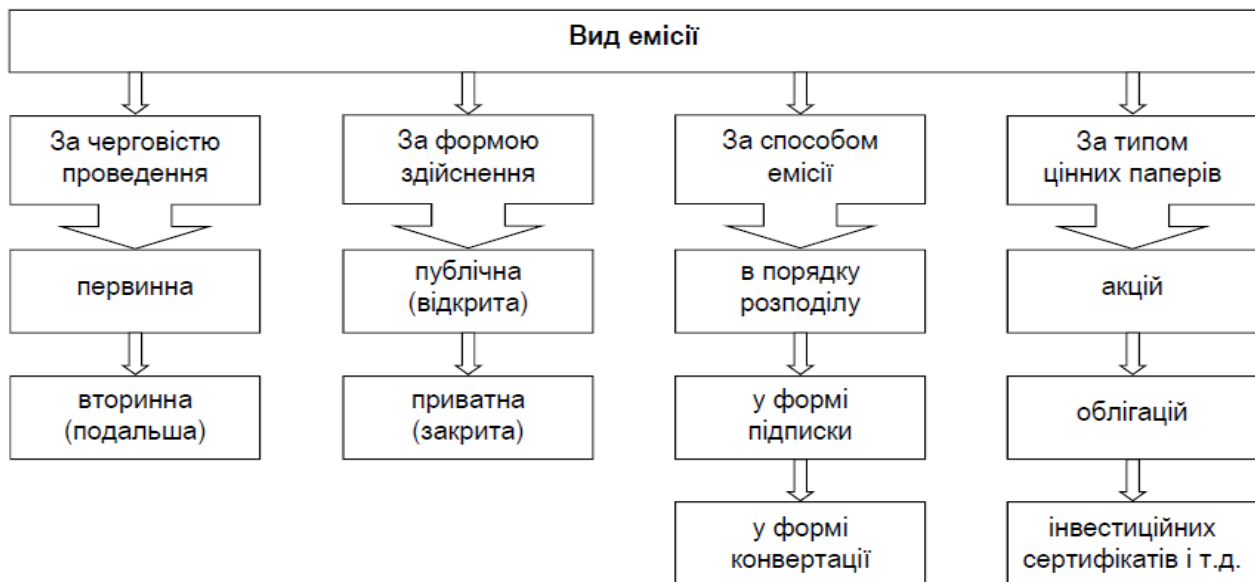


Рис. 5.6. Основні види емісії цінних паперів

Для обґрунтування доцільності емісії акцій проводиться аналіз основних показників фінансового стану акціонерного товариства та макроекономічних факторів.

Після реєстрації емітент публікує проспект емісії цінних паперів у повному обсязі в офіційному друкованому виданні НКЦПФР не менш як за 10 днів до початку відкритого (публічного) розміщення цінних паперів.

Проспект емісії цінних паперів – документ, який містить інформацію про відкрите (публічне) розміщення цінних паперів.

Вимоги до проспекту емісії цінних паперів:

1. У проспекті емісії цінних паперів повинна міститися інформація про емітента, його фінансово-господарський стан, цінні папери, щодо яких прийнято рішення про відкрите (публічне) розміщення.

2. Вимоги до розкриття інформації про емітента та його фінансово-господарський стан встановлює НКЦПФР.

3. До інформації про цінні папери належить інформація, що стосується: виду, форми випуску, типу, кількості та номінальної вартості цінних паперів, щодо яких прийнято рішення про відкрите (публічне) розміщення; дати прийняття рішення про відкрите (публічне) розміщення цінних паперів; строків початку та закінчення відкритого (публічного) розміщення цінних паперів; порядку і форми виплати доходу за цінними паперами.

Проспект емісії цінних паперів підписується керівником емітента (головою виконавчого органу), аудитором та засвідчується печаткою емітента. Особи, що підписали проспект емісії, тим самим підтверджують достовірність відомостей, які в ньому містяться, а аудитор – достовірність перевірених ним відомостей. Якщо емітент користується послугами андерайтера щодо відкритого (публічного) розміщення випуску цінних паперів, проспект емісії погоджується з андерайтером.

Проспект емісії цінних паперів реєструється НКЦПФР одночасно з реєстрацією випуску цінних паперів. Приватне (закрите) розміщення цінних

паперів – розміщення цінних паперів шляхом безпосередньої пропозиції цінних паперів заздалегідь визначеному колу осіб, кількість яких не перевищує 100.

Ефективна фінансова діяльність акціонерних товариств неможлива без залучення позикових коштів, зокрема шляхом здійснення емісії облігацій.

Залучення позикових фінансових ресурсів шляхом випуску облігацій має такі основні переваги:

емісія облігацій не веде до втрати контролю над товариством;

можливість встановлення процентної ставки в межах між депозитною та кредитною, що враховуватиме інтереси як емітентів, так і інвесторів;

облігації можуть бути випущені при відносно незначних фінансових зобов'язаннях за процентами, оскільки вони забезпечуються майном товариства і мають пріоритет у задоволенні претензій за ними у разі банкрутства товариства;

гнучке управління боргом – емітент може „сконструювати” позику виходячи з власних потреб (з урахуванням очікувань інвесторів);

ринковий характер позики – емітент виходить на ринок зі своїм фінансовим інструментом. Ринковий борг тим і відрізняється від кредитів, що він може бути легко переданий одним кредитором іншому.

Залучення позикових фінансових ресурсів шляхом випуску облігацій має такі основні недоліки:

облігації не можуть бути випущені для формування статутного капіталу і покриття збитків товариства;

емісія облігацій пов'язана з певними витратами фінансових коштів і потребує певного часу;

високий рівень відповідальності товариства за своєчасну виплату процентів та суми основного боргу за облігаціями.

Основні параметри емісії облігацій та фактори, що на них впливають, наведені в таблиці 5.4.

Таблиця 5.4

Основні параметри емісії облігацій та фактори, що на них впливають

Параметри емісії	Фактори, що на них впливають
Обсяг випуску облігацій	Вартість проекту, під який залучаються кошти, можливості ринку поглинути весь випуск облігацій
Форма випуску облігацій	Бажання емітентів, категорія інвесторів
Характер доходності для інвесторів	Характер грошових потоків проекту, очікування інвесторів, ділова практика на ринку, законодавчі обмеження
Прибутковість облігацій	Ставки на кредитному й депозитному ринках, термін емісії облігацій, надійність емітентів, прибутковість за подібними емісіями інших компаній
Умови погашення облігацій	Характер інвестиційного проекту, ділова практика на ринку
Термін емісії облігацій	Тривалість інвестиційного проекту, ділова практика на ринку

Існує 2 моделі емісійної стратегії підприємства щодо випуску облігацій: модель одноразового розміщення облігацій і модель серійного розміщення облігацій (рис. 5.7).

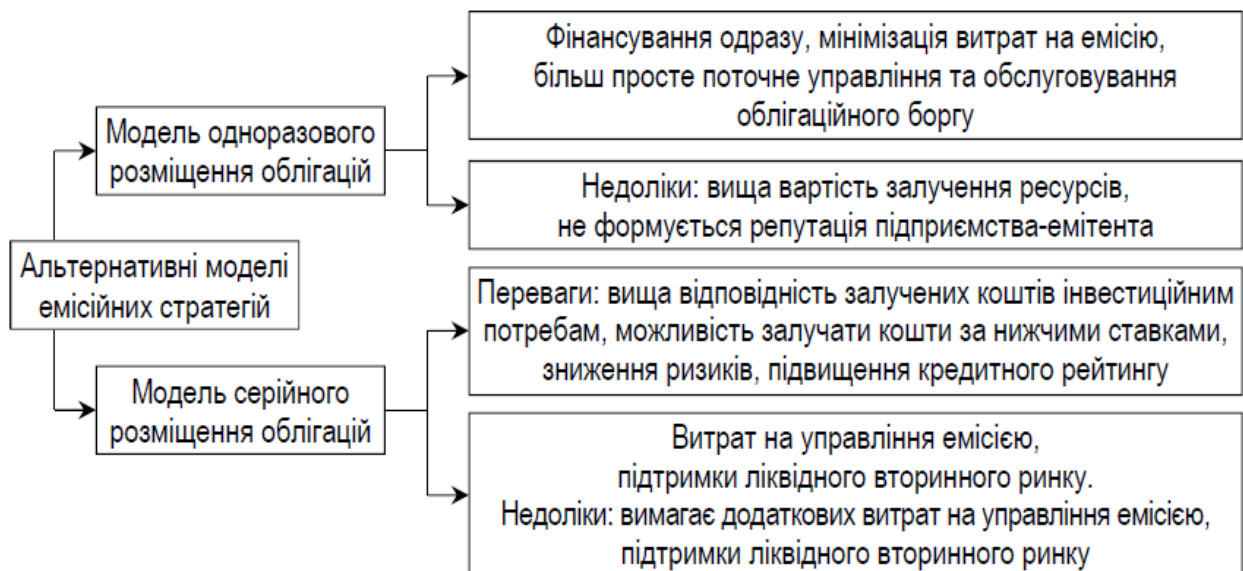


Рис. 5.7. Переваги й недоліки альтернативних моделей емісійних стратегій підприємств

Політика емісії облігацій передбачає:

1. Дослідження можливостей ефективного розміщення емісії облігацій товариства. Рішення про емісію облігацій може бути прийняте лише на основі всебічного попереднього аналізу кон'юнктури фондового ринку та оцінки інвестиційної привабливості облігацій.
2. Визначення цілей залучення облігаційної позики.
3. Оцінка власного кредитного рейтингу, що визначає реальний рівень його кредитоспроможності з позицій можливого кредитного ризику для інвесторів.
4. Визначення обсягу емісії облігацій.
5. Визначення умов емісії облігацій.
6. Оцінка вартості облігаційної позики.
7. Визначення ефективних форм розміщення нової емісії.
8. Формування фонду погашення облігацій.

5.3. Дивідендна політика

Традиційно під дивідендною політикою розуміються корпоративні дії щодо виплати дивідендів у контурі певної корпоративної ідеології. У найбільш широкому сенсі дивідендна політика характеризує принципи розподілу прибутку компанії (прибутки до розподілу) на фонди й резерви, що залишаються в розпорядженні корпорації, і на кошти для виплати акціонерам у формі дивідендів.

З погляду виплати дивідендів виділяють наступні типи дивідендної політики.

Консервативна (або залишкова) політика припускає, що виплата дивідендів відбувається в пропорціях, які дозволяють задовольняти потреби

виробничого розвитку й більш високими темпами нарощувати вартість чистих активів, а, отже, – і ринкову вартість акцій. Проведення консервативної політики можливо в 2 варіантах: 1) нарахування дивідендів за залишковою ознакою, у цьому випадку нарахування дивідендів відбувається тільки після того, як за рахунок прибутку сформований обсяг власних коштів, достатній для розвитку компанії в майбутньому періоді; 2) підтримка стабільного співвідношення дивідендних виплат і прибутку, що залишається в розпорядженні підприємства, на основі встановлення довготермінового нормативу на споживану й капіталізовану частину прибутку.

Перевагою цієї політики є забезпечення достатньо високих темпів розвитку компанії, можливість реалізації довгострокових і дорогих інвестиційних проектів. Недоліком є досить низький і нестабільний рівень дивідендних виплат, що позначається на публічному іміджі компанії, ринковій ціні акцій тощо.

Помірна (компромісна) політика нарахування дивідендів – політика, відповідно до якої компанія намагається дотримати балансу інтересів акціонерів і потреб підприємства в нарощуванні капіталу. Даний тип дивідендної політики також може проводитися в 2 варіантах: 1) виплата постійних сум дивідендів; 2) виплата стабільних сум дивідендів з надбавкою за певних умов. Реалізація зазначеної політики пов'язана з виплатою стабільної суми дивідендів протягом тривалого періоду часу.

Перевагою зазначеної політики є її надійність. Вона створює почуття впевненості акціонерів у незмінності розміру поточного доходу незалежно від різних обставин, визначає стабільність котирувань акцій на фондовому ринку. Недоліком же цієї політики є її слабкий зв'язок з фінансовими результатами діяльності підприємства, у зв'язку із чим у періоди несприятливої кон'юнктури й низького розміру генерованого прибутку, інвестиційна діяльність може бути зведена до нуля. Для того щоб уникнути цих негативних наслідків, стабільний розмір дивідендних виплат встановлюється звичайно на відносно низькому рівні, що й відносить даний тип дивідендної політики до категорії консервативної, мінімізуючи ризик зниження фінансової стабільності корпорації через недостатні темпи приросту власного капіталу.

Політика стабільного мінімального розміру дивідендів з надбавкою в окремі періоди (або політика „екстра-дивіденду”), вважається найбільш зваженою. Її перевагою є стабільна гарантована виплата дивідендів у мінімально передбаченому розмірі (як у попередньому випадку) за високого зв'язку з фінансовими результатами діяльності підприємства, що дозволяє збільшувати розмір дивідендів у період сприятливої господарської кон'юнктури, не знижуючи при цьому рівень інвестиційної активності. Така дивідендна політика дає найбільший ефект у корпораціях з нестабільним обсягом формування прибутку. Основним недоліком цієї політики вважається, те, що при тривалій виплаті мінімальних розмірів дивідендів інвестиційна привабливість акцій компанії знижується й відповідно падає їхня ринкова вартість.

Політика стабільного рівня дивідендів передбачає встановлення довгострокового нормативного коефіцієнту дивідендних виплат стосовно суми прибутку (або нормативу розподілу прибутку на дивіденди).

Перевагами цієї політики є простота формування й тісний зв'язок з розміром сформованого прибутку. Водночас основним її недоліком є нестабільність розмірів дивідендних виплат на акцію, що зумовлено нестабільністю суми сформованого прибутку. Ця нестабільність викликає різкі перепади в ринковій вартості акцій за окремими періодами, що перешкоджає максимізації ринкової вартості корпорації в процесі здійснення такої політики (вона „сигналізує” про високий рівень ризику господарської діяльності даної корпорації). Навіть при високому рівні дивідендних виплат така політика не залучає звичайно інвесторів (акціонерів), що уникають ризику. Тільки зрілі компанії зі стабільним прибутком можуть дозволити собі здійснення дивідендної політики цього типу, оскільки якщо розмір прибутку суттєво варіює в динаміці, ця політика генерує високі ризики.

Агресивна політика нарахування дивідендів припускає нарахування максимально можливого розміру дивідендів. Зростання дивідендів при здійсненні такої політики відбувається, як правило, у твердо встановленому відсотку приросту до їхнього розміру в попередньому періоді.

Перевагою такої політики є забезпечення високої ринкової вартості акцій компанії й формування позитивного її іміджу в потенційних інвесторів при додаткових емісіях. Недоліком же цієї політики є відсутність гнучкості в її проведенні й постійне зростання фінансової напруженості – якщо темп росту коефіцієнта дивідендних виплат зростає (тобто якщо фонд дивідендних виплат росте швидше, ніж сума прибутку), то інвестиційна активність підприємства скорочується, а коефіцієнти фінансової стабільності знижуються (за інших рівних умов). Тому здійснення такої дивідендної політики можуть дозволити собі лише успішні акціонерні компанії. Якщо ж ця політика не підкріплена постійним зростанням прибутку компанії, то вона являє собою вірний шлях до її банкрутства. Крім того, різке зниження розмірів дивідендів може несприятливо відбитися на вартості акцій, „сигналізуючи” про погіршення її показників.

Проблемі вибору оптимальної дивідендної політики присвячено безліч теоретичних і емпіричних досліджень. Теоретичні моделі не дають однозначної відповіді на запитання щодо оптимального рівня дивідендних виплат. Моделі дивідендної політики розділяють на дві групи: моделювання властивостей дивідендної політики (від яких чинників вона залежить – модель Дж. Лінтнера) і моделювання впливу дивідендної політики на вартість компанії (моделі М. Гордона, М. Міллера та Ф. Модильяні). Серед більш „спеціалізованих” підходів до дивідендної політики можна вказати „теорію податкових переваг”, „сигнальну” теорію дивідендів, „теорію клієнтури”, „арбітражну теорію” і шereg інших.

Емпіричні дослідження, присвячені даному питанню, виявили наступні основні закономірності:

як правило, компанії дотримуються стратегії досягнення в довгостроковій перспективі певного планового коефіцієнта дивідендних виплат – або

співвідношення дивідендів до чистого прибутку, або рівня виплат на акцію. При цьому компанії, що не мають перспективних проектів, виплачують високі дивіденди, а, що мають – низькі. Компанії досить об'єктивно оцінюють, яка частина прибутку є стабільною, а яка тимчасовою, що зумовлено сприятливою кон'юнктурою, і виплачують дивіденди виходячи з першої частини. Зміни в дивідендах повторюють тенденції змін обсягів прибутку з деяким тимчасовим лагом;

дивіденди сигналізують ринку про перспективи компаній тільки у випадку непередбачених змін. Дослідження підтвердили, що зміні дивідендів передують зміни певної тенденції, яка згодом супроводжується зміною прибутку. Реакція ринку на негативні сигнали (скорочення дивідендів) сильніша, ніж на позитивні (ріст дивідендів);

існує слабка залежність переваг інвесторів стосовно рівня дивідендів (так званий „ефект клієнтури”): інвестори з низьким доходом (і, відповідно низькими податковими ставками) віддають перевагу акціям з високими дивідендами, а багаті інвестори (з високими податковими ставками) навпаки – з низькими;

незважаючи на існування „ефекту клієнтури”, немає доказів впливу дивідендного доходу на очікувану прибутковість акцій, існує лише доказ слабких переваг приросту вартості капіталу.

Кожна корпорація реалізує власну дивідендну політику, але водночас у контурі національного ринку, переважно, проявляються тенденції зміни дивідендної політики, характерні для більшості національних корпорацій. На зміну дивідендної політики впливають безліч чинників, серед яких слід виділити чинник економічного циклу; процентні ставки; податковий режим корпорацій у цілому й дивідендних виплат, зокрема; існуючу модель інвестиційних переваг; структуру акціонерів; структуру джерел фінансування корпорації тощо.

На практиці використовують кілька способів визначення розміру дивідендів, основними з яких є наступні.

Залишковий (residual) – розмір дивідендів визначається після того, як зроблений розподіл прибутку на потреби компанії. У компаніях, що використовують даний спосіб розрахунку дивідендів, звичайно задається величина відношення позикового капіталу до власного, виходячи з якого визначається частка нерозподіленого прибутку, що направляється на інвестиції. При такій дивідендній політиці акціонери будуть одержувати менше дивідендів у тому випадку, якщо в компанії є більше гарних можливостей для інвестування.

„Постійна норма виплачуваного дивіденду”, іноді її називають також стабільним дивідендом (constant payout ratio). При такій політиці розмір дивідендів визначається як якась постійна частка від нерозподіленого прибутку, що знижує невизначеність для інвесторів. Існують два варіанти стабільного дивіденду: циклічна політика (cyclical policy), при якій розмір дивідендів розраховується як фіксована частка від квартального прибутку, і стабільна політика (stable policy), при якій розмір дивідендів визначається як частка від річного прибутку.

Стабільні, передбачувані дивіденди (stable, predictable dividends). При такій дивідендній політиці компанія виплачує одну й ту саму суму дивіденду або ця

сума регулярно збільшується на певну величину. Іноді останній спосіб називають „політикою постійного росту дивідендів” (constant growth dividend policy).

Гібридний, комбінований або „низький регулярний дивіденд + доплати” (hybrid; compromise; low regular dividend plus extras). При зазначених способах визначення розміру дивідендів відношення позикового капіталу до власного розглядається як довгостроковий цільовий показник. Компанії, що використовують даний метод, виплачують постійну величину дивіденду, який становить невелику частку від нерозподіленого прибутку і є необтяжливим. Понад цю постійну величину виплачуються додаткові дивіденди, розмір яких залежить від фінансових результатів у кожному році.

Джерелом виплати дивідендів є прибуток товариства після оподаткування (чистий прибуток). Чистий прибуток товариства визначається за даними бухгалтерської звітності. Дивіденди за привілейованими акціями певних типів також можуть виплачуватися за рахунок раніше сформованих для цих цілей спеціальних фондів товариства.

Рішення про виплату (оголошення) дивідендів, у тому числі рішення про розмір дивіденду й форму його виплати за акціями кожної категорії (типу) ухвалюються загальними зборами акціонерів. Розмір дивідендів не може бути більше рекомендованого радою директорів (наглядовою радою) компанії. Строк і порядок виплати дивідендів визначаються статутом товариства або рішенням загальних зборів акціонерів про виплату дивідендів. У випадку, якщо статутом компанії строк виплати дивідендів не визначений, строк їх виплати не повинен перевищувати 60 днів від дня ухвалення рішення про виплату дивідендів. Список осіб, що мають право на одержання дивідендів, складається на дату складання; списку осіб, що мають право брати участь у загальних зборах акціонерів, на яким ухвалюється рішення про виплату відповідних дивідендів.

Товариство не має права ухвалювати рішення (повідомляти) про виплату дивідендів за акціями: до повної оплати всього статутного капіталу компанії; до викупу всіх акцій, які повинні бути викуплені; якщо на день прийняття такого рішення компанія відповідає ознакам неплатоспроможності (банкрутства) відповідно до законодавства про неплатоспроможність (банкрутство) або якщо зазначені ознаки з'являться в компанії в результаті виплати дивідендів; якщо на день прийняття такого рішення вартість чистих активів компанії менше її статутного капіталу й резервного фонду, і перевищення над номінальною вартістю, визначеної статутом, ліквідаційної вартості розміщених привілейованих акцій, або стане менше їхнього розміру в результаті прийняття такого рішення; в інших випадках, передбачених законодавством.

Товариство не має права ухвалювати рішення (повідомляти) про виплату дивідендів (у тому числі дивідендів за результатами першого кварталу, півріччя, дев'яти місяців фінансового року) за звичайними акціями і привілейованими акціями, розмір дивідендів за якими не визначений, якщо не ухвалене рішення про виплату в повному розмірі дивідендів (у тому числі накопичених дивідендів за кумулятивними привілейованими акціями) за усіма типами привілейованих акцій, розмір дивідендів (у тому числі дивідендів за результатами першого

кварталу півріччя, дев'яти місяців фінансового року) за якими визначений статутом компанії.

Слід відмітити, що дивіденди можуть видаватися не тільки у вигляді готівки. Досить розповсюджений так званий план реінвестування дивідендів (dividend reinvestment plan, DRIP), при яким дивіденди автоматично направляються на покупку акцій компанії. Таке реінвестування може здійснюватися двома способами: 1) покупкою акцій на фондовому ринку (open market DRIP); 2) випуском нових акцій, які поширюються серед учасників плану ("new-stock" DRIP); як правило, такий спосіб використовується в тому випадку, коли компанії потрібно залучити додаткові кошти. Альтернативним способом одержання доходів від акцій є викуп акцій самою компанією (stock repurchases), причому цей метод застосовується також як спосіб використання разового доходу, отриманого від продажу активів, а в низці випадків і як метод зміни структури капіталу.

РОЗДІЛ 6

ЗВІТНІСТЬ ТА КОНТРОЛЬ В СИСТЕМІ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ

6.1. Інформація та звітність в системі корпоративного управління

Нині особливого значення набуває необхідність оцінки інформаційної прозорості корпоративного управління. Інформація про ефективність і якість корпоративного управління товариства – найважливіший механізм контролю за діяльністю його виконавчих органів і захисту прав та інтересів акціонерів. Існуючі емпіричні дослідження можна розділити на дві групи: перша група присвячена перевірці впливу інформаційної прозорості й відкритості корпорацій на їх результативність; друга група досліджує чинники, що впливають на рівень інформаційної прозорості корпорації. Для перевірки впливу інформаційної прозорості на показники їх діяльності важливим є визначення того, яким чином вимірювати ступінь інформаційної прозорості корпорації. Як правило, в зарубіжних дослідженнях методика передбачає побудову одного чи декількох індексів розкриття інформації (Disclosure Index).

Доступу до регулярної, надійної й порівнянної звітної інформації, окрім акціонерів, потребують потенційні інвестори, постачальники, споживачі, профспілки, ділові партнери, місцеві органи влади, персонал тощо. Але ця інформація не повинна ставити під загрозу економічну безпеку корпорації, тому багато країн застосовують так звану „концепцію істотності інформації”. Під „істотною інформацією” розуміють „інформацію, включену у звіт, що охоплює теми й показники, які відображають вплив корпорації на економіку, навколишнє середовище й соціум або можуть вплинути на оцінки й рішення зацікавлених сторін”. Тобто, істотною вважається інформація, ненадання чи викривлення якої може здійснювати вплив на рішення її користувачів.

На підставі вищевикладеного в таблиці 6.1 представлена характеристика „істотної інформації”.

Разом з тим, важливим є не тільки кількість інформації й регулярних звітів, але також і якість наданої інформації. Інформація про структуру й результати діяльності корпорації, як правило, надається у вигляді звітів. Організація Global Reporting Initiative розробила посібник зі звітності у сфері стійкого розвитку, де представила принципи звітності:

відкритість – повне розкриття процесів, процедур; залучення зацікавлених сторін у процес підготовки звітності з метою зосередження уваги на важливих питаннях;

верифікованість – можливість зовнішнім аудиторам і внутрішнім структурам організації здійснювати оцінку вірогідності інформації;

повнота – надання інформації відповідно до заявлених меж й часових контурів звіту;

істотність – ступінь важливості, що привласнюється певному аспекту, показнику або фрагменту інформації, відповідно до якого інформація включається у звіт;

Характеристика „істотної інформації”

Вид інформації	Сутність інформації
Фінансова звітність	фінансові звіти, що показують фінансові результати діяльності й фінансовий стан корпорації (баланс, звіт про прибутки й збитки, звіт про рух грошових коштів і примітки до фінансових звітів);
Дивідендна політика	порядок визначення частини прибутку, що направляється на виплату дивідендів, умови виплати дивідендів, їхній мінімальний розмір за акціями різних категорій (типів), критерії, якими керується наглядова рада при прийнятті рішень про виплату дивідендів, визначенні розміру дивідендів, порядок виплати дивідендів (у тому числі строки, місце й форма їхньої виплати);
Винагороди	про винагороду членів наглядової ради та виконавчих органів
Про структуру власності	інформація про великих акціонерів і інші особи, які контролюють або можуть контролювати компанію, включаючи інформацію про спеціальні права голосу, угоди між акціонерами щодо володіння контрольними або великими пакетами акцій, значних перехресних володіннях акціями й взаємними гарантіями
Про структуру управління	інформація про членів органів управління, їхній досвід і кваліфікацію, а також можливість виникнення в них конфліктів інтересів, про їх винагороду
Про діяльність корпорації	про політику у сфері ділової етики, навколишнього середовища й інших зобов'язань у контурі публічної політики, для оцінки взаємин між корпорацією і громадою і т.д.; про прогнозовані суттєві чинники ризику; про реєстраторів; про реструктуризацію; про участь підприємства в корпоративних конфліктах

точність – можливість прийняття рішень користувачами інформації з високим ступенем упевненості;

об'єктивність – відсутність упередженості, забезпечення збалансованої картини результативності корпорації;

порівнянність – послідовність у визначенні меж і сфери охоплення звітів, наявність пояснень щодо внесених змін, можливість підтвердження раніше повідомленої інформації;

ясність – надання інформації в доступному для сприйняття зацікавленими сторонами вигляді, з необхідним рівнем деталізації;

своєчасність – періодичність публікації, що відповідає вимогам користувачів і характеру самої інформації.

Річний звіт є головним документом і основним обов'язком ради директорів, що полягає в оцінці діяльності акціонерного товариства. Достовірність даних, що містяться в річному звіті товариства, річної бухгалтерської звітності, повинна бути підтверджена ревізійною комісією (ревізором товариства). Перед опублікуванням товариством зазначених документів товариство зобов'язане залучити для щорічної перевірки і підтвердження річної фінансової звітності аудитора, не пов'язаного майновими інтересами з товариством чи його акціонерами. Річний звіт товариства підлягає попередньому затвердженню Радою директорів (наглядовою радою) товариства,

а в разі відсутності в товаристві ради директорів (наглядової ради) – особою, що здійснює функції одноосібного виконавчого органу, не пізніше ніж за 30 днів до дати проведення річних загальних зборів акціонерів. Структура річного звіту англо-американської моделі корпоративного управління представлена в таблиці 6.2.

Таблиця 6.2

Структура щорічного звіту

Розділ	Зміст розділу
Звернення президента або генерального директора до акціонерів та інвесторів	У ньому наводиться офіційна точка зору керівництва на фінансовий і загальний стан, напрями та перспективи розвитку, головні орієнтири в досягненні успіху компанії
Інформація за основними напрямками діяльності та розвитку	Видається повна інформація, що характеризує види діяльності, види продукції, регіональні філії тощо (у т. ч. і економічна). Достовірність даних повинна бути підтверджена ревізором
Філософія чи основні принципи роботи	Місія, цілі та критерії досягнення цілей, принципи управління, колективні цінності, соціальні пільги та гарантії що, покладені в основу корпоративної філософії етичних норм, ділових відносин, мають загально значимий характер
Стратегічні напрями розвитку на наступний рік та перспективу	Плани диверсифікації в інші види діяльності, освоєння нових регіонів і видів продукції, зміни технологій, об'єднання з партнерами, реорганізації діючих структур
Дискусія менеджменту щодо результатів фінансового року	Оцінка вкладу кожного напрямку діяльності в підсумкові показники компанії. Об'єктивні причини, що вплинули на формування підсумкових показників
Висновки незалежного аудитора	Підтвердження достовірності даних, що містяться у звітах, та інших фінансових документах; інформація про факти порушення встановленого правовими актами порядку ведення бухгалтерського обліку та подання фінансової звітності, а також правових актів при здійсненні господарської діяльності
Консолідований баланс	Коментарі щодо основних статей
Характеристика вищого менеджменту	Перелік усіх органів управління із зазначенням посадових осіб
Корпоративна поведінка	Містить інформацію про те, яким принципам і рекомендаціям Кодексу слідує товариство, в тому числі про наявність у складі ради директорів (наглядової ради) незалежних директорів, про комітети ради директорів, про систему контролю за господарською діяльністю АТ
Інформація для акціонерів та інвесторів	Містить відомості про дату, час і місце проведення зборів за підсумками роботи за рік, місце отримання додаткової інформації, умови ознайомлення з бухгалтерсько-фінансовою інформацією, необхідні адреси, контакти, відомості

Вимоги до змісту і форми цього документа відрізняються в окремих країнах, але ключовим моментом є результати щорічної аудиторської перевірки рахунків організації, яку проводять зовнішні аудитори. Згідно законодавства всі акціонерні товариства повинні публікувати річні звіти в друкованих виданнях та розміщувати на інтернет-сайтах.

Необхідність складання консолідованої звітності з'являється при створенні інтегрованої корпоративної структури, учасники якої зв'язані один з одним взаємною участю в капіталі або іншим способом. Наявність консолідованої звітності дозволяє підвищити фінансову й соціально-економічну керованість корпоративної структури, мати об'єктивну картину діяльності в цілому.

Сутність консолідованої звітності корпорації проявляється в тому, що вона не є звітністю юридично самостійного господарюючого суб'єкта й має явно виражену аналітичну спрямованість. Ціль консолідації звітності – одержати загальну картину про діяльність господарюючих суб'єктів у контурі їх об'єднання.

У процесі консолідації виключаються будь-які внутрішньо групові господарські операції, демонструються лише активи й пасиви, доходи й видатки від операцій із третіми особами.

Інформація фінансово-економічного характеру необхідна:

з метою визначення ролі й місця корпорації в економічному розвитку держави й регіону, зокрема – виявлення ступені збігу інтересів державних, місцевих органів управління й корпорації в реалізації економічних програм розвитку;

для внутрішнього використання корпорацією з метою вироблення загальної ефективної корпоративної стратегії розвитку, підвищення керованості її учасниками, проведення скоординованої фінансово-економічної політики;

для інформування широкої громадськості потенційних інвесторів, про діяльність даної корпорації, що дозволяє їм судити про ресурси, час, ризики, пов'язані з очікуваними доходами, а також про активи корпорації, її зобов'язання, склад коштів і джерел, причини їх змін.

Таким чином, консолідована фінансова звітність містить інформацію, що характеризує діяльність групи господарюючих суб'єктів, що діють у контурі єдиної економічної стратегії. Для зручності формування й наступного аналізу фінансової звітності корпорації за кордоном була розроблена й складена система стандартів бухгалтерського обліку й фінансової звітності.

Вона називається Міжнародними стандартами фінансової звітності (МСФО), метою яких є структуризація фінансової звітності, яка дозволяла б порівнювати документацію різних компаній. Вимоги до консолідованої звітності, відповідні до міжнародних стандартів фінансової звітності (МСФО), представлені в табл. 6.3. Корпорація повинна показати у звітності: фінансовий стан на кінець періоду; потоки коштів за період; доходи за період; внески власників і виплати власникам за період.

Управління вартістю починається з розробки системи показників, що забезпечують вичерпну інформацію про результати роботи корпорації. Усі фінансові чинники вартості націлені на стратегічну ефективність корпорації й умовно діляться на групи показників, що відображають: ефективність операційної, інвестиційної, фінансової діяльності.

**Вимоги до консолідованої звітності АТ
(за Міжнародними стандартами фінансової звітності (МСФО))**

Вимоги	Сутність
Періодичність звітності	Фінансові звіти повинні готуватися періодично, через рівні проміжки часу
Повнота охоплення	У свої фінансові документи корпорація повинна включати всі видатки, здійснення яких було необхідно для одержання доходів, зазначених у звітності
Консерватизм	У ситуації, коли невизначеність виміру породжує рівноймовірнісні обсяги прибутку, корпорація повинна повідомляти у звіті найменшу цифру. При цьому корпорація повинна прагнути передбачити всі видатки й не повідомляти про доходи без ретельного обґрунтування
Ясність	Інформація, що включається у звіт, повинна бути викладена на такому рівні, щоб її міг сприйняти читач із середнім рівнем розуміння проблем бізнесу
Істотність	Звіти повинні містити інформацію, істотну для прийняття рішень і орієнтовану на користувачів
Надійність	Надана інформація повинна бути повною й достовірною
Спадкостійкість	Корпорація повинна прагнути використовувати порівнянні методи фінансових розрахунків так, щоб забезпечувалася можливість порівняння звітних даних за різні періоди часу

У світовій практиці часто використовують показники, засновані на економічному прибутку й визначенні інтегральної ефективності технологічного ланцюжка.

Автор концепції економічної доданої вартості (табл. 6.4) Стюарт визначає даний показник як добуток інвестиційного капіталу й різниці між чистим операційним прибутком після оподаткування й витратами.

Таблиця 6.4

Оцінка вартості корпорації по Стюарту

Показник	Формула розрахунку	Умовні позначки
Економічна додана вартість (Стюарт), грн.	$EVA = [NOPAT - WACC] * NA$	EVA – показник економічної доданої вартості; NOPAT – чистий операційний прибуток після оподаткування; WACC – середньозважена вартість капіталу; NA – інвестиційний капітал

Інтегральна ефективність діяльності технологічного ланцюжка корпорації дорівнює частці від розподілу сукупного чистого прибутку на сукупні активи й визначається формулою, представленою в табл. 6.5.

Оцінка вартості корпорації за ефективністю технологічного ланцюжка

Показник	Формула розрахунку	Умовні позначення
Інтегральна ефективність технологічного ланцюжка, %	$E_i = \text{ЧП}_i / \text{ВА}_i$ $\text{ЧП}_\text{ц} = \sum_{i=1}^n \text{ЧП}_i$ $\text{ВА}_\text{ц} = \sum_{i=1}^n \text{ВА}_i$	<p>ЧП_ц – сукупний чистий прибуток технологічного ланцюжка;</p> <p>ВА – усього активів товариств технологічного ланцюжка.</p> <p>ЧП_i – чистий прибуток i-го товариства;</p> <p>ВА_i – усього активів i-го товариства</p>

Дані показники дозволяють оцінити реальний економічний прибуток при необхідній ставці прибутковості, яку акціонери й кредитори змогли б одержати, вклавши свої кошти в цінні папери з таким же рівнем ризику.

6.2. Механізми корпоративного контролю

Визначаючи контроль як частину процесу управління, що є невід’ємною частиною управлінської діяльності, М. Мескон, М. Альберт та Ф. Хедоурі, характеризують його як засіб, за допомогою якого керівництво корпорації визначає правильність рішень, що приймаються, та необхідність коригуючих дій для досягнення цілей організації.

Головною причиною, яка викликає необхідність здійснення контролю, виступає потреба у визначенні спрямованості дій виконавців при реалізації будь-яких рішень на всіх управлінських рівнях корпорації, оскільки здебільшого прийняття рішень здійснюється одними особами, а їх реалізація – іншими. Крім того, в процесі реалізації управлінських рішень відбуваються зміни внутрішнього та зовнішнього середовища корпорації, що також вимагає коригуючих дій. Таким чином, для того, щоб правильно та своєчасно відреагувати на можливі зміни та відхилення при реалізації всіх функцій корпоративного управління, використовують контроль, який виступає як спосіб оцінки впливу на корпорацію змін внутрішнього та зовнішнього середовищ. Такий підхід при здійсненні контролю характерний для реактивного управління. Контроль також може слугувати основним важелем при попереджувальному управлінні. В цьому разі контроль розглядається як засіб попередження можливості виникнення проблем у корпорації.

Зміна власників, як правило, супроводжується зміною керівництва корпорації (генерального та фінансового директорів, керівника служби безпеки, керівників служб з маркетингу, виробництва, постачання тощо), тобто на ключові позиції у корпорації призначаються „представники” власника.

Представниками власника виступають особи, які володіють певною довірою власника, але не мають відповідного рівня підготовки та досвіду ведення бізнесу у конкретній сфері діяльності.

Люди, яких призначають на ключові посади, можуть не відповідати крім всього і очікуванням власників бізнесу. Вони можуть почати працювати „на себе”, опинитись під тиском або впливом сторонніх, допускати грубих помилок з наслідками, які будуть незворотними. Результати такої „діяльності” можуть коливатись від втрати прибутковості та ринкових сегментів до втрати корпорації.

Часто бувають випадки, коли довірена особа власника, користуючись власним баченням перспектив розвитку бізнесу, вкладає кошти у неперспективні види діяльності, обмежує вплив фахівців у процесі стратегічного та поточного планування, маючи обмежені знання щодо специфіки галузі, створює умови для відтоку кваліфікованого персоналу та керівників вищого і середнього управлінського рівня з корпорації.

Інколи виникає ситуація, коли власник залишає на ключових посадах керівників, які працювали раніше, без суттєвого обмеження повноважень. В цій ситуації часто виникає проблема нерозуміння керівників, що із категорії власників вони перейшли у категорію топ-менеджменту, що передбачає зміну у співвідношенні повноваження-відповідальність. Ця категорія керівників також важко контролюється, оскільки знань галузевих особливостей у них більше, ніж у нових власників бізнесу. Унеможливити розвиток подій таким чином можливо за допомогою створення системи управління, яка максимально не буде залежати від особистих якостей того чи іншого менеджера.

Корпоративний контроль – специфічна форма контролю в корпораціях, він охоплює не тільки внутрішні управлінські взаємовідносини, а й зовнішні.

Важливо зазначити, що акціонери, кредитори, громадськість, державні органи не управляють акціонерним товариством у загальноприйнятому сенсі (виробництвом, збутом, персоналом), а впливають на нього переважно за рахунок тих елементів, що є об’єктами їхніх інтересів. Функції управління планування, організацію, мотивацію, контроль та координацію здійснюють менеджери.

Контроль, що здійснюється за господарським товариством власниками, керівництвом та державними органами, має на меті надання надійної інформації зацікавленим особам (акціонерам, керівництву, інвесторам, працівникам, суспільству) та забезпечення захисту і збереження цінних ресурсів, і особливо вкладеного капіталу. Контроль здійснюється системою, яка за умови належного функціонування включає правовий режим, прийняття управлінських рішень, права власників, надійну фінансову звітність та корпоративну культуру.

Фактично систему корпоративного контролю можна також розглядати як систему „стримувань і противаг”, яка необхідна для забезпечення консолідованої функціонально управлінської конфігурації корпорації, коли дотримується принцип інституційного розподілу та функціональної взаємодії гілок влади. Ефективна система стримувань і противаг, що визначає повноваження кожного учасника корпоративних взаємовідносин, рівність їх прав є складовою частиною корпоративного управління і побудована на загальних принципах розкриття інформації, підзвітності керівництва, розподілу обов’язків і належного внутрішнього контролю.

Система корпоративного контролю це складова система корпоративного управління, призначена для збалансування інтересів учасників корпоративних взаємовідносин у процесі їх участі в корпоративній діяльності, основними підсистемами якої виступають системи зовнішнього та внутрішнього контролю, включаючи підзвітність та комунікації.

Завдання системи корпоративного контролю полягає у виявленні відхилень від чинних законів, стандартів, а також порушень принципів корпоративного управління, а отже законності, ефективності, доцільності та економності управління ресурсами, і у приведенні системи корпоративного управління до функціонування у потрібному руслі.

За джерелами корпоративного контролю виділяємо чотири типи контролю: контроль, що впливає із володіння правом власності; контроль, що впливає із володіння правом на користування власністю; контроль, що впливає із володіння владою; контроль, що впливає із володіння можливістю здійснення влади.

Зовнішня підсистема корпоративного контролю включає:

систему регулятивних органів, повноваження та обов'язки яких, критерії взаємовідносин з учасниками ринку чітко визначені, як і забезпечено прозорість ієрархії взаємовідносин між ними;

систему детальних стандартів діяльності учасників, прав інвесторів, корпоративної практики;

широку диверсифіковану систему санкцій, що можуть застосовуватися до порушників чинного законодавства, стандартів корпоративної поведінки, балансу інтересів зацікавлених у діяльності товариства осіб;

систему розкриття інформації (або забезпечення прозорості діяльності компанії) в інтересах зацікавлених у діяльності товариства осіб.

Внутрішня підсистема корпоративного контролю включає систему раціонального розподілу влади і відповідальності (обов'язків та підзвітності) та систему належного внутрішнього контролю.

Система внутрішнього контролю в корпорації включає: структуру управління, яка сприяє обміну інформацією і певній колегіальності під час прийняття рішень, щоб уникнути зайвої концентрації влади, що може підвищити ризик зловживань або шахрайства; порядок виявлення конфлікту інтересів, який стосується керівників або інших посадових осіб компанії; порядок, який забезпечує керівництву ефективний контроль за діяльністю компанії; наявність кваліфікованих внутрішніх ревізорів і контролерів, які відповідають за перевірку дотримання встановленого внутрішнього розпорядку, а також контроль над всіма аспектами дотримання нормативних актів, належної професійної поведінки та сумлінної ділової практики; участь незалежних зовнішніх аудиторів, які беруть на себе аудиторську перевірку звітності компанії, аналіз і підтвердження якості фінансових систем і процедур компанії.

Однією із проблем, які значною мірою впливають на діяльність корпорацій, виступають можливості власників та вищого керівництва компаній реально контролювати діяльність товариства.

Так, наприклад, типова холдингова структура має чотири управлінських рівня власники – корпоративний центр – керуюча компанія галузевого бізнесу – галузеві підприємства. Такий підхід до створення організаційної структури вимагає формалізації управлінських зв'язків при створенні трьох систем управління – на рівні корпоративного центру, керуючої компанії та підприємства. Формалізація управлінських зв'язків у цьому разі потребує формування чітко визначеного вертикального підпорядкування та визначення повноважень і відповідальності на управлінських рівнях корпоративний центр → керуюча компанія, керуюча компанія → підприємство.

Формалізація зв'язків дозволить здійснювати контроль, за допомогою якого можна охарактеризувати якість управління, прийняття та реалізацію управлінських рішень, визначити проблеми, скоригувати дії та попередити виникнення кризових ситуацій на кожному із рівнів управління. Здійснення контролю може відбуватись на принципах централізованого та децентралізованого підходів. Характеризуючи централізований та децентралізований контроль, слід зазначити, що централізований контроль – це цілеспрямована діяльність спеціалізованих контрольних служб, яка заснована на використанні суворих правил, інструкцій, жорстких нормативів. Його особливістю є послідовний, спрямований на суб'єкт вплив „зверху донизу”; здебільшого здійснення такого контролю характеризується закритістю інформації.

Децентралізований контроль ґрунтується на соціальних нормах, цінностях, традиціях, корпоративній культурі. Значною мірою він зорієнтований на самоконтроль та внутрішній груповий контроль, що здійснюється на засадах соціальної взаємодії. Йому властива прозорість інформації щодо цілей, засобів, термінів проведення контролю. Не менш важливою його особливістю є також забезпечення двостороннього впливу.

Формалізація всіх процедур управління, застосування типових процедур та структур управління на всіх галузевих підприємствах холдингу дозволить здійснювати ефективний централізований контроль з боку власників та керуючих структур. Водночас слід відмітити, що повний (тотальний) контроль обмежує діяльність менеджерів, що може стати причиною зниження ефективності корпорації. Для забезпечення балансу між контролем та самостійністю у прийнятті управлінських рішень, необхідно виокремити площини діяльності, які підлягатимуть централізованому контролю. Насамперед це фінансові потоки, питання організаційного розвитку, стратегічні перспективи та юридичні питання. Основними методами контролю мають бути попереджувальні дії. Вони забезпечать мінімальні відхилення результатів діяльності від визначених параметрів. В той же час, коли необхідно використовувати реактивне управління, можна говорити про те, що існує два основних підходи до реакції на виявлені відхилення:

повернення до вихідних параметрів, закладених при плануванні, шляхом залучення додаткових ресурсів;

зміна запланованих параметрів на більш реальні в умовах, що змінились.

Результатами застосування такого контролю в корпораціях можуть стати зміна підходів до управління, підсилення формалізації зв'язків, зміна менеджменту. Контроль виступає чинником, який забезпечує дотримання напряму руху організації щодо попередньо визначеного. Застосування контролю дозволяє зменшувати комерційний та фінансовий ризик в діяльності організації, уникати кризових явищ та передбачувати можливі варіанти впливу на організацію при несприятливих зовнішніх умовах або при їх зміні, а також при порушенні внутрішніх стандартів. Контроль дозволяє одержати об'єктивну інформацію щодо стану організації, можливостей організаційного розвитку, дій окремих виконавців. Значну роль при здійсненні контролю відіграють інформаційні потоки, які при цьому формуються. Це інформаційні потоки між учасниками процесу контролю: суб'єктами та об'єктом процесу контролю.

За результатами проведеного контролю можна визначити наступні напрями дій тих, хто був ініціатором здійснення контролю: підтримка обраного напряму та дій об'єкту контролю, розробка заходів щодо зміни напряму дій об'єкта контролю та зміна стандартів, за якими здійснюється контроль. Підтримка обраного напряму та дій об'єкту контролю означає, що контроль не визначив відхилень між стандартами та існуючим станом об'єкту контролю.

У разі визначення відхилень, які можуть бути виправлені шляхом розроблення заходів щодо покращення ситуації, визначаються терміни, виконавці та ресурси, які для цього потрібні та приймаються відповідні рішення. Але при цьому обов'язково з'ясовується доцільність впровадження таких заходів. Якщо ж досягнення визначених стандартів не можливе за будь-яких причин, здійснюють коригування стандартів, тобто повертаються до попереднього контролю. Для кожної функціональної площини мають бути розроблені стандарти, які унеможливлуватимуть зловживання та забезпечать критерії ефективного розвитку організації. Загальними підходами до здійснення попереднього контролю в корпораціях мають стати:

обов'язковість варіантного планування з метою врахування можливого впливу негативних тенденцій розвитку ринку товару, цінової політики постачальників сировини, зміни рівня мінімальної заробітної плати та зміни засад державного регулювання;

обмеження суми договорів, які директори підприємств можуть укласти без узгодження із керівництвом холдингу або власником. При цьому необхідно обмежувати як суму по конкретній угоді, так і загальну суму, на яку директор може підписати угоди за певний період часу;

введення процедури захисту річних бюджетів та інвестиційних проектів для забезпечення обґрунтованості рішень, що приймаються;

формалізація документообігу всіх галузевих підприємств, та керуючої організації.

Такі дії дадуть можливість контролю над грошовими потоками, інноваційною та інвестиційною діяльністю корпорації.

6.3. Корпоративна культура

Поняття культура вперше запропонував римський оратор Марк Тулій Цицерон для визначення філософії, як „культури розуму”. Термін „культура” походить від латинського „cultura”, що в перекладі означає догляд, освіта, виховання, розвиток. У давньому Римі воно вживалося в значенні „обробіток землі для забезпечення її родючості”.

Важливо також відмітити, що існує тісний етимологічний зв'язок між поняттям культури і поняттям культу. Останній у перекладі з латинської „colere” – теж означає вирощувати, обробляти, планувати або „cultus” – вирощування, оброблення, планування, догляд.

Корпоративна культура належить до складних матеріально-духовних феноменів, системних за своєю суттю. Тому розглядати її треба всесторонньо, із позицій різних сфер знання. Як і будь-яка культура, корпоративна культура формується і сприймається людською свідомістю, впливає на поведінку людини й спосіб її почувань та думання. Через це, обмежуватися організаційно-економічними чи технічно-функціональними підходами замало. Раціонально – прагматичний підхід передбачає вияв корпоративної культури через артефакти: формально-ієрархічна структура організації, системи управління, лідерства й мотивації, поведінка персоналу, стиль спілкування, взаємозв'язок із зовнішнім середовищем, тощо. Феноменологічний підхід представляє корпоративну культуру як суть організації (а не атрибут) і фактор, який забезпечує умови узгодженого сприйняття реальності й групової поведінки.

Рівні корпоративної культури представлено на рис. 6.1.

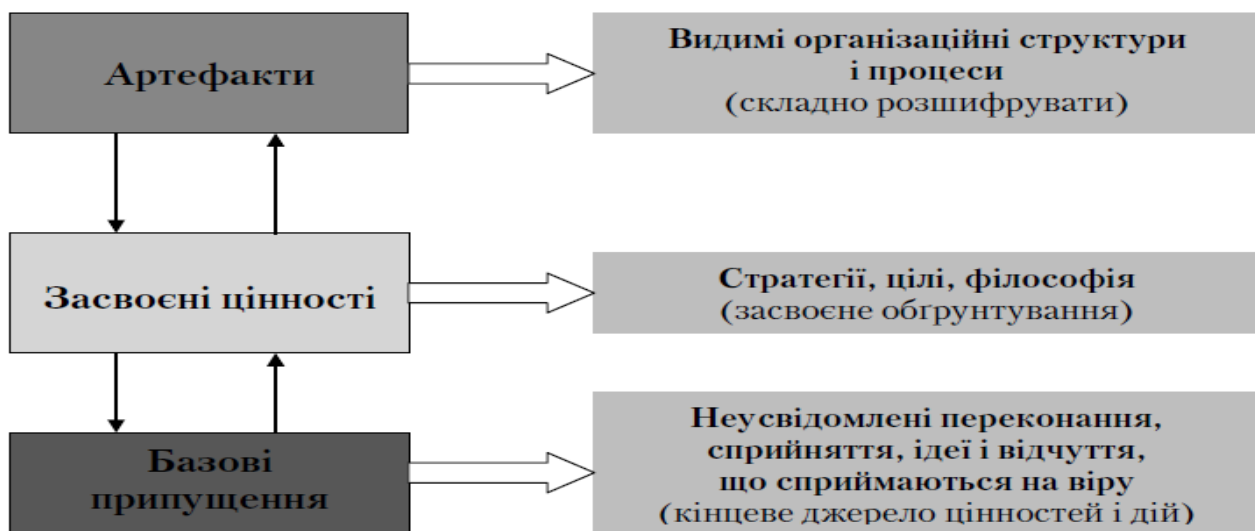


Рис. 6.1. Рівні корпоративної культури

Більшість авторів у своїх визначеннях називають в якості компоненту корпоративної культури цінності організації, тому можна стверджувати, що саме цінності є стрижнем корпоративної культури. Корпоративна культура є найяскравішим виявом єдиної культури товариства, яка поєднує різні типи людей (акціонери, менеджери, виробничий персонал).

Корпоративна культура є субкультурою у контурі національної культури, оскільки має свою усталену систему цінностей, які приймають носії національної культури, тому вона підвладна закономірностям, властивих для культури в цілому.

Корпоративну культуру можна розглядати як своєрідну ідеологію управління, націлену на підвищення ділової активності підприємства. Ідеологія управління проявляється в місії та цілях організації і впливає на: взаємовідносини працівників із корпорацією; основні принципи діяльності працівників та корпорації загалом; відносини корпорації до ділових партнерів, конкурентів, споживачів; позиціонування щодо суспільства; загальні світоглядні позиції.

Корпоративна культура тісно взаємопов'язана із діловою етикою, філософією бізнесу, організаційною поведінкою. Корпоративна етика – це сукупність етичних правил, що містяться в документах, прийнятих добровільно представниками будь-якої професії, галузі, громадського об'єднання й обов'язкові для виконання особами, що є членами об'єднання, що прийняла цей документ. Крім офіційної чи корпоративної етики існують взаємини, не врегульовані будь-якими правилами, крім вимог загального виховання й внутрішньої інтелігентності людини. Предметом корпоративної культури є формування характеру гармонійних взаємовідносин як всередині товариства, так із зовнішнім середовищем, а також формування основних цінностей товариства. Корпоративну культуру можна відобразити як єдність трьох її нерозривно пов'язаних аспектів: процесуальний, що характеризує спосіб функціонування і життєдіяльності її організаційних ланок; предметний, що відображає результат (продукт) цієї діяльності, „генетичний”, який є джерелом корпоративних змін.

Корпоративна культура вважається продуктом взаємодії:

внутрішнього середовища: корпорації як формальної організації, що має свою загальну мету існування; окремих індивідуалів, учасників корпорації, наділених власними індивідуальними потребами та інтересами; колективу в цілому й окремих суспільних груп, які сформувались в межах корпорації;

зовнішнього середовища, що диктує свої вимоги до функціонування корпорації.

Корпоративна культура є частиною культурного середовища відповідного суспільства, здатною формувати специфічний культурний простір тієї корпорації, у контурі якої існує. Підсумовуючи, зазначаємо, що: корпоративна культура є інструментом управління, зі своєю специфікою, за допомогою якого можна створити ефективну корпорацію.

Корпоративна культура одночасно є психологічним активом корпорації, який стимулює зростання її фінансових активів. Корпоративна культура є об'єктом управління, що займає своє вагоме місце в системі управління.

Основні завдання корпоративної культури:

1) Створення сприятливого соціально-психологічного клімату в колективі корпорації.

2) Створення належної філософії корпорації, яка зможе збалансувати вимоги внутрішнього і зовнішнього середовища. Чітка корпоративна філософія

повинна містити: стислий опис цілей, стратегій, пріоритетних цінностей організації (місія), визначення соціальної відповідальності; пріоритетність мети; чеснот, знання; прозорість у відносинах на всіх рівнях.

3) Системна мотивація працівників корпорації до ефективної ділової активності.

4) Формування усвідомленого ставлення кожного працівника до своєї ролі й місця в суспільстві.

5) Формування типу відносин як усередині корпорації, так і поза її межами, побудованих на етичних засадах, моральних принципах і високій відповідальності.

Ознаки корпоративної культури, які допомагають зрозуміти її сутність:

1) Усезагальність – полягає в тому, що корпоративна культура охоплює всі види дій корпорації: управлінських, виробничих, технологічних, процедурних, структурних.

2) Неформальність – вона не має офіційного й законодавчого врегулювання; не підлягає суворому нормотворенню, отже складно піддається оцінці за допомогою тільки кількісних параметрів.

3) Стійкість, що пов'язує із традиційністю, яка властива культурі в цілому, оскільки пройшовши певний процес становлення, корпоративна культура породжує традиції, сталі для певного періоду життєвого циклу корпорації.

Корпоративна культура є продуктом взаємозв'язку зовнішнього і внутрішнього середовища корпорації, тому будь – який їх вплив визначатиме подальший розвиток культури корпорації. Для того, щоб виробити базові положення корпоративної культури і запропонувати практичні рекомендації для ефективного процесу її створення та подальшого розвитку, необхідно відстежувати всі чинники формування корпоративної культури.

Такими чинниками є:

1) Чинники сучасного стану суспільного розвитку: глобалізація, інтелектуалізація праці, соціалізація, яка проявляється через концепції людського капіталу, сталого розвитку та інші.

2) Економічні процеси.

3) Політичні процеси.

4) Інноваційні процеси.

5) Екологічний стан.

6) Посилення культурологічних тенденцій у суспільстві в цілому і економіці зокрема.

7) Внутрішній стан корпорації.

У процесі еволюції відбувається зміна впливу чинників і переосмислення культури: ігнорування, критика чи сприйняття, тобто чинники можуть стимулювати або гальмувати розвиток культури чи окремих її компонентів.

Принципи формування корпоративної культури, забезпечують цілеспрямований напрямок їх розвитку. До основних принципів корпоративної культури належать такі:

принцип усезагальності відображає ступінь поширення корпоративної культури у межах корпорації та її сприйняття персоналом;

принцип апріорності підтверджує те, що елементи корпоративної культури (цінності, мета, настанови) не повинні бути доказовими;

принцип прозорості заперечує будь-які подвійні стандарти і тлумачення правила і норми поведінки мають бути загальновідомі й обов'язкові для всіх;

принцип системності передбачає, що корпоративна культура повинна ґрунтуватися на системі законів, традиціях національної культури і, одночасно, відповідати специфіці діяльності корпорації та новим викликам часу.

Корпоративна культура – це завжди система. Певною мірою, вона ґрунтується на сукупності логічних рівнянь, які дають змогу вибудувати місію корпорації. Тільки рух відбувається не знизу догори, а у зворотному порядку. Залежно від мети корпорації формуються елементи корпоративної культури, якими традиційно вважають: місію; систему свят, ритуалів, церемоній; взаємовідносини між людьми; базові цінності й етичні норми (кодекс честі); стандарти якості; можливості корпорації; систему мотивування персоналу; артефакти (логотипи, бланки, візитки, колір стін, фірмовий одяг тощо).

Щоб управління корпоративною культурою було результативним, необхідні наступні умови: відповідний рівень якісного розвитку корпорації; усвідомлення керівництвом необхідності управління корпоративною культурою як мотиваційним фактором діяльності товариства і підвищення його конкурентоспроможності; наявність відповідних спеціалістів, ентузіастів.

Вагоме значення у становленні та розвитку корпоративної культури має організаційна культура. В корпоративній практиці спостерігається застосування різних типів організаційних культур. Розглянемо деякі з них, так Дж. Сонefeld виділяє наступні типи організаційної культури.

Культура „Бейсбольна команда” формується в умовах, коли зовнішнє середовище вимагає швидкого зворотного зв'язку та прийняття рішень, пов'язаних з високим ступенем ризику. Вона характерна для корпорацій, які працюють в динамічних галузях, що характеризуються значним ризиком. Майбутнє таких корпорацій визначається ступенем новизни продукту чи проекту, тому цінується талант, новаторство, креативне мислення.

Культура „Клубна” характеризується вірністю та приналежністю працівників до групи, від яких очікується поступовий повільний прогрес. На кожному рівні ієрархії працівники протягом тривалого періоду часу набираються досвіду та знань. Така культура сприяє розвитку гнучкості всередині організації, проте в очах оточуючих вона закрита, інертна до змін. Стимулювання має внутрішній характер.

Культура „Академія” полягає в спеціалізації працівника, що викликає в нього відчуття впевненості в своїй необхідності для корпорації, проте така культура обмежує розвиток персоналу та взаємозв'язок між підрозділами організації. Цей тип культури ефективний в стабільному середовищі. Основою для винагороди є сумлінна праця та професіоналізм, інноваційність не стимулюється.

Культура „Фортеця” зазвичай виникає в кризовій для організації ситуації, коли мова йде про її виживання. Ця культура не може гарантувати працівникам збереження робочих місць чи професійне зростання в умовах пристосування до мінливого зовнішнього середовища, тому вона небезпечна для співробітників, але відкриває великі перспективи для впевнених менеджерів, оскільки працівники, які досягли успіху в таких умовах, мають можливість стати відомими особистостями в своїй галузі.

На відміну від цього підходу, Р. Акофф досліджував культуру через призму відносин влади в групі чи організації, виділивши два параметри: ступінь залучення працівників до постановки цілей та до вибору засобів для їх досягнення. На основі порівняння цих параметрів він виділив чотири типи організаційної культури:

корпоративна культура, яка характеризується низьким ступенем залучення працівників до постановки цілей та до вибору засобів для їх досягнення (це традиційно керована корпорація з централізованою структурою);

консультативна культура, яка характеризується високим ступенем залучення працівників до постановки цілей та низьким ступенем залучення працівників до вибору засобів для їх досягнення (характерна для соціальних інституцій – лікувальні та навчальні заклади);

партизанська культура, яка характеризується низьким ступенем залучення працівників до постановки цілей та високим ступенем залучення працівників до вибору засобів для їх досягнення (прикладом цього типу культури є творчі спілки, кооперативи, клуби та інші заклади культури);

підприємницька культура, яка характеризується високим ступенем залучення працівників до постановки цілей та до вибору засобів для їх досягнення.

Т. Ділом та А.Кеннеді у книзі „Корпоративні культури. Звичаї і церемоніали корпоративного життя” стверджують, що існує стільки ж різноманітних типів культури, скільки й корпорацій. Для типології культури за параметри вони обрали рівень ризику та швидкість отримання зворотного зв'язку. Відповідно за цими критеріями і виділяють такі види організаційної культури:

спекулятивна культура – культура високого ризику та швидкого зворотного зв'язку, ця культура є живильним середовищем для субкультури ділової людини (робота в команді неважлива, ігнорується цінність співробітництва, заохочується суперництво);

культура торгівлі – культура низького ризику та швидкого зворотного зв'язку (недоліком такої культури є домінування кількості над якістю, висока плинність кадрів, бажання тимчасового, але швидкого успіху, поширена командна робота);

інвестиційна (інноваційна) культура – культура високого ризику та повільного зворотного зв'язку з явно вираженою орієнтацією на майбутнє; велике значення має досвід, хоча й нові ідеї не відкидаються (прикладом є фінансові, нафтові, інвестиційні компанії);

адміністративна культура (процесуальна) – культура низького ризику та низького зворотного зв'язку, основна увага звертається на процес і процедури, а не на результат (прикладом цього типу культури є банки, страхові компанії, державні і комунальні підприємства).

М. Бурке (Франція) в основу своєї класифікації поклав змінні параметри, а саме: взаємодія із зовнішнім середовищем; величина і структура корпорації; мотивація персоналу. Відповідно до перелічених параметрів він виділяє наступні типи організаційної культури:

культура „Оранжерея” – бюрократична система, яка байдужа до змін зовнішнього середовища, із дуже слабкою мотивацією персоналу (характерна для державних організацій, спрямована на збереження діючого стану);

культура „Збирачі колосків” – взаємодія з внутрішнім середовищем носить випадковий характер (вона характерна для малих та середніх корпорацій і характеризується слабкою мотивацією персоналу, оскільки, як правило, ці товариства перебувають у скрутному становищі);

культура „Город” – прагне до збереження домінуючих позицій на традиційному ринку; структура пірамідальна; мотивація низька (це типова для французьких товариств модель культури);

культура „Французький сад” – прагне до збереження домінуючих позицій на традиційному ринку (характерна для великих корпорацій, де до людей ставляться як до гвинтиків, необхідних для функціонування системи, прикладом може бути відома фірма IBM);

культура „Великі плантації” – постійно пристосовується до змін зовнішнього середовища (це переважно великі корпорації з 3-4-х ієрархічними рівнями і високою мотивацією, характерною ознакою є гнучкість персоналу, яка заохочується);

культура „Ліана” – характеризується орієнтацією кожного працівника на вимоги ринку, мінімальною кількістю керівників, високою мотивацією персоналу, високою відповідальністю на всіх рівнях;

культура „Косяк риб” – для неї характерна висока орієнтація на зміни ринку, гнучкість, маневреність; структура і поведінка корпорації змінюється залежно від змін ринку; високий рівень мотивації (передбачає особливі вимоги до інтелектуальної гнучкості персоналу);

культура „Кочівна орхідея” – характеризується тим, що вичерпавши можливості одного ринку, переходять до іншого (це переважно неформальна корпорація, структура якої постійно змінюється, а мотивація персоналу відносно низька, мета цього типу культури – запропонувати єдиний у своєму роді товар).

РОЗДІЛ 7

ТАКТИЧНЕ І СТРАТЕГІЧНЕ УПРАВЛІННЯ КОРПОРАЦІЯМИ

7.1. Сутність і специфіка стратегічного і тактичного управління корпораціями

Згідно з теорією менеджменту стратегія (від гр. *stratēgia* – *stratos* – військо + *ago* – веду) – це детальний, усебічний комплексний план, спрямований на втілення місії організації. Місія (лат. *missio* – призначення, відповідальне, завдання) держави зумовлена самою її сутністю, чітко визначеною метою її існування.

Термін „стратегія” прийшов у сферу бізнесу з військової термінології, де він означав щось інше як план перемоги над ворогом. У бізнесі таким „ворогом” є конкурент і якщо компанія хоче одержати над ним перемогу в плані завоювання більшої частки ринку й одержання більшого прибутку, то вона змушена розробляти стратегію свого розвитку.

Стратегічні рішення є довгостроковими і передбачають досить тривалий період для їх виконання та дії.

На противагу цьому, тактичні рішення пов’язані зі структуруванням ресурсів корпорації й спрямовані на збільшення потенціалу їх використання. Вони стосуються двох проблем: забезпечення ресурсами (пошук джерел сировини, підбір та навчання персоналу, залучення інвестицій, придбання обладнання); розподіл та використання ресурсів (побудова інформаційних та виробничих потоків, розміщення обладнання, розподіл повноважень та обов’язків персоналу). Оперативні рішення – це тип (вид) управлінських рішень, спрямованих на забезпечення життєдіяльності корпорації у короткостроковому часі.

Тобто, тактичні та оперативні управлінські рішення, на відміну від стратегічних, пов’язані з окремою сферою діяльності корпорації (розширення каналів збуту продукції, регулювання тривалості робочого тижня тощо). За тривалістю вони є коротко-або (дуже рідко) середньостроковими, за критерієм зворотності – відносно легко й швидко переорієнтовані і носять однопрофільний характер.

При прийнятті тактичних та оперативних рішень, як правило, основною змінною є час, протягом якого топ-менеджменту корпорації слід проаналізувати ситуацію й прийняти правильне рішення.

У зв’язку з вищевикладеним виникає питання про критерії і віднесення того чи іншого рішення до числа стратегічних. Американські спеціалісти у сфері управління У. Кінг і Д. Кліланд вважають стратегічними такі рішення, які: безпосередньо пов’язані з глобальними цілями корпорації; орієнтовані на майбутнє корпорації; зазнають істотного впливу з боку багатьох неконтрольованих зовнішніх чинників.

Стратегічні рішення характеризуються такими особливостями:

відображають точку зору керівництва на те, що являє собою корпорація і що належить до сфери її діяльності;

забезпечують взаємодію корпорації із зовнішнім середовищем;
беруть до уваги власні ресурси корпорації з метою забезпечення відповідності між внутрішніми ресурсами та її діловою активністю;
враховують зміни в системі роботи корпорації;
є дуже складними й приймаються в умовах невизначеності, тобто базуються на недостатній кількості інформації;
потребують всебічного підходу до управління корпорацією;
враховують тривалу перспективу та мають довгострокове значення;
базуються на інтересах зацікавлених осіб всередині корпорації;
впливають на ресурсну базу корпорації та спричиняють організаційні рішення більш низького рівня.

Суть стратегічного управління полягає в формуванні уяви про ринок та вироблення загального уявлення про перспективи корпорації на цьому ринку. Формування такого уявлення базується не стільки на аналізі достовірної інформації про ринок, скільки на обґрунтуванні допустимих гіпотез. Використання гіпотез замість достовірної та релевантної інформації для визначення перспективних напрямків діяльності корпорації диктується тим, що стратегічне управління здійснюється в умовах невизначеності про стан та зміни чинників ринку.

Стратегічне управління орієнтує діяльність корпорації на пошук та проведення змін споживачів та їх запитів.

При цьому ключовими задачами корпорації слід вважати:

удосконалення продукту чи підвищення якості послуги;

розробка нових виробів чи послуг;

робота зі споживачами;

надання споживачам нових видів послуг та удосконалення існуючих.

Але не кожна корпорація користується у своїй діяльності обґрунтованими цілями та стратегіями, що є особливо необхідним для корпорацій – як правило, великих, багаторівневих, а значить – інерційних систем. Відсутність цілей та стратегій пояснюється як об'єктивними так і суб'єктивними причинами:

недооцінка необхідності цільової спрямованості управління, місця та ролі мети як системоутворюючого, мотиваційного, планово-контрольного елементу тощо;

складність процесу цілевстановлення та цілереалізації;

небажання брати на себе відповідальність за наслідки досягнення чи недосягнення мети;

страх помилитися та втратити авторитет серед партнерів і підлеглих, оскільки через відсутність цілей, які мають суб'єктивний вираз, можна „списати” всі недоліки на об'єктивні чинники;

відсутність знань і здібностей для встановлення цілей, а також відсутність у системі мотивації засад, які б сприяли усуненню цих недоліків;

небажання проявляти свої наміри (а у цілях та стратегіях вони – наочні), схильність до „ручного управління” – ознаки тінізації бізнесу.

Специфіка процесів стратегічного управління проявляється в умовах прийняття рішень. До них належать:

управлінські рішення, що приймаються менеджерами мають дуже важливе значення для життєдіяльності корпорації, тому на менеджерів покладається велика відповідальність за майбутню долю корпорації;

управлінські рішення приймаються на основі гіпотез про майбутні можливості корпорації, які можуть бути при відповідних (гіпотетичних) змінах в зовнішньому середовищі;

управлінські рішення мають особливу складність в процесі аналізу та вибору альтернативних стратегій діяльності корпорації. Така складність є наслідком невизначеності умов та можливостей при яких приймається рішення;

управлінські рішення стратегічного характеру мають підвищений ризик, тому їх обґрунтування та реалізація потребують великих витрат часу, праці та коштів.

Можна виділити етапи, що визначають характер процесів стратегічного рівня, їх умовно можна розділити таким чином:

етап визначення мети та цілей діяльності корпорації;

етап аналізу та формування потенціалу корпорації;

етап розробки стратегій діяльності корпорації;

етап формування та забезпечення функціонування механізму реалізації стратегій.

Схематична модель стратегії та тактики розвитку корпорації проілюстрована на рис. 7.1.



Рис. 7.1. Схематична модель стратегії та тактики розвитку корпорації

До принципів стратегічного управління належать: пріоритетності; спадковості; коригування; концентрації зусиль; балансу ризиків; співставлення; синергізму.

7.2. Формування портфеля стратегій розвитку корпорації (стратегічний набір)

Вихідною ідеєю, що відображає сутність концепції стратегічного управління, є ідея необхідності врахування взаємозв'язку та взаємовпливу зовнішнього та внутрішнього середовища при визначенні мети та цілей корпорації. Стратегії в цьому випадку виступають як інструменти досягнення цілей, а для реалізації стратегій необхідно, щоб корпорація функціонувала у стратегічному режимі. Стратегічне управління виокремлює наступні види управлінської діяльності:

- розподіл ресурсів;
- адаптація до зовнішнього середовища;
- внутрішня координація;
- організаційне стратегічне передбачення.

Формалізація стратегічного управління на рівні корпорації полягає у наступному:

- визначенні необхідних параметрів для вимірювання планових показників організаційної стратегії;
- побудові причинно-наслідкових зв'язків між стратегічними задачами окремих функціональних площин;
- визначенні критеріїв виконання поставлених задач;
- визначенні цільових значень показників;
- розробці планів стратегічних ініціатив, спрямованих на досягнення цільових значень показників;
- визначенні співробітників, які відповідають за досягнення цільових показників.

Концептуальна схема формування портфеля стратегій розвитку корпорації (стратегічний набір) представлена на рис. 7.2.



Рис. 7.2. Концептуальна схема формування портфеля стратегій розвитку корпорації (стратегічний набір)

В корпоративній стратегії повинні бути відображені:
освоєння та закріплення позицій в нових галузях;
підвищення продуктивності всіх підрозділів;
перетворення елементів між організаційної відповідності в конкурентну перевагу;

визначення інвестиційних пріоритетів та перерозподіл ресурсів на користь найбільш перспективних галузей та підрозділів.

Корпоративна стратегія формує мету компанії, лінію її поведінки на ринку, перелік заходів для реалізації своїх цілей. Положення компанії на ринку визначається тим, чи уміє вона щось робити краще своїх конкурентів. А щоб правильно оцінити це потрібно ретельно проаналізувати ситуацію на ринку, сильні і слабкі сторони компанії з погляду стану її техніки і технології, забезпеченості людськими і фінансовими ресурсами. Таким чином, стратегічний набір корпорації стосується практично всіх сторін її діяльності.

Формування свого стратегічного набору у корпорації звичайно починають з формулювання місії компанії. Формулювання місії повинне бути лаконічним, яскравим, легко сприйманим і по можливості містити в собі наступні моменти:

коло потреб, що задовольняються;

характеристику продукції або послуг компанії і її конкурентних переваг;
перспективи росту бізнесу.

Другим кроком у розробці корпоративного портфелю стратегій є формулювання філософії компанії.

Варто підкреслити, що на відміну від місії, філософія компанії концентрує увагу не на споживачах, а на принципах своєї діяльності, що дозволяють реалізувати визначену місію. До числа таких принципів можна віднести:

обов'язкову оцінку всіх наявних у компанії можливостей;

відповідність стратегії можливостям компанії;

винятковість (індивідуальність, неповторність) стратегії компанії, здатну дати несподіваний результат, відкрити нові можливості;

виправданість ризику при реалізації стратегії (тобто адекватність ризику можливим результатам);

узгодження стратегії компанії з інтересами її працівників.

Формулювання цілей компанії – це процес деталізації її місії і філософії. Найважливішими цілями при цьому можуть бути:

1. Місце (ранг), займане компанією серед конкурентів за обсягом виробництва, продажів, одержуваного прибутку, розмірові капіталізації.

2. Рівень інноваційного та інвестиційного розвитку компанії.

3. Рівень якості продукції або послуг.

4. Ступінь диверсифікованості діяльності.

5. Можливість цінової конкуренції.

6. Можливість технологічного лідерства.

7. Рівень дивідендів.

8. Рівень сервісного обслуговування споживачів.

9. Інші цілі.

Зазначені цілі (а крім них можуть бути ще цілі суспільного і соціального характеру) охоплюють наступні основні сфери:

положення корпорації на ринку (завоювання лідерства або збільшення своєї частки у визначеному сегменті ринку);

інновації й інвестиції (організація виробництва нових виробів, освоєння нових технологій і нових способів організації виробництва, підвищення якості продукції);

технічний рівень виробництва (продуктивність виробничих процесів, їх диверсифікованість і матеріаломісткість, якість продукції);

управління персоналом (продуктивність праці, умови, мотивація й оплата праці);

прибутковість діяльності (розмір прибутку, рівень рентабельності, ліквідності, платоспроможності);

рівень ефективності та якості управління компанії (підвищення рівня освіти і кваліфікації менеджерів і фахівців);

соціальна відповідальність (формування сприятливого іміджу компанії за рахунок внеску в розвиток загально визнаних цілей: охорона навколишнього середовища, допомога незаможним, підтримка науки, культури, спорту тощо).

7.3. Рейдерство та механізми захисту від ворожих поглинань

Залежно від форми проведення поглинання можна класифікувати на дружні та ворожі. Дружні поглинання, на відміну від ворожих, передбачають згоду менеджменту цільового акціонерного товариства на проведення угоди.

У міжнародній практиці ворожих поглинань виділяється три основні інструменти, якими можуть скористатись акціонерні товариства у боротьбі за контроль над діяльністю інших товариств (рис. 7.3):

тендерська пропозиція (tender offer);

боротьба за представництво (proxy fight);

скупка акцій на ринку цінних паперів (open market purchases).

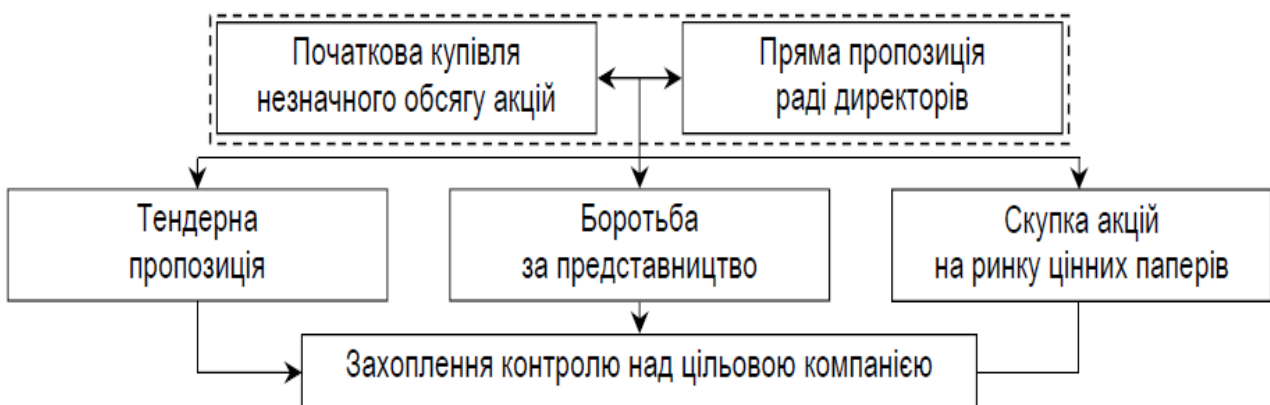


Рис. 7.3. Механізм ворожого поглинання

Але перед тим як безпосередньо використовувати ці інструменти, товариство-поглинач має провести деякі підготовчі заходи, що передбачають початкову купівлю незначного обсягу акцій товариства, що поглинається, та пряму пропозицію раді директорів щодо передачі контролю над їх підприємством.

Здійснюючи купівлю акцій, компанія-поглинач позиціонується як акціонер цільового товариства, що дозволяє їй:

- вносити пропозиції для голосування на загальних зборах акціонерів та висувати своїх кандидатів до складу ради директорів;
- ініціювати позачергові загальні збори акціонерів;
- отримувати доступ до інформації про склад акціонерів та діяльність акціонерного товариства.

Крім того, придбання незначного пакета акцій може приводити до виникнення економії на витрати поглинання для рейдера. Це пов'язано з реакцією фінансового ринку на інформацію про очікуване поглинання: як правило, курс акцій цільового товариства зростає, оскільки очікуються значні компенсаційні виплати власникам таких акцій. Відповідно, незначні обсяги операцій з купівлі акцій утримують ціну акцій цільового підприємства на низькому рівні, що зменшує витрати товариства-поглинача для їх придбання.

Пряма пропозиція раді директорів цільового акціонерного товариства є формою безпосереднього психологічного тиску на менеджмент такого підприємства, отримала в міжнародній практиці назву „ведмежі обійми” (bear hug). Даний інструмент є найменш витратною тактикою поглинання, проте у випадку активного опору менеджменту має низьку ефективність.

Тендерна пропозиція являє собою пряму пропозицію акціонерам цільового товариства щодо продажу їх акцій. Згідно з міжнародною практикою пропозиція є тендерною, якщо задовольняє такі умови:

- пропозиція має публічний характер і спрямована на всіх акціонерів цільового товариства;
- передбачається купівля контрольного пакета акцій;
- пропозиція про купівлю передбачає виплату премії понад ринкову ціну акцій цільового товариства;
- умови пропозиції є фіксованими, а не договірними;
- пропозиція містить умову стосовно мінімально необхідного обсягу акцій для укладання угоди;
- встановлено обмеження терміну дії пропозиції щодо купівлі акцій;
- існує певний тиск на акціонерів, що спонукає їх до продажу акцій.

Тендерну пропозицію зазвичай використовують, якщо існує впевненість у негативній реакції менеджменту підприємства на його поглинання. Вона є найбільш витратним інструментом поглинання, але досить ефективним, якщо враховувати очікувані синергетичні ефекти від поглинання.

Фінансові можливості, законодавчі обмеження та інші фактори зумовлюють можливості акціонерного товариства-рейдера щодо формування тендерної пропозиції різних видів, форм та типів (табл. 7.1).

Класифікація тендерних пропозицій при ворожих поглинаннях

Класифікаційна ознака	Характеристика видів, типів та форм
За кількістю акцій, які передбачається купити	<ul style="list-style-type: none"> • часткова пропозиція (<i>partial offer</i>), в якій покупець заздалегідь вказує передбачений максимальний розмір пакета акцій для купівлі; • повна пропозиція (<i>any-or-all offer</i>), за якою покупець готовий придбати всі запропоновані акції
Залежно від форми оплати	<ul style="list-style-type: none"> • оплачувана повністю грошовими коштами (<i>all-cash offer</i>); • що передбачає оплату цінними паперами або комбінацією цінних паперів та грошових коштів
За ціною оплати пакетів акцій	<ul style="list-style-type: none"> • з повним викупом усіх акцій за єдиною ціною; • з "двохшаровим" (<i>two-tiered</i>) викупом, за яким початково встановлений пакет акцій, що дозволяє отримати ефективний контроль, оплачується за однією ціною, а викуп залишку акцій – за іншою, як правило, меншою ціною
За кількістю запропонованих акцій для викупу	<ul style="list-style-type: none"> • відклична пропозиція, за якою у випадку, якщо для викупу не буде запропоновано контрольний пакет акцій, тендерна пропозиція анулюється; • безвідклична пропозиція, за якою поглинач купує всі акції, незалежно від того, чи буде достатньо їх загального обсягу для отримання контрольного пакета акцій

Боротьба за представництво – це тактика поглинання, в якій акціонер чи група акціонерів намагаються за допомогою механізму голосування змістити менеджмент цільового товариства, обрати своїх керуючих і в такий спосіб захопити контроль.

У формуванні системи захисту акціонерного товариства від ворожих поглинань важливе значення має активне використання попереджувальних захисних заходів (*preventative antitakeover measures*), які застосовуються до виникнення безпосередньої загрози поглинання. У міжнародній практиці їх часто називають „репелентами акули” (*shark repellents*), оскільки вони покликані „відлякати” потенційних рейдерів.

Передусім, ефективний захист від рейдерів передбачає постійний аналіз і моніторинг зміни структури та складу акціонерів. Крім того, як попереджувальні заходи можна застосовувати:

випуск цінних паперів (так званих „отруйних пігулок” (*poison pills*), що надають акціонерам особливі права у випадку настання певної події (*triggering event*), наприклад, тендерної пропозиції на купівлю 30 та більше відсотків акцій;

внесення змін до статуту товариства (*corporate charter amendments*);

„золоті парашути” (*golden parachutes*) – спеціальні компенсаційні угоди, що укладаються товариством зі своїм менеджментом, покликані підвищити рівень матеріального заохочення менеджерів у протидії рейдерству.

У міжнародній практиці основними формами „отруйних пігулок” є випуск: конвертованих привілейованих акцій; опціонів; облігацій з пут-опціоном.

Найбільш типовими захисними положеннями, що передбачаються в статутних документах акціонерних товариств у міжнародній практиці, є:

створення так званої „розподіленої” ради директорів (staggered board), що передбачає поділ ради директорів на групи і неможливість заміни на щорічних зборах акціонерів складу більше, ніж однієї групи менеджерів товариства вищої ланки;

умова „зверхбільшості”, яка передбачає, що для укладання угоди про злиття необхідна згода акціонерів, що перевищує просту більшість, якщо таке злиття не погоджено радою директорів;

подвійна капіталізація, яка передбачає наявність в обігу кількох типів простих акцій товариства з різною кількістю голосів, що припадає на одну акцію.

Слід зауважити, що законодавство України забороняє вітчизняним товариствам використовувати згадані вище захисні положення статуту.

Аналіз міжнародної практики дозволяє виділити вісім основних способів активного захисту від ворожих поглинань, що використовуються безпосередньо в процесі боротьби з рейдерами:

„гринмейл” (greenmail) та „угода про бездіяльність” (standstill agreement) – викуп цільовим товариством власних акцій у рейдера з певною премією та закріплення в угоді зобов’язання рейдера не купувати акції товариства протягом певного періоду часу;

рекапіталізація (recapitalization) – активне залучення позикових джерел з метою змінити структуру капіталу товариства, знизити його інвестиційну привабливість через втрату фінансової стійкості;

запрошення так званого „білого лицаря” (white knight) або „білого сквайра” (white squire) – продаж акцій товариства іншій компанії-поглиначу, що є більш прийнятним власником для менеджменту;

реструктуризація активів – продаж активів, які сформували привабливість товариства як об’єкта поглинання, або купівля активів, що істотно погіршують таку привабливість (наприклад, об’єднання зі збитковим бізнесом);

викуп акцій в акціонерів, які бажають їх продати рейдерам;

захист Пек-Мена (Pac-Man defense) – надання акціонерам рейдера прямої тендерної пропозиції про купівлю його акцій;

судові позови.

РОЗДІЛ 8 ОЦІНЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ТА ЯКОСТІ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ

8.1. Оцінка ефективності механізмів корпоративного управління

Термін „ефект” (у перекладі з латинської – „дія”, „результат”) означає результат, який досягається внаслідок зміни діями зовнішніх або внутрішніх, або і зовнішніх, і внутрішніх, факторів щодо певного об’єкта. Шляхом проведення математичної аналогії, ефект визначається як приріст (дельта) певної змінної, яка визначається як різниця між попереднім і наступним значенням останньої, та може бути як додатним, так і від’ємним або взагалі нульовим. Відповідно до цього, позитивні зміни спричиняють позитивний ефект, деструктивні – негативний, а відсутність змін – нульовий.

Більшість економістів розуміє ефективність як відношення результату (ефекту) до витрат:

Ефективне корпоративне управління стає вирішальним фактором успішної роботи компаній в умовах ринку. Для багатьох компаній, фінансових інститутів, бірж і урядів ця вимога ринку є на сьогодні ключовою. Без ефективного системи, що визначає взаємини ради директорів, виконавчого органу та акціонерів, розвиток українських компаній та економіки в цілому буде постійно стримуватися нестачею капіталу.

Процес формування системи ефективного корпоративного управління в Україні є надзвичайно складним, комплексним і враховує багато факторів як на макро- так і на мікрорівнях національних економік країн. Етапи формування системи ефективного корпоративного управління представлено на рис. 8.1. Автори журналу Corporate Governance вважають, що існують наступні етапи створення системи ефективного корпоративного управління, а саме:

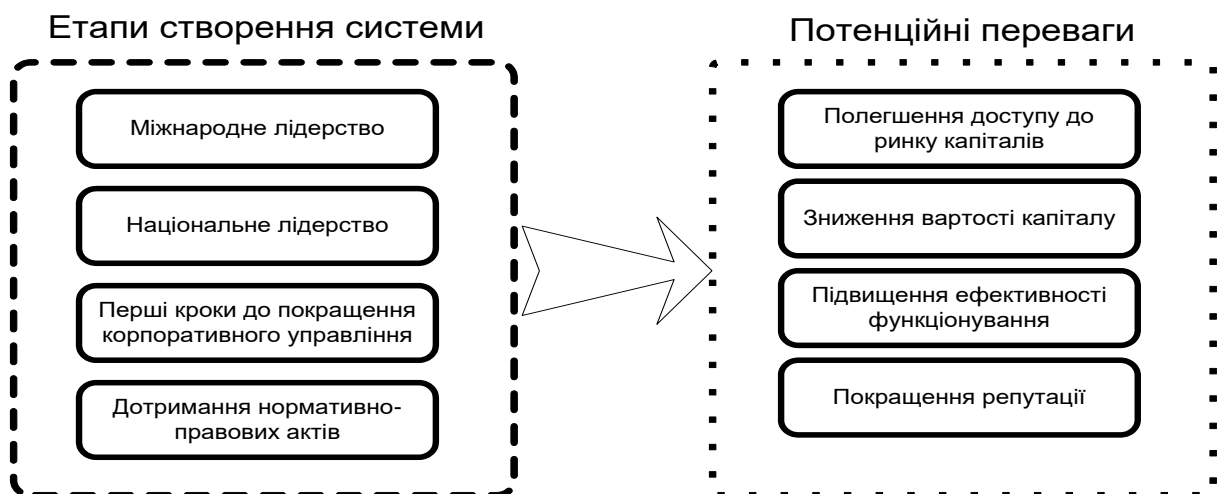


Рис. 8.1. Етапи формування системи ефективного корпоративного управління

Ефективність корпоративного управління визначають як результат поєднання чотирьох чинників, які застосовують відповідно до національної або регіональної специфіки: особливості національного законодавства, тип власності, органи управління, суспільний тиск. Вивчаючи їх, можна досягнути глибшого розуміння національного регуляторного середовища, з яким взаємодіють корпорації.

Виділяють три основні групи показників, які є необхідними та достатніми при оцінці ефективності корпоративного управління:

1. Показники, що відображають ступінь дотримання в компанії принципів корпоративного управління.

2. Показники, що характеризують результати господарської діяльності компанії.

3. Показники, що відображають ризики корпоративного управління.

Ефективне корпоративне управління, що забезпечує дотримання законодавства, стандартів, правил, прав і обов'язків, дозволяє компаніям уникнути витрат, пов'язаних з судовими процесами, позовами акціонерів і іншими господарськими суперечками. Крім того, поліпшується врегулювання корпоративних конфліктів між міноритарними і контролюючими акціонерами, між менеджерами і акціонерами, а також між акціонерами і зацікавленими особами. Нарешті, виконавчі посадовці дістають можливість уникнути жорстких штрафних санкцій і позбавлення волі.

Основні показники, пов'язані з функціонуванням АТ представлені в таблиці 8.1.

Таблиця 8.1

Показники економічної діяльності АТ

Показник	Формула	Умовні позначення
Прибуток на одну акцію (ПА)	$ПА = НП / ОА$	НП – чистий прибуток ОА – число звичайних акцій
Дивіденди на одну акцію (ТАК)	$ТАК = \sum ДОА / ОА$	$\sum ДОА$ – планова сума дивідендів
Коефіцієнт покриття дивідендів (Кпд)	$Кпд = ПА / ТАК$	ПА – прибуток на одну акцію ТАК – дивіденди на одну акцію
Коефіцієнт виплати дивідендів (Квд)	$Квд = (ТАК / ПА) * 100$	ПА – прибуток на одну акцію. ТАК – дивіденди на одну акцію
Повна прибутковість акцій (ПДА)	$ПДА = (ПА / РКА) * 100$	РКА – ринковий курс акцій. ПА – прибуток на одну акцію
Поточна прибутковість акцій (ТДА)	$ТДА = (ТАК / РКА) * 100$	ТАК – дивіденди на одну акцію РКА – ринковий курс акцій
Мультиплікатор курсу (МК)	$МК = РКА / ПА$	РКА – ринковий курс акцій ПА – прибуток на одну акцію
Кратне балансової вартості акції (КБС)	$КБС = РК / САК$	РК – ринкова капіталізація АК – (власний) акціонерний капітал
Ринкова вартість акції (РСА)	$РСА = ОА * РКА$	ОА – число звичайних акцій РКА – ринковий курс акцій

Вартість ПАТ визначається на фондовому ринку. Навіть вартість тих компаній, чії акції не котируються, також в значній мірі залежать від цього

ринку. Прибуток на одну акцію (ПА). Оскільки в черзі на одержання частини прибутку акціонери отримують останніми, прибуток, що враховується в даному показнику, то він береться після того, як усі попередні „черговики” одержали свої частки. У першу чергу, це кредитори (%) і фіскальні органи влади (податки). Тому даний коефіцієнт не слід застосовувати для порівняння двох компаній, тому що кожна з них вибирає власну стратегію управління кількістю акцій, звертаються серед власників.

Дивіденди на одну акцію (ТАК). Акціонери при виплаті їм дивідендів одержують тільки частину чистого прибутку. Залишок призначений для розширення масштабів бізнесу й інших завдань. Якщо розмір запланованих дивідендів перевищує обсяг залишку, дивіденди виплачуються з перерозподіленого прибутку за минулі роки. Тому більше 50 % доходів, які акціонер може одержати, припадає на приріст капіталу, а не на дивіденди. Однак приріст капіталу залежить від ринкового курсу акції, який коливається, часом, дуже сильно. Фактичний приріст капіталу в значній мірі залежить від часу покупки акціонером акцій і їх продажу.

Повна й поточна прибутковість акцій. Орієнтуючись на даний коефіцієнт, інвестор ухвалює рішення, куди вкладати кошти: в акції, державні цінні папери або в нерухомість. Коефіцієнт показує, окупність інвестицій що спрямовані на придбання акції.

Виділяють два напрямки економічної оцінки діяльності АТ: прибутковість акціонерного капіталу (АК) і рентабельність АК. Дохід акціонерів складається із суми отриманих їм дивідендів за час володіння акціями й збільшення ринкового курсу акції за зазначений період. Для одних інвесторів важливіше друга складова. Для інших, до яких відносяться не тільки фізичні і юридичні особи, але й такі фінансові інститути, як пенсійні фонди, яким кошти постійно необхідні для забезпечення поточної діяльності, на перше місце виходить розмір дивідендів, тобто частина виплат від акцій, які виплачуються періодично. Рішення про виплату (оголошення) дивідендів товариство має право ухвалювати за результатами першого кварталу, півріччя, дев'яти місяців фінансового року й (або) за результатами фінансового року, або може бути прийняте протягом трьох місяців після закінчення відповідного періоду.

Важливу роль в оцінці фінансових результатів організації відіграють показники рентабельності (прибутковості). Група показників, що відображають рентабельність, включає: R продукції; R продажів; R активів; R власного акціонерного капіталу. Особливе місце серед перерахованих вище показників займає рентабельність акціонерного капіталу. Особливість цього показника в тому, що він, по-перше, характеризує ефективність власних коштів, по-друге, ступінь ризику, що відображає ріст рентабельності капіталу (ROE – англ. Return On Equity). Цей показник значно розширює аналітичні можливості корпорації, оскільки з'являється можливість визначити вплив на ROE: рентабельності продажів; оборотності активів; структури капіталу корпорації.

8.2. Напрями підвищення ефективності управління корпораціями

Ефективна організація корпоративного управління сприяє укріпленню довіри до корпорації, полегшує доступ до ринків капіталу, є запорукою довіри акціонерів, інвесторів, кредиторів. Так, при проведенні кредитного аналізу компанією Moody's обов'язково здійснюється оцінка рівня корпоративного управління, оскільки якісний рівень управління та менеджменту є одним із чинників, який визначає кредитоспроможність корпорацій. Ця оцінка здійснюється за визначеними компанією складовими, які найбільшою мірою визначають ефективність та якість корпоративного управління.

Ефективність корпоративного управління для зацікавлених осіб проявляється у наступному:

загальна правова та політична культура (у тому числі враховуються правові та фідучіарні обов'язки керівництва, директорів та мажоритарних акціонерів; надійна і якісно працююча правова система; відповідні закони про банкрутство);

наявність відповідних ринкових механізмів (у тому числі дієва система розкриття інформації і наявності імперативних вимог про надання звітності, а також ефективні механізми регулювання ринку цінних паперів);

наявність правильних структур корпоративного управління в корпорації, а саме, дієздатної спостережної ради.

Основними складовими ефективного управління корпорацією виступають.

Власність. Значним чинником для успіху корпоративного управління є розуміння чіткої структури власності та контролю в корпорації, розуміння інтересів тих осіб, які в кінцевому підсумку володіють контролем над корпорацією та її активами. Це має на увазі: прозорість структури володіння, розуміння потенційних конфліктів між інтересами мажоритарних власників, керівництва та інших акціонерів. Розуміння довгострокових цілей та задач, які визначені для корпорації її власниками, а також найбільш важливі шляхи структурування активів і загальної стратегії.

Якість та достовірність інформації, яка розкривається, у тому числі і в площині фінансової звітності та корпоративного управління. Для визначення якості корпоративного управління важливе значення має надійна та достовірна фінансова інформація. У тому разі, коли відсутня така інформація, або до ступ до неї обмежений, виключається можливість здійснення контролю за якість управління корпорацією. Порівняльний аналіз показників різних корпорацій, які працюють в одній галузі, можливість дослідити динаміку змін є важливими для оцінки якості корпоративного управління. В цьому сенсі важливим може стати розкриття інформації щодо статутних документів, внутрішніх нормативних актів, положення про діяльність ради директорів, вищого керівництва, включаючи біографічні дані членів ради та вищого керівництва. Вивченню підлягають питання нагородження осіб, які входять до ради директорів (у тому числі незалежних директорів), до складу правління, виконавчих органів корпорації, розмір винагороди незалежного аудитора тощо.

Рада директорів або спостережна рада. При вивченні ролі ради директорів або спостережної ради визначається, в чому полягають переваги ради директорів, яка несе відповідальність перед корпорацією (ради директорів або спостережної ради). До уваги приймається ступінь незалежності директорів, професіоналізм зовнішніх директорів, ефективність організаційної структури ради директорів, а також чинники взаємодії між радою директорів та менеджментом корпорації.

Структура управління та можливість передачі повноважень від одних осіб до інших. Ефективність корпоративного управління значною мірою залежить від наявності сильної команди управлінців (вищого керівництва). З точки зору корпоративного управління, необхідно досягнути розуміння того, яким чином розподіляється відповідальність між керівниками вищої ланки. Особлива увага при цьому звертається на наявність «ризиків ключових фігур», які виникають у тому разі, коли добробут корпорації залежить від особистісних якостей однієї особи. Кредитний рейтинг, як правило, підвищується, якщо в корпорації є як індивідуальне, так і групове лідерство, в результаті чого залежність від однієї людини суттєво знижується.

Винагорода менеджменту. Доступність інформації щодо розміру винагороди менеджменту є питанням, яке вирішується по-різному, залежно від політики корпорації. У менеджменту існують широкі повноваження, влада, тому необхідно звернути увагу на те, які мотиваційні чинники здійснюють вплив на їх діяльність.

Аудит і контроль. Важливою сферою в площині корпоративного управління є моніторинг фінансової звітності та контроль. В цьому питанні значну роль відіграє незалежний комітет наглядової ради (ради директорів), якому підзвітні внутрішні та зовнішні аудитори. Довіра до фінансових звітів підвищується у випадку повної незалежності зовнішніх аудиторів, а для крупних корпорацій важливою також є функція внутрішнього аудиту.

Оцінка ризиків та управління. Особливе значення для визначення ефективності корпоративного управління набуває ефективність управління ризиками. В цьому разі необхідно концентрувати увагу на факторах ризику та перспективах росту корпорації.

Корпоративна етика та культура дотримання її принципів топ-менеджерами. Корпоративна культура може здійснювати суттєвий вплив на ефективність корпоративного управління. Найбільший вплив корпоративна культура здійснює на ефективність корпоративного управління, якщо йдеться про корпорацію, чиї активи можна використати за нецільовим призначенням за рахунок можливості зловживань менеджерів службовим становищем.

В таблиці 8.2. представлені типові заходи з підвищення якості та ефективності корпоративного управління в акціонерних товариствах та корпоративних об'єднаннях

Типові заходи з підвищення якості та ефективності корпоративного управління в акціонерних товариствах та корпоративних об'єднаннях

На рівні акціонерного товариства	На рівні корпоративного об'єднання
<p>прийняття внутрішнього корпоративного кодексу поведінки, затвердження та оприлюднення специфічних цінностей компанії стосовно клієнтів, персоналу, акціонерів;</p> <p>побудова системи стратегічного моніторингу середовища АТ;</p> <p>розробка системи стратегій, належне управління „стратегічним набором” АТ на основі впровадження системи стратегічного планування;</p> <p>вдосконалення організаційно-управлінських аспектів взаємодії між органами управління АТ;</p> <p>побудова ефективної системи корпоративного контролю;</p> <p>прийняття вищими органами управління АТ конкретних довгострокових та щорічних цільових програм, стратегічного бюджету та оціночних показників діяльності виконавчих органів (якісних, кількісних, результативності та ефективності);</p> <p>створення ефективної системи розкриття інформації в АТ;</p> <p>забезпечення високого ступеню фінансової та нефінансової заінтересованості топ-менеджерів компаній у дотриманні встановлених законодавством та нормами корпоративної етики правил ведення дорученого їм бізнесу та у досягненні встановлених цільових показників;</p> <p>постійне вдосконалення внутрішніх нормативних документів та корпоративних стандартів, що регламентують діяльність органів управління АТ;</p> <p>реалізація та належне фінансування здійснення функції достовірного обліку (у відповідності до міжнародних стандартів) і ефективного, у тому числі незалежного, контролю за діяльністю менеджерів та визначення її результатів;</p> <p>затвердження порядку оприлюднення конфліктів інтересів в АТ;</p> <p>запровадження посади корпоративного секретаря АТ.</p>	<p>узгодження стратегічних цілей корпорації із цілями членів корпоративного об'єднання, регулювання „стратегічного набору” на різних рівнях корпорації;</p> <p>запровадження чіткого порядку розподілу компетенцій між центральною компанією корпорації та учасниками корпоративного об'єднання;</p> <p>розробка загально-корпоративних перспективних та поточних планів і програм спільної діяльності у сфері реалізації продукції, виробництва, інвестицій та НДДКР;</p> <p>узгодження порядку регулювання питань внутрішньо-корпоративної конкуренції всередині корпоративного об'єднання;</p> <p>підготовка змістовних техніко-економічних обґрунтувань фінансових інвестицій корпорацій, які входять в об'єднання;</p> <p>запровадження регламентів систематичних нарад і консультацій керівників компаній-учасників на базі центральної (материнської) компанії;</p> <p>поширення спільних норм внутрішньо-корпоративної взаємодії, включаючи регулювання системи обміну управлінською інформацією між членами корпоративного об'єднання;</p> <p>розробка спільних програм з підвищення рівня керованості членів об'єднання (включаючи такі аспекти, як взаємна участь у капіталі, угоди про спільну діяльність та положення про представників материнської компанії у радах директорів дочірніх компаній);</p> <p>запровадження системи оцінки існуючих синергій корпоративної взаємодії та їх прогнозування.</p>

8.3. Рейтинги та якість корпоративного управління

Рейтинг корпоративного управління є незалежною оцінкою рейтингового агентства щодо існуючої системи корпоративного управління компанії, її відповідності інтересам фінансово-зацікавлених осіб, передусім, її власників. Рейтинг корпоративного управління дозволяє, з урахуванням національних особливостей, диференціювати компанії залежно від якості корпоративного управління. Єдиної загальноновизнаної методики оцінювання корпоративного управління у світі немає. Рейтингові агентства, що займаються даним питанням, використовують самостійно розрахованими методиками.

Слово „рейтинг” перекладається як „оцінка” й коріннями воно йде до латинського „ratio”, що означає „розум; розрахунок; міркування; відношення”. Це поняття трактують, як „метод оцінки, що забезпечує інвестора простою системою градації, що показує відносну інвестиційну якість облігацій”; „оцінка інвестицій у цінні папери”. Рейтинг корпоративного управління визначають як „комплексну оцінку організації діяльності корпорації за критеріями: чесність, прозорість, підзвітність, відповідальність”.

Під оцінкою розуміють: „категорію, що позначає сам процес і логічно втілений в оціночному судженні наслідок усвідомлення позитивної чи негативної значущості будь-яких явищ природи, витворів праці, форм виробничо-трудової діяльності для задоволення об’єктивно зумовлених потреб, нахилів, цілей конкретно-історичних суб’єктів”; „процедуру визначення ціни, цінності; думка про цінність, рівень чи значення; відмітка за бальною системою”; „визначення того, наскільки корисні для організації та чи інша процедура, напрям діяльності чи подія”. Мета рейтингу корпоративного управління найчастіше складається в порівняльному аналізі поточних стандартів управління щодо існуючих оптимальних моделей, а не конкретних фінансових показників. Нині існує велика кількість методик щодо визначення якості корпоративного управління компаній.

Оцінка рівня корпоративного управління в окремій державі відноситься до групи макроіндикаторів: індикатор корпоративного управління (Leading Corporate Governance Indicators) від Davis Global Advisors, Inc. (LCGI); індекс ризику корпоративного управління (Corporate Governance Risk – CGR) за методикою Кричтон-Міллера (D. Crichton-Miller) і Уормана (P. Worman). Мікроіндикатори – оцінка рівня корпоративного управління в окремій корпорації: рейтинги (інтерактивні та дистанційні) та ренкінги. Дослідження показали існування таких основних рейтингів: індикатор рівня корпоративного управління рейтингового агентства Standard & Poor’s (S&P Corporate Governance Score – CGS); коефіцієнт корпоративного управління (Corporate Governance Quotient – CGQ), запропонований Institutional Shareholder Services (ISS); рейтинг корпоративного управління інвестиційного банку Brunswick UBS Warburg; рейтинг корпоративного управління (DR) консалтингової фірми Deminor (Брюссель); економетрична модель М. Гібсона; інтегральний індекс корпоративного управління Українського інституту розвитку фондового ринку (CGI), що включає індекси рівня: розвитку корпоративного права в країні (CGI-

1), регуляторного впливу уповноважених органів влади на процес корпоративного управління в країні (CGI-2), корпоративного управління в акціонерних товариствах (CGI-3).

Базою для формування методик у більшості випадків є принципи Організації економічного співробітництва та розвитку, а також розробки Всесвітнього банку, принципи Конфедерації асоціацій європейських акціонерів (Євроакціонерів), раціональні ділові норми й корпоративна практика Європейського банку реконструкції та розвитку (ЄБРР), глобальні принципи корпоративного управління Каліфорнійського відкритого пенсійного фонду (CalPRES), принципи діяльності рейтингових агенств, затверджених Технічним Комітетом IOSCO (Міжнародна Організація Регуляторів Ринків Цінних Паперів).

Якість корпоративного управління є лише одним із багатьох факторів, що враховується у процесі присвоєння рейтингів агентства Fitch. Водночас, корпоративне управління також впливає на інші галузі аналізу. Увага приділяється тим характеристикам, які значно відрізняються в той чи інший бік від середнього рівня й можуть впливати на рейтинги (особливо негативно). У ході аналізу агентство Fitch концентрується на оцінці ефективності корпоративного управління емітента з точки зору утримувачів облігацій та інших інвесторів і спирається на ключові принципи корпоративного управління.

Основні складові якісного корпоративного управління звичайно відповідають інтересам всіх зацікавлених осіб. До таких елементів відноситься підзвітність менеджерів, а також система стримування та противаги для підтримки управління на гідному рівні.

Аналіз переважно, зосереджується на п'яти загальних критеріях (але не обмежений ними), які показують, наскільки ефективні механізми контролю, що використовують корпорації для забезпечення якості корпоративного управління: ефективність ради директорів (її взаємодія з менеджментом, досвід її членів та навантаження на члена ради з урахуванням інших професійних зобов'язань); незалежність ради директорів; винагорода менеджменту, що спирається на результати діяльності компанії; угоди із зацікавленими сторонами; якість бухгалтерської звітності та аудиту.

Рейтинг все частіше стає індикатором корпоративного управління для інвесторів, оскільки вони зацікавлені в капіталовкладеннях й потребують інформації про чесність, прозорість, підзвітність й відповідальність в системі корпоративного управління компанії. Якість корпоративного управління компанії стає ключовим чинником при прийнятті інвестиційних рішень. Це призвело до появи різних методик комплексної оцінки корпоративного управління.

Методологія визначення рейтингу ґрунтується на таких основних принципах: якість і чесність рейтингового процесу; незалежність рейтингового агентства й запобігання виникнення конфліктів інтересів; відповідальність рейтингового агентства перед інвесторами й емітентами.

Розгляд наведених методик показав, що вони оцінюють відповідність системи корпоративного управління міжнародним стандартам захисту прав

акціонерів, діяльності наглядової ради та виконавчого органу, інформаційної прозорості, відносин з зацікавленими особами, структури власності.

Крім вищезгаданих можуть становити інтерес наступні індикатори корпоративного управління: CARE-rating від Credit Analysis & Research Limited, Індія; ICRA-rating від ICRA Rating Services, Індія; TRIS-rating від Thai Rating and Information Services Co., Ltd., Таїланд.

Рейтинг корпоративного управління може пересувати в межах від рівня А (найвищий рівень рейтингу) до рівня Е (найнижчий рівень рейтингу). Рейтинги рівнів В, С і D можуть мати проміжні значення рівня (+, без знака) (табл. 8.3).

Таблиця 8.3

Шкала рівнів рейтингу корпоративного управління

Рівень рейтингу	Характеристика рівня рейтингу
A	Корпоративне управління компанії перебуває на дуже високому рівні. Ризики, пов'язані зі станом корпоративного управління в умовах національного ринку, мінімальні. Інтереси власників та інших зацікавлених осіб враховуються в повному обсязі.
B	Корпоративне управління компанії перебуває на високому рівні. Ризики, пов'язані зі станом корпоративного управління в умовах національного ринку, незначні. Інтереси власників і/або інших зацікавлених осіб можуть враховуватися не повністю.
C	Корпоративне управління компанії перебуває на середньому рівні. Ризики, пов'язані зі станом корпоративного управління в умовах національного ринку, помірні. Інтереси власників і/або інших зацікавлених осіб враховуються не повністю.
D	Корпоративне управління компанії перебуває на рівні, нижче середнього. Ризики, пов'язані зі станом корпоративного управління в умовах національного ринку, значні. Інтереси власників і/або інших зацікавлених осіб істотно порушуються.
E	Корпоративне управління компанії перебуває на низькому рівні. Ризики, пов'язані зі станом корпоративного управління в умовах національного ринку, дуже високі. Інтереси власників й інших зацікавлених осіб, зазвичай, не враховуються.

Прогноз рівня рейтингу корпоративного управління (позитивний, стабільний, негативний або в розвитку) є коментарем щодо тенденції його подальшої зміни (можливої, але не обов'язкової) (табл. 8.4). Рівень рейтингу корпоративного управління має обов'язкові позначки „ua” (ознака української національної шкали) і „RCG” (ознака рейтингу корпоративного управління).

Прогноз рівня рейтингу корпоративного управління

Прогноз	Характеристика прогнозу
Стабільний	вказує на відсутність на поточний момент передумов для зміни рейтингу протягом року.
Позитивний	вказує на можливість підвищення рейтингу протягом року при збереженні позитивних тенденцій і нівелюванні поточних ризиків.
Негативний	вказує на можливість зниження рейтингу протягом року при збереженні негативних тенденцій і реалізації поточних ризиків.
У розвитку	вказує на підвищену імовірність зміни рейтингу протягом року в будь-якому напрямку.

Рейтинг корпоративного управління рейтингового агентства Standard & Poor's є класичною рейтинговою оцінкою практики корпоративного управління, цілком якої є порівняльний аналіз поточних стандартів корпоративного управління відносно існуючих еталонних моделей, перед усім моделі корпоративного управління ОЕСР. Користувачами його є фінансово зацікавлені особи, передусім акціонери корпорацій. Визначення рівня корпоративного управління включає аналіз двох компонентів: рейтингу компанії та національного фону.

Процедура присвоєння рейтингу Standard & Poor's передбачає 130 стандартизованих контрольних питань анкети. Отримана з відповідей інформація обробляється й переводиться в числову форму за допомогою низки правил, які є конфіденційними. У процесі присвоєння рейтингу можуть брати участь не лише спеціалісти Standard & Poor's, але й співробітники юридичних фірм, інші спеціалісти в сфері корпоративного управління. Кінцевий рейтинг Standard & Poor's присвоюється рейтинговим комітетом у результаті голосування за спеціально розробленою шкалою, яка є десятибальною (CGS-10 – вищий рівень, CGS-1 – нижчий). Крім того, окремі бали за шкалою від 10 до 1 присвоюються кожному з чотирьох головних компонентів методики рейтингу: структура власності; відносини з фінансово зацікавленими особами; фінансова прозорість й розкриття інформації; структура і методи роботи ради директорів і керівництва корпорації. Аналіз національного фону включає оцінку ефективності правової, нормативної, інформаційної інфраструктури в країні, інфраструктури ринку.

Рейтинг Standard & Poor's має як переваги, так й недоліки. До переваг можна віднести: великий обсяг інформації, що аналізується, глибина відпрацювання методики побудування кінцевого рейтингового значення; безпосередній контакт з компонентами аналізу (інтерв'ю з керівництвом й іншими особами, що беруть участь в процесі управління корпорацією). До недоліків відносять: закритість методики складання рейтингу (вага параметру не

розголошується); відсутність незалежної перевірки інформації, наданої корпораціями, що може призвести до викривлення кінцевого значення рейтингу (під час його присвоєння не проводиться аудит або незалежна перевірка інформації, при виставленні рейтингової оцінки агентство може використовувати інформацію, що не є публічною, однак при цьому існують обмеження щодо використання конфіденційної інформації, отриманої S&P у рамках проведення інших досліджень. Крім того, методика визначення рейтингу, складена відповідно до принципів корпоративного управління ОЕСР, не зовсім адекватно враховує практику бізнесу в країнах з перехідною економікою, зокрема ризики, пов'язані з так званими чорними та сірими схемами корпоративних фінансів, виведенням активів тощо); рейтинг корпоративного управління S&P є комерційним продуктом (компанія, яка бажає одержати такий рейтинг, укладає з агентством угоду щодо надання інформації та оплати послуг з рейтингування; висока вартість послуг (близько 50 тис. доларів); невиконання завдань порівняльного аналізу; відсутність ясних ринкових орієнтирів.

Рейтинг Brunswick UBS Warburg споконвічно призначався для портфельних інвесторів та носить дистанційний характер. При його визначенні Brunswick UBS Warburg використовує винятково публічну інформацію. Оцінки, що привласнюються, не узгоджуються з компаніями, а 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 компанії, що рейтингується, оцінюється за категоріями ризиків шляхом нарахування штрафних балів. Таким чином, чим вище чисельне значення рейтингової оцінки, тим більші ризики Brunswick UBS Warburg зв'язує з даною компанією. При цьому величина ризику може коливатися від 72 балів (найвищий ступінь ризику корпоративного управління) до 0 (ризиків в такому випадку мінімальні). На думку Brunswick UBS Warburg корпорації, що отримали більше 35 штрафних балів, є надзвичайно ризикованими, а підприємства, що отримали менше 17 балів, відносно безпечні. Ризики корпоративного управління Brunswick UBS Warburg ділять на вісім основних категорій: непрозорість (значення параметру – 14); розмивання акціонерного капіталу (13); злиття/реструктуризація (10); банкрутство (12); виведення активів/трансфертне ціноутворення (10); обмеження на купівлю й володіння акціями (3); ініціативи в сфері корпоративного управління (9); ведення реєстрів.

Основними перевагами Рейтингу Brunswick UBS Warburg є:

1. Відкритість методики побудування (кожній категорії відповідає чітко визначений коефіцієнт й вказівки по його застосуванню).
2. Рейтинг дозволяє проводити порівняльний аналіз компаній і визначати ступінь ризикованості вкладення в активи компаній.
3. Рейтинг в більшій мірі, ніж інші рейтингові продукти, відбиває специфічні ризики української моделі корпоративного управління.

4. Рейтинг заснований на більш об'єктивній інформації, методика складання рейтингу не є конфіденційною (на відміну від S&P) і систематично публікується в звітах банку.

Основними недоліками Рейтингу Brunswick UBS Warburg є:

1. Рейтинг Brunswick UBS Warburg привласнюється одним з учасників ринку – особою, що володіє портфелем цінних паперів і тією чи іншою мірою зацікавлена у результатах.

2. Оцінки Brunswick UBS Warburg залишаються дистанційними і виставляються на основі публічної інформації, перевірка якої з урахуванням умов країн з перехідною економікою украй важлива.

3. Рейтинг включає низку спірних параметрів, що відображають зацікавленість тільки іноземних інвесторів (фінансова звітність по US GAAP/IAS, програма АДР, наявність іноземного стратегічного партнера) і не зовсім мають відношення до ефективності та якості корпоративного управління.

Українським інститутом розвитку фондового ринку запропоновано інтегральний індекс корпоративного управління (CGI), що розраховується як сумарний показник індексу рівня розвитку корпоративного права в країні (CGI-1), індексу рівня регуляторного впливу уповноважених органів влади на процес корпоративного управління в країні (CGI-2) та індексу рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах (CGI-3).

Відповідно до принципів, покладених в основу розробки методики обчислення індексу рівня корпоративного управління (CGI), джерелами інформації можуть виступати лише загальнодоступні та оприлюднені документи, факти та цифри.

Методика побудови індексу корпоративного управління розроблена з урахуванням вимог Принципів корпоративного управління Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР), національних Принципів корпоративного управління України, затверджених рішенням Державної комісії з цінних паперів України від 11.12.2003 р. № 571, законодавства країн СНД про акціонерні товариства, Рекомендацій з найкращої практики управління для акціонерних товариств України, схвалених рішенням Державної комісії з цінних паперів України від 02.06.2002 р. № 190.

Значення Інтегрального Індексу корпоративного управління в Україні (CGI) не може перевищувати показника повної відповідності (+1) або бути меншим показника повної невідповідності (-1) діючої в Україні системи корпоративного управління принципам корпоративного управління ОЕСР.

Для визначення якості корпоративного управління важливою є оцінка роботи органів управління акціонерного товариства. Так, значення наглядової ради, як одного з центральних внутрішніх механізмів корпоративного управління, особливо велике в існуючих умовах, коли зовнішні механізми корпоративного управління (фінансові ринки, інститут банкрутств тощо) слаборозвинені чи не достатньо ефективні в контексті задач корпоративного управління й не спроможні скорегувати всі дисбаланси внутрішнього контролю. Таким чином, наглядова рада забезпечує дотримання в корпорації принципів, на яких базується якісне корпоративне управління, а саме: справедливість (захищає,

згідно закону „Про акціонерні товариства”, права акціонерів в проміжках часу між загальними зборами акціонерів, забезпечує рівне відношення до акціонерів, тобто захист прав меншості акціонерів); відповідальність (забезпечує інтереси інших зацікавлених осіб в корпоративному управлінні); підзвітність (контролює діяльність менеджменту корпорації перед акціонерами); прозорість (забезпечує своєчасне надання повної інформації щодо діяльності корпорації та її прозорості). Тому одним із напрямів удосконалення якості корпоративного управління є підвищення ефективності функціонування наглядової ради.

Більша частина досліджень щодо впливу наглядової ради на якість корпоративного управління сфокусована на її структурі та механізмах роботи, а також на контролюючій функції цього органу управління. Тобто увага зосереджується на формальних (кількісних, структурних) аспектах проблеми, оскільки якість корпоративного управління оцінюється на основі відповідності корпорації певному набору вимог, а такі фактори, як індивідуальні якості та компетентність членів наглядової ради, їх здатності взаємодіяти з іншими суб'єктами корпоративного управління та приймати ефективні управлінські рішення, не враховуються.

Можливо, слідством застосування такого механістичного підходу є відсутність єдиної „ідеальної структури наглядової ради” та однозначного доказу впливу її структури на фінансові результати діяльності корпорації. Компетенції наглядової ради здійснюють не менш вагомий вплив на здатність її членів діяти згідно інтересів корпорації та інших учасників корпоративного управління, а також приймати стратегічні рішення.

Труднощі оцінки наглядової ради полягають у наступному: важкість встановлення критеріїв оцінки діяльності, формалізувати результати якої можна лише з великою часткою умовності. Адже наглядова рада – це орган, що здійснює загальне керівництво корпорацією. Вона має справу з такими нематеріальними об'єктами, як захист прав акціонерів, урегулювання корпоративних конфліктів, контроль за роботою виконавчих органів і управління ризиками, розробка стратегії розвитку товариства тощо. Проблемним є питання щодо того, хто повинен оцінювати діяльність наглядової ради. Акціонери побічно можуть дати таку оцінку шляхом переобрання чи дострокового припинення повноважень членів наглядової ради, але такий механізм не забезпечить удосконалення її діяльності. Якщо оцінку проводитиме сама наглядова рада, то виникне питання щодо незалежності та об'єктивності цієї оцінки. Залучення зовнішніх експертів вирішить ці проблеми, але їх послуги є досить коштовними й кількість корпорацій, що зможуть скористатися ними, незначна.

Розглянемо практичні підходи до оцінки складу і якості роботи ради директорів (наглядової ради). У таблиці 8.5 представлено опитування, складене американським професором Салмоном. Тут представлено 22 питання, які, на думку автора, оцінюють виконання основних вимог щодо складу і якості роботи наглядової ради.

Оцінка складу та якості роботи наглядової ради АТ

Питання	Так	Ні
Чи припадає в раді директорів товариства на кожного внутрішнього директора по 3 (або більш) зовнішніх директорів?		
Чи обмежено членство внутрішніх директорів першою посадовою особою товариства, головним оперативним керівником і головним фінансовим керівником?		
Чи є бесіди членів ради з вищими менеджерами, що не входять в його склад, звичайною справою?		
Чи оптимальний склад ради (від 8 до 15 членів)?		
Чи приймає рішення рада (а не менеджмент) відносно вибору аудиторської фірми для проведення перевірки товариства?		
Чи проводить комітет з аудиту регулярний аналіз потенційно небезпечних явищ?		
Чи працюють консультанти по оплаті і преміюванню з комітетом з винагороди, а не з керівництвом служби кадрів?		
Чи проявив комітет з винагороди сміливість, щоб встановити винагороду керівникові товариства залежно від довгострокових результатів його діяльності, навіть якщо це розходиться з поширеною в галузі практикою?		
Чи досить збалансована діяльність виконавчого комітету, щоб запобігти появі директорів „двох сортів”, що володіють більшими і меншими повноваженнями?		
Чи проводять зовнішні члени ради щорічний аналіз планів заміщення вищих управлінських постів?		
Чи проводять зовнішні члени щорічну формалізовану оцінку сильних сторін і недоліків, цілей, особистих планів і результатів роботи першого керівника?		
Чи здійснює номінаційний комітет (а не керівництво) пошук нових членів ради і їх запрошення балотуватися на виборах?		
Чи існує спосіб для зовнішніх членів змінити порядок денний засідання ради, запропонований головою?		
Чи допомагає товариство директорам підготуватися до засідання, заздалегідь представляючи необхідну стандартну інформацію, а також спеціальні матеріали до обговорення?		
Чи достатня тривалість засідань для вдумливого обговорення, а не лише заслуховування виступів керівництва?		
Чи зустрічаються зовнішні члени ради на регулярній основі без менеджерів?		
Чи активно бере участь рада у формулюванні ділової довгострокової стратегії з самого початку планового циклу?		
Чи (фактично, а не лише теоретично) відбирає рада директорів, а не вищий керівник нового вищого менеджера товариства?		
Чи пов'язана оплата директорів, принаймні деяких, з результатами діяльності товариства?		
Чи піддається періодичному аналізу діяльність членів ради?		
Чи приймаються заходи для того, щоб члени ради, що не досягли необхідного рівня професіоналізму, не ставали кандидатами на переобрання?		
Чи приймаються ефективні заходи до створення атмосфери довіри між директорами?		

* Примітка: негативні відповіді показують проблемні моменти в роботі ради директорів. Ключ тесту: підрахуйте кількість відповідей, за кожну відповідь „Так” привласніть по 1 балу. Підрахуйте бали і порівняйте з ключем тесту: від 1 до 10 балів – не відповідає вимогам; від 11 до 15 балів – є істотні зауваження до роботи; від 16–22 балів – відмінна оцінка.

У таблиці 8.6 представлена методика оцінки роботи Ради директорів, розроблена однією з провідних компаній світу Motorola. У ній міститься 9 питань щодо різних аспектів діяльності ради з ширшою, ніж в опитувальнику Салмона, варіацією відповідей (5 варіантів).

Таблиця 8.6

Опитувальник оцінки роботи ради директорів Motorola

№	Показники	Абсолютно згодний	Згодний	Середній варіант	Незгодний	Абсолютно незгодний
1	Достатньою мірою бере участь у визначенні наступника генерального директора	1	2	3	4	5
2	Має необхідні процедури для оцінки генерального директора	1	2	3	4	5
3	Отримує досить інформації для оцінки генерального директора	1	2	3	4	5
4	Витрачає досить часу на обговорення довгострокових планів компанії	1	2	3	4	5
5	Пропонує зміни стратегічного курсу компанії	1	2	3	4	5
6	Має бачення і місію, зрозумілі всім членам ради	1	2	3	4	5
7	Готовий врегулювати непередбачену корпоративну кризу	1	2	3	4	5
8	Має належні структури і процедури, що допомагають оцінювати стратегію і цілі компанії	1	2	3	4	5
9	Ефективно досліджує серйозні недоліки в роботі	1	2	3	4	5

Отримані результати анкетування розраховуються за формулою:

$$a_i = \frac{\sum_{i=1} a_i}{i}$$

де a – бал оцінки Ради директорів;

a_i – бал i -го показника;

i – номер показника

Якщо $a < 2,5$, то можна вважати, що рада директорів працює погано; $2,5 \leq a < 3,5$, то Рада директорів працює задовільно; $3,5 \leq a < 4,5$ – добре; $4,5 \leq a \leq 5$ – відмінно.

Контроль і оцінка діяльності менеджменту, у тому числі генерального директора – відноситься до компетенції наглядової ради. Крім того, генеральний директор підзвітний вищому органу управління – загальним зборам акціонерів. Хоча процес оцінки діяльності генерального директора в різних компаніях має свої особливості, методика, розроблена фірмою „Дейтон Хадсон”, містить його найбільш істотні елементи і представлена в таблиці 8.7.

Така процедура щорічної оцінки є істотним кроком по наданню наглядовій раді повноважень, що гарантують підзвітність менеджерів. Також дана процедура оцінки дає можливість Раді брати участь у відкритому і вільному колегіальному обговоренні діяльності АТ і його генерального директора.

**Процедура оцінки діяльності генерального директора
(американської фірми „Дейтон Хадсон”)**

№	Процедура	Виконавець
1	Складання звіту про роботу генерального директора: досягнуті результати в різних сферах, пропозиції щодо реалізації стратегічних цілей, самооцінка роботи головного керівника	Генеральний директор
2	Доповідь генерального директора перед членами наглядової ради	Генеральний директор
3	Обговорення доповіді генерального директора	Незалежні директори (менеджери не присутні)
4	Заповнення стандартної форми з оцінкою діяльності генерального директора	Всі члени наглядової ради
5	Розробка проекту документа з єдиною оцінкою діяльності генерального директора (за результатами анкетування)	Віце-голова ради та директор з кадрів
6	Розгляд та доопрацювання проекту документа з єдиною оцінкою діяльності генерального директора	Всі члени наглядової ради
7	Обговорення документа з генеральним директором	Віце-голова ради та генеральний директор
8	Виступ генерального директора з відповіддю перед радою	Генеральний директор

Офіційний процес оцінки роботи генерального директора є засобом зворотного зв'язку, настільки рідкого у контурі взаємин генерального директора з його підлеглими. У організаціях, які не використовують офіційну і явну процедуру оцінки діяльності генерального директора, ради директорів, практикують різні підходи до такої оцінки при визначенні умов трудового контракту з керівником. У Германії – при відновленні контракту, а в США – при визначенні рівня грошової винагороди менеджера. Якщо порівнювати американську систему винагороди з німецькою, вони відрізняються за двома ознаками. По-перше, значну частину винагороди, що отримується керівником в Германії, складає оклад (2/3), частину, що залишилася, складають премії і пільги (але не опціони на акції). По-друге, суми винагороди всіх членів виконавчого органу порівнянні. У США винагорода генерального директора компанії може на третину і більш перевершувати розміри винагороди, що виплачується його безпосереднім підлеглим, і зазвичай включає значну частку на акції (продаж акцій по твердій ціні).

Список рекомендованих джерел

1. Бандилет А. Стан і перспективи розвитку корпоративних структур власності / А. Бандилет // Економіка України. – 2005. – № 11. – С. 55–61.
2. Баффетт У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями / Уоррен Баффетт; сост., авт. предисл. Лоренс Каннингем; пер. с англ. Ю. Гальцев. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 268 с.
3. Блюмгардт А. Модели корпоративного управления / А. Блюмгардт. – Киев: Наук. думка, 2003. – 160 с.
4. Бойко Є.В. Корпоративна культура як основа ефективного управління підприємством// Актуальні проблеми економіки: Наук. Економічний журнал – Київ: ВНЗ „НАУ”, 2003 - №4
5. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс; пер. с англ. М. В. Беловой. – М.: ЗАО „Олимп-Бизнес”, 1997. – 1120 с.
6. Вакульчик О. М. Корпоративне управління: економіко-аналітичний аспект / О. М. Вакульчик. – Дніпропетровськ : Пороги, 2003. – 257 с.
7. Вінник О. Господарські товариства і виробничі кооперативи: правове становище. — К. : Знання, 2001. — 308с.
8. Внутренние механизмы корпоративного управления: некоторые прикладные проблемы. Отчет по первому этапу исследований (2006/2007 гг.) / А. Д. Радыгин, Р. М. Энтов и др. – М.: ИЭПП, 2007. – 176 с.
9. Волик І.М. Український вибір моделі корпоративного управління [Електронний ресурс] / І.М. Волик // Економічні науки. – 2006. – Режим доступу: http://www.rusnauka.com/NIEK_2006/Economics/17511.doc.htm.
10. Волощенко Л.М. Актуальні проблеми розвитку посередництва на фінансовому ринку України / Л.М. Волощенко, Л.В. Козина // Економічний простір. – 2009. – № 21. – С. 199–205.
11. Господарський Кодекс України від 16 січня 2003 року N 436-IV.// Відомості Верховної Ради (ВВР), 2003, N 18, N 19-20, N 21-22, ст.144.
12. Гриньова В. М. Організаційно-економічні основи формування системи корпоративного управління в Україні: (Монографія) / В. М. Гриньова, О. С. Попов. – Харків.: Вид. ХДЕУ, 2003. – 324 с.
13. Грэй Ч. В., Хэнсон Р. Дж. Корпоративные отношения в Центральной и Восточной Европе. Уроки рыночной экономики развитых стран. – В кн.: Корпоративное управление и права акционеров. М.: ИНФРА-М. – 1994.
14. Гудзь Е.Е. Оценка эффективности корпоративной интеграции субъектов аграрной сферы Украины //Стратегия и тактика развития производственно-хозяйственных систем: Материаллы У111 Междунар. Науч.-практ конф. (к 45-летию ГГТУ им. П.О. Сухого), Гомель, 28-29 нояб. 2013 г. / М-во образования респ. Беларусь, Гомел. Гос. Техн.. ун-т им. П.О. Сухого: под. общ. Ред.. Р.И. Громько. – Гомель: ГГТУ им. П.О. Сухого, 2013. – 266 с. – с. 23 – 28 с.
15. Гудзь Е.Е. Стратегическое управление инновационным развитием предприятия // Управление экономикой: методы, модели, технологии: Тринадцатая Международная научная конференция: сборник научных трудов / Уфимск. гос. авиац. техн. ун.-т. – Уфа: УГАТУ, 2013. – 372 с. – с. 116 – 119 с.

16. Гудзь О.Є. Управління ефективністю та прибутковістю підприємства // Вісник Сумського національного аграрного університету. Серія: Фінанси і кредит. № 2 (35), 2013, с. 12 – 17.
17. Гудзь О.Є. Активізація інноваційної діяльності в Україні на основі кластерного підходу // Україна – Чорногорія: Економічна трансформація та перспективи міжнародної співпраці: збірник тез доповідей учасників III Міжнародної науково-практичної конференції викладачів, аспірантів, студентів, 11-21 травня 2014 р., м. Будва Чорногорія – Донецьк: Донецький національний університет економіки і торгівлі імені Михайла Туган-Барановського, ТОВ „Цифрова типографія”, 2014. – 301 с. С. 92 – 94.
18. Гудзь О.Є. Методологічна платформа побудови стратегії забезпечення фінансової безпеки підприємства // Вісник Сумського національного аграрного університету. Серія: Фінанси і кредит. № 1 (34), 2013, с. 7 – 11.
19. Гудзь О.Є. Фінансові стратегії забезпечення конкурентоспроможності підприємства // Фінансовий простір. – 2013. – № 4 (12). – С. 85-94 – [Електронний ресурс]: Режим доступу: <http://fp.cibs.ck.ua>. – с. 26-32.
20. Гудзь О.Є. Формування портфелю стратегій в корпоративному управлінні // Інтеграційна система освіти, науки і виробництва в сучасному інформаційному просторі: матеріали міжнар. наук.-практ. Інтернет-конф. 29–30 квітня 2014 р. – Тернопіль: Крок, 2014. – 295 с. С. 165 – 167.
21. Гудзь О.Є. Корпоративне управління: понятійно-термінологічний словник. – К.: Державний університет телекомунікацій, 2014. – 41 с.
22. Гудзь О.Є. Корпоративне управління: навчальний посібник. – К.: Державний університет телекомунікацій, 2014. – 123 с.
23. Девіс Стівен М. Боротьба за вдосконалення всесвітнього корпоративного управління // Економічні реформи сьогодні. – 1999. – № 25. – С. 6-11.
24. Дем'янченко А.Г. Конспект лекцій по курсу „Корпоративне управління” // Азовський морський інститут Одеської національної морської академії // Маріуполь – 2009.
25. Демб Ада, Нойбауер Фрідріх. Корпоративне управління. – К.: Основи, 1997.
26. Державний механізм регулювання корпоративного сектору економіки: дис. канд. екон. наук Птащенко Л.О.: 08.02.03 / Науково-дослідний економічний ін-т Міністерства економіки та з питань європейської інтеграції України. - К., 2004.
27. Дмитриева Е.А. Проблемы развития фондового рынка в Украине / Е.А. Дмитриева, С.Ю. Панкова // Вісник СевДТУ. Економіка і фінанси : зб. наук. праць. – Севастополь, 2008. – Вип. 92. – С. 49–54.
28. Довгань Л.Є., Пастухова В.В., Савчук Л.М. Корпоративне управління. Навчальний посібник. – К.: Кондор, 2007. – 180 с.
29. Дяченко Т.О. Сучасні проблеми корпоративного управління в Україні // Формування ринкових відносин в Україні. – 2007. – № 6 (73) – С. 71-75.

30. Дьюбіел Стенлі. Корпоративне управління: вдосконалення методів організації роботи корпорацій // Економічні реформи сьогодні. – 1999. – № 25. – С. 12-18.
31. Євтушевський В. А. Стратегія корпоративного управління / В. А. Євтушевський, К. В. Ковальська, Н. В. Бутенко. – К.: Знання, 2007. – 287 с.
32. Євтушевський В.А. Корпоративне управління : підручник / В.А. Євтушевський. – К. : Знання, 2006. – 406 с.
33. Загородній А., Вознюк Г. Акції. Акціонерні товариства: Термінологічний словник. — К. : Кондор, 2007. – 84с.
34. Задихайло Д. В. Корпоративне управління : навчальний посібник / Д. В. Задихайло, О. Р. Кібснко, Г. В. Назарова ; Мін-во освіти і науки України. – Х.: Еспада, 2003. – 688 с.
35. [Закон України „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”](#) від 30.10.1996 № 448/96-ВР.
36. Закон України „Про акціонерні товариства” від 17.09.2008 р. №514-VI
37. Закон України „Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” від 10 грудня 1997 р. № 710/97-ВР.
38. Закон України „Про цінні папери та фондову біржу” від 18 червня 1991 р. № 1201-XII.
39. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2012 рік [Електронний ресурс] / Київ, 2013. – 82 с.
40. Зимовець В.В. Фінансове посередництво : навч. посіб. / В.В. Зимовець, С.П. Зубик. – К. : КНЕУ, 2004. – 288 с.
41. Ігнат'єва І. А. Корпоративне управління [текст]: підручник. /І. А. Ігнат'єва, О. І. Гарафонова - К.: „Центр учбової літератури”, 2013. – 600 с.
42. Канага Вільям С. Корпорації повинні діяти етично // Економічні реформи сьогодні. – 1999. - № 25. – С. 2-5.
43. Кибенко Е.Р. Корпоративное право Украины. Учебное пособие – Харьков: Эспада, 2001.
44. Кныш М. И. Стратегическое управление корпорациями / М. И. Кныш, В. В. Пучков, Ю. П. Тютиков. – СПб: КультИнформПресс, 2002. – 239 с.
45. Коваль А.Ф. Органы управления акционерного общества: регламенты деятельности // Вестник фондового рынка. – К., 1999. – 64 с.
46. Козаченко Г.В. Основи корпоративного управління : навч. посіб. / Г.В. Козаченко, А.Е. Воронкова, Е.Н. Коренев. – Луганськ : Вид-во СПУ, 2001. – 480 с.
47. Козаченко А.В., Воронкова А.Е. Корпоративне керування: Підручник. - К.: Либра, 2004. – 368 с.
48. Кондратьев В.Б. Корпоративное управление и инвестиционный процесс / В. Б. Кондратьев. – М.: Наука, 2003. – 318 с.
49. Корпоративне управління : навчальний посібник / Б. М. Андрушків, С. П. Черничинець; Мін-во освіти і науки України; Тернопільський нац. економічний ун-т; Тернопільський нац. техн. ун-т ім. І. Пулюя. –К.: Кондор, 2011. – 528 с.

50. Корпоративне управління: підручник / Т. Л. Мостенська [та ін.]; Мін-во освіти і науки України, Нац. ун-т харчових технологій, Нац. авіаційний ун-т. - К.: Каравела, 2008. – 384 с.
51. Корпоративне управління: Навч. посібник. Г.Ю. Штерн. – Харків: ХНАМГ, 2009. – 278 с.
52. Корпоративне управління: Наук.-метод. рек. щодо вивч. дисципліни / Л.В. Балабанова, Л.А. Лутай, В.В. Лисевич – Донецьк: ДонДУЕТ, 2005. – 132 с.
53. Корпоративное управление машиностроительным предприятием: (Монография) / [В. С. Пономаренко, Е. Н. Ястремская, В. М. Луцковский та ін.]. -Х.: ИД „ИНЖЭК”, 2006. – 232 с.
54. Корпоративное управление: основные понятия и результаты исследовательской практики [Електронний ресурс] / Д. Карапетян, М. Грачева // Журнал „Управление компанией” (Издается в России). – 2004. – №1.
55. Корпоративный менеджмент: справочник для профессионалов / И. И. Мазур, В. Д. Шапиро, Н. Г. Ольдородге и др.]; под ред. И. И. Мазура. – М.: Высшая школа, 2003. – 1077 с.
56. Корпорації: управління та культура: (Монографія) / А. Е. Воронкова, М. М. Баб'як, Е. Н. Коренев, І. В. Мажура. – Дрогобич: Вимір, 2006. – 376 с.
57. Косенчук В. Переважні права в корпоративних правовідносинах // Юридичний журнал. 2008. № 10(76). С. 94-99.
58. Коупленд Т., Коллер Т., Муррін Дж. Стоимость компаний. Оценка и управление. - М., 2003.
59. Кредит-Рейтинг – рейтинговое агентство, Украина, Киев - Рейтинги корпоративного управления [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.credit-rating.com.ua
60. Кукура С. П. Теория корпоративного управления / С. П. Кукура. – М.: ЗАО „Издательство экономика”, 2004. – 478 с.
61. Курс корпоративного управління для економічних, юридичних факультетів та факультетів фінансів і менеджменту вищих навчальних закладів: Збірник програм. Проект USAID „Міжнародні стандарти бізнесу та Корпоративне управління”, Харків, 2003. – 68 с.
62. Л.Є. Ловгань, В.В. Пастухова, Л.М.Савчук Корпоративне управління. Навчальний посібник.— К.: Кондор, 2007.-174 с.
63. Леонов Д. Индекс корпоративного управління в Україні: методологічні засади обчислення / Д. Леонов, М. Бурмака, М. Юрса // Ринок цінних паперів України. – 2007. – № 7–8. – с. 73-86.
64. Лігоненко Л. О. Дивідендна політика підприємства: навчальний посібник / Л. О. Лігоненко, Л. В. Ключенок. П. В. Юрчук ; Мін-во освіти і науки України, Київський держ. торговельно-економічний ун-т. – К. : КДТЕУ, 2000. – 67 с.
65. Луцький М.Г. Специфічні особливості управління міжнародними корпораціями // Формування ринкових відносин в Україні. – 2007. – № 6 (73) – С. 3.
66. Лысенков Ю.М., Коваль А.Ф., Соловьев В.В., Крисан А.В. Подготовка и проведение общего собрания акционеров // Вісн. фондового ринку. – К., 1999. – 64 с.

67. Масютин С.А. Корпоративное управление: опыт и проблемы: Монография. — М.: ООО „Финстатинформ”, 2003. — 280 с.
68. Механізм державного регулювання корпоративних відносин в Україні. Орлова Н.С., Настюк С.С. Теорія та практика державного управління. — вип.2(25). Х., 2009.с. 1-7.
69. Мостенська Т.Л. Корпоративне управління: підручник [для студ. вищ. навч. закл.] / Т.Л. Мостенська, В.О. Новак та ін. — К.: Каравела; Піча Ю.В., 2008. — 384 с.
70. Небава М.І. Теорія корпоративного управління: вузлові питання. Навчальний посібник. — Київ: Центр навчальної літератури, 2004. — 295 с.
71. Птащенко Л. О. Управління корпоративними фінансами : навчальний посібник для студентів вищих навчальних закладів / Л. О. Птащенко. — К.: ЦУЛ, 2008. — 296 с.
72. Річний огляд діяльності відкритих ІСІ в Україні 2008 рік [Електронний ресурс] / Українська асоціація інвестиційного бізнесу. — 2009. — Режим доступу: http://fundstore.com.ua/ru/analyst/?n_id=100&cid35.
73. Россинский В.И. Основы корпоративного управления: Учебное пособие / В. И. Россинский. — Ростов н/Д.: Феникс; Новосибирск: Сибирскос соглашение, 2006. — 252 с.
74. Румянцев С.А. Українська модель корпоративного управління: становлення та розвиток. — К.: Т-во „Знання”, КОО, 2003. — 149 с.
75. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты: Учебное пособие / Под ред. В.С. Торкановского. — СПб: АО „Комплект”, 2004.
76. Суторміна В.М., Федосов В.М., Рязанова Н.С. Фінанси зарубіжних корпорацій. — К.: Либідь, 1993. — 247 с.
77. Теоретично-методологічні аспекти корпоративного управління. Герченева Л.В. Проблеми й перспективи розвитку співробітництва між країнами Південно-Східної Європи в рамках ОЧЕС та ГУАМ.- Збірник наукових праць. — Севастополь-Донецьк: ДонНУ, РФ НИСИ в м. Донецьку, 2009. — 856 с.
78. Управління фінансами акціонерних товариств [Текст] : навчальний посібник / С. В. Леонов, Н. Г. Пігуль, І. М. Боярко та ін. — Суми : ДВНЗ „УАБС НБУ”, 2013. — 305 с.
79. Функ Я.У., Михальченко В.А., Хвалой В.В. Акционерное общество: история и теория. Минск, 1999. — 608 с.
80. Харригтон Дж. Управление качеством в американских корпорациях. — М.: Экономика, 1990. — 272 с.
81. Чернявський А.Д. Корпоративне управління: Навчальний посібник/ А. Д. Чернявський, В. В. Кобржицький. — К.: МАУП, 2006. — 208 с.
82. L. Perridon, M. Steiner. Finanzwirtschaft der Unternehmung, 10 Auflage, Munchen, 2004.
83. R.A. Brealey, S.C. Meyers. Principles of Corporate Finance.2003
84. U. Bestmann. Finanz- und Borsenlexikon,3 Auflage, Munchen, 2005.
85. U. Bestmann. Kompendium der Betriebswirtschaftslehre, 8 Auflage, Munchen, 2004.

Навчальне видання

Гудзь О.Є. Корпоративне управління: навчальний посібник. – , 2018. – 123 с.

Рекомендовано до друку Вченою радою ННІ Менеджменту та підприємництва Державного університету телекомунікацій (протокол № 12 від 10 січня 2018 р.)

Рецензенти:

Андрійчук В.Г. доктор економічних наук, професор;

Стецюк П.А. доктор економічних наук, професор.