

Теоретичний матеріал до Змістового модулю 2 (ЗМ-2)

Тема 4. Механізми корпоративного управління

- 4.1. Корпоративні об'єднання як об'єкти корпоративного управління
- 4.2. Акціонерне товариство як об'єкт корпоративного управління. Інтеграція та організація бізнесу
- 4.3. Інтегровані корпоративні структури: формування та управління

4.1. Корпоративні об'єднання як об'єкти корпоративного управління

Термін "**корпорація**" походить від латинського слова *corporatio* (об'єднання). У широкому сенсі це будь-яка юридична особа, яка функціонує на основі корпоративних прав. У вузькому, класичному розумінні, це акціонерне товариство.

Корпоративне об'єднання — це організаційно-правова форма спільної діяльності юридичних осіб (корпорацій), яка створюється для досягнення спільних економічних, комерційних або соціальних цілей. Це може бути холдинг, концерн, асоціація чи фінансово-промислова група.

Ключові ознаки корпорації:

- **Наявність статутного капіталу**, поділеного на частки (акції, паї).
- **Корпоративні права** — це права учасників на управління, отримання прибутку (дивідендів) та інформації.
- **Відокремлена майнова база** від майна її учасників.
- **Юридична самостійність** як окремого суб'єкта права.

Корпоративні об'єднання відрізняються від простих корпорацій тим, що вони є сукупністю незалежних юридичних осіб, об'єднаних єдиною метою.

Акціонерне товариство (АТ) — це юридична особа, статутний капітал якої розділений на певну кількість акцій. Воно є класичним та найважливішим об'єктом корпоративного управління.

Види акціонерних товариств в Україні:

1. Приватне акціонерне товариство (ПрАТ):

- **Ознаки:** Акції розподіляються виключно між засновниками або іншим, заздалегідь визначеним колом осіб. Продаж акцій третім особам обмежений. Кількість акціонерів не може перевищувати 100 осіб.
- **Значення:** Ця форма часто використовується для сімейних бізнесів або партнерств, де власники прагнуть зберегти контроль над активами та обмежити доступ до інформації. Наш умовний **університет "Майбутнє"** як приватна освітня установа міг би існувати у формі ПрАТ.

2. Публічне акціонерне товариство (ПАТ):

- **Ознаки:** Акції можуть вільно купуватися та продаватися на фондовій біржі без обмежень. Кількість акціонерів необмежена.
- **Значення:** Ця форма використовується великими компаніями, які залучають капітал від широкого кола інвесторів (наприклад, "Нафтогаз", "Метінвест"). Для таких компаній вимоги до прозорості, розкриття інформації та корпоративного управління є значно вищими.

Різновиди корпоративних об'єднань та їх особливості

Окрім окремих акціонерних товариств, корпоративне управління поширюється на більш складні структури.

1. Холдинг:

- **Сутність:** Об'єднання, в якому одна компанія (холдингова, або материнська) володіє контрольними пакетами акцій інших компаній (дочірніх).
- **Особливості:** Холдингова компанія не займається виробничою діяльністю, а лише управляє своїми дочірніми підприємствами. Корпоративне управління в холдингу є багаторівневим: материнська компанія контролює дочірні, а вона сама підконтрольна своїм акціонерам.

2. Концерн:

- **Сутність:** Об'єднання підприємств, які зберігають свою юридичну самостійність, але перебувають під єдиним фінансовим контролем.
- **Особливості:** Концерн, як правило, об'єднує підприємства однієї галузі, створюючи повний виробничий цикл. Управління тут також централізоване, але менш жорстке, ніж у холдингу.

3. Фінансово-промислова група (ФПГ):

- **Сутність:** Об'єднання промислових, банківських, страхових та інших компаній.
- **Особливості:** ФПГ створюється з метою централізації капіталів, технологій та управління для реалізації масштабних проєктів. Управління в таких групах дуже складне, і вимагає постійної координації інтересів усіх учасників.

4. Асоціація:

- **Сутність:** Добровільне об'єднання юридичних осіб для координації своєї діяльності та захисту спільних інтересів.
- **Особливості:** Учасники асоціації повністю зберігають свою самостійність, і управління здійснюється на демократичних засадах.

Всі ці форми, від окремого ПрАТ до складної ФПГ, є об'єктами корпоративного управління з однієї ключової причини:

Наявність розриву між власністю та управлінням.

- У **акціонерних товариствах** власники (акціонери) та наймані менеджери (виконавчий орган) — це різні особи. Корпоративне управління потрібне, щоб забезпечити, щоб менеджери діють в інтересах власників, а не у своїх власних.
- У **корпоративних об'єднаннях** цей розрив ще більше посилюється. Наприклад, у холдингу управління дочірнім підприємством здійснюється материнською компанією, а вона, у свою чергу, управляється своїм менеджментом. Корпоративне управління тут потрібне для:
 - Уникнення конфліктів інтересів між материнською та дочірніми компаніями.
 - Забезпечення прозорості та звітності в усій групі.
 - Захисту прав міноритарних акціонерів у дочірніх компаніях.

Таким чином, корпоративне управління є універсальним інструментом для регулювання відносин між усіма учасниками, які мають інтерес до діяльності компанії або об'єднання.

4.2. Акціонерне товариство як об'єкт корпоративного управління. Інтеграція та організація бізнесу

Акціонерне товариство (АТ) є ідеальним об'єктом корпоративного управління, оскільки саме в ньому найчіткіше проявляється **агентська проблема** (англ. *agency problem*). Ця проблема виникає через конфлікт інтересів між принципалом (власником, акціонером) і агентом (менеджером, який управляє бізнесом від імені власника). Менеджери можуть приймати рішення, які максимізують їх власні вигоди (наприклад, бонуси, розширення "імперії"), а не вартість компанії для акціонерів.

Корпоративне управління, у свою чергу, є системою механізмів, які спрямовані на вирішення цієї проблеми, забезпечуючи:

- **Підзвітність:** Менеджмент регулярно звітує перед Наглядовою радою та акціонерами.
- **Контроль:** Наглядова рада здійснює нагляд за діяльністю менеджменту.
- **Прозорість:** Інформація про діяльність компанії є відкритою для всіх зацікавлених сторін.

Інтеграційні процеси — це об'єднання активів, капіталів та бізнесів. Вони можуть відбуватися як на горизонтальному, так і на вертикальному рівнях.

Форми інтеграції:

- **Горизонтальна інтеграція:** Це об'єднання компаній, які працюють в одній галузі та на одному рівні виробничого циклу. Наприклад, злиття двох автомобільних компаній.
 - **Мета:** Збільшення частки ринку, економія на масштабі, усунення конкурентів.
- **Вертикальна інтеграція:** Об'єднання компаній, що працюють в одній галузі, але на різних етапах виробничого ланцюга. Наприклад, придбання виробником автомобілів заводу з виробництва металу.
 - **Мета:** Контроль над усіма етапами виробництва, зниження залежності від постачальників, підвищення ефективності.

Механізми інтеграції:

- **Злиття (Merger):** Дві або більше компаній об'єднуються, утворюючи одну нову юридичну особу.
- **Поглинання (Acquisition):** Одна компанія купує контрольну частку в іншій, яка втрачає свою юридичну самостійність.
- **Створення холдингу:** Це вже знайомий нам механізм, де материнська компанія контролює дочірні.

Ефективна організація бізнесу є ключовою для успішного функціонування АТ. Вона базується на наступних принципах.

- **Принцип розподілу функцій (Separation of Powers):**
 - **Власники (акціонери):** Мають виключне право на ухвалення стратегічних рішень (на загальних зборах).
 - **Наглядова рада (Board of Directors):** Контролює діяльність виконавчого органу, захищає інтереси акціонерів, ухвалює ключові тактичні рішення.
 - **Виконавчий орган (Management Board):** Займається оперативним управлінням, реалізує стратегічні та тактичні рішення.
- **Принцип ієрархії та субординації:** Всі органи управління підпорядковуються одне одному, згідно з ієрархією. Виконавчий орган підзвітний Наглядовій раді, а вона, у свою чергу, підзвітна загальним зборам акціонерів.
- **Принцип диверсифікації:** Розподіл функцій між різними підрозділами для уникнення концентрації влади та ризиків. Це може бути розподіл на фінансовий, виробничий, маркетинговий та інші відділи.
- **Принцип транспарентності та підзвітності:** Акціонерне товариство зобов'язане розкривати фінансову та нефінансову звітність. Це дозволяє акціонерам та іншим зацікавленим сторонам оцінювати ефективність роботи менеджменту.

Вплив інтеграції на систему корпоративного управління

Інтеграційні процеси значно ускладнюють систему корпоративного управління.

- **Багаторівневе управління:** У холдингу виникає потреба в координації управління між материнською та дочірніми компаніями. Правила корпоративного управління мають бути узгоджені на всіх рівнях.
- **Конфлікт інтересів:** Інтеграція може призвести до конфліктів між акціонерами різних компаній, особливо коли материнська компанія ухвалює рішення, що вигідні їй, але невигідні для міноритарних акціонерів дочірньої компанії.
- **Регуляторний нагляд:** Державні регулятори (як-от НКЦПФР) здійснюють посилений нагляд за інтеграційними процесами, особливо в тих випадках, коли вони можуть призвести до монополізації ринку.
- **Потреба в консолідованій звітності:** Інтегровані компанії повинні готувати не тільки індивідуальну, а й консолідовану фінансову звітність, щоб дати повну картину своєї діяльності.

Таким чином, інтеграція не лише змінює структуру бізнесу, а й висуває нові, більш складні вимоги до системи корпоративного управління, яка має забезпечити ефективність, прозорість та захист інтересів усіх учасників.

4.3. Інтегровані корпоративні структури: формування та управління

Інтеграція — це не спонтанний процес, а свідомий стратегічний вибір, обумовлений рядом економічних, фінансових та стратегічних чинників.

Економічні передумови:

- **Економія на масштабі (*economies of scale*):** Об'єднання активів дозволяє знизити витрати на одиницю продукції, що веде до зростання прибутку. Наприклад, об'єднана компанія може купувати сировину більшими партіями за нижчими цінами.
- **Підвищення ефективності та синергія:** Інтеграція може призвести до синергетичного ефекту, коли спільна робота компаній дає більший результат, ніж сума їхніх індивідуальних результатів. Це може бути синергія в маркетингу, технологіях, управлінні.
- **Покращення доступу до ресурсів:** Інтегровані структури легше отримують доступ до фінансових ресурсів (кредити, випуск цінних паперів), технологій та кваліфікованих кадрів.

Стратегічні передумови:

- **Збільшення ринкової влади:** Об'єднання дозволяє захопити більшу частку ринку, що дає можливість впливати на цінову політику та усувати конкурентів.
- **Диверсифікація ризиків:** Створення інтегрованих структур, що працюють у різних галузях, дозволяє розподілити ризики, пов'язані з кон'юктурою ринку.
- **Географічна експансія:** Інтеграція є ефективним способом виходу на нові ринки (наприклад, через придбання місцевої компанії).

Фінансові передумови:

- **Оптимізація податкового навантаження:** Інтеграція дозволяє використовувати різні схеми для зменшення податкових зобов'язань.
- **Використання недооцінених активів:** Придбання компаній, які мають потенціал зростання, але є недооціненими на ринку, є прибутковою стратегією.

Процеси інтеграції можуть відбуватися різними шляхами, залежно від цілей, масштабу та правових норм.

1. Злиття та поглинання (M&A — Mergers and Acquisitions):

- **Злиття (*Merger*):** Об'єднання двох або більше компаній, внаслідок чого утворюється нова юридична особа. Компанії-учасники припиняють своє існування. Цей механізм вимагає згоди всіх сторін і є "дружнім".
- **Поглинання (*Acquisition*):** Одна компанія купує контрольну частку в іншій, яка може втратити свою юридичну самостійність. Поглинання може бути "дружнім" (за згодою) або "ворожим" (проти волі керівництва компанії, що поглинається).

2. Створення холдингу:

- **Механізм:** Одна компанія (материнська) купує контрольні пакети акцій в інших компаніях (дочірніх). дочірні компанії зберігають юридичну самостійність, але їхня діяльність контролюється материнською компанією.

3. Стратегічні альянси та спільні підприємства:

- **Механізм:** Компанії об'єднуються на договірній основі для реалізації конкретного проєкту або досягнення спільної мети.
- **Спільне підприємство (*Joint Venture*):** Створення нової юридичної особи, в якій партнери вносять свої активи та капітал. Це повноцінна інтегрована структура, що має власні органи управління.

Кожен вид інтегрованої структури має свої особливості, що впливають на систему управління.

- **Холдинг:** Характеризується чіткою ієрархією: материнська компанія ухвалює стратегічні рішення для всієї групи, а дочірні компанії займаються операційною діяльністю.
- **Концерн:** Об'єднання засноване на фінансовому контролі, але підприємства зберігають більшу операційну самостійність порівняно з холдингом.
- **Фінансово-промислова група (ФПГ):** Найскладніша форма інтеграції. Характеризується наявністю як виробничих, так і фінансових інститутів (банки, страхові компанії). Управління тут є координаційним, а не командно-адміністративним.

Приклад: Університет "Майбутнє" (ПрАТ) може стати частиною інтегрованої структури. Наприклад, якщо його придбає велика освітня корпорація. У цьому випадку "Майбутнє" стане дочірнім підприємством у холдингу, і його діяльність буде координуватися материнською компанією, що значно змінить його систему корпоративного управління.

Організаційно-правова форма та структура бізнесу безпосередньо диктують вимоги до системи корпоративного управління.

- **Проста структура (окреме АТ):** Управління здійснюється за стандартною дворівневою або однорівневою моделлю. Взаємовідносини між акціонерами, Наглядовою радою та менеджментом є відносно простими.
- **Складна структура (холдинг, концерн):** Вимагає створення багаторівневої системи корпоративного управління. Це означає:
 - **Централізоване управління:** Стратегічні рішення ухвалюються на рівні материнської компанії, а потім спускаються дочірнім.
 - **Координація:** Постійна координація між органами управління всіх компаній у групі.
 - **Внутрішній контроль:** Розвиток ефективної системи внутрішнього контролю та аудиту для всієї групи, а не для окремих компаній.
 - **Захист міноритарних акціонерів:** В інтегрованих структурах ризик порушення прав міноритарних акціонерів є значно вищим. Тому система управління повинна включати додаткові механізми їхнього захисту.

Таким чином, вибір організаційної форми є лише першим кроком. Наступним і ключовим завданням є побудова адекватної системи корпоративного управління, яка зможе забезпечити ефективність та прозорість бізнесу, незалежно від його складності.

Питання та завдання для самоконтролю:

1. Дайте визначення корпорації в широкому та вузькому сенсах.
2. Назвіть та порівняйте основні ознаки приватного та публічного акціонерних товариств.
3. Охарактеризуйте, у чому полягає різниця між холдингом та концерном.
4. Чому корпоративні об'єднання, попри свою юридичну самостійність, все одно потребують єдиної системи корпоративного управління?
5. Як ви думаєте, яка форма корпоративного об'єднання потребує найбільш жорстких правил корпоративного управління і чому?
6. Охарактеризуйте принцип розподілу функцій в акціонерному товаристві та поясніть його значення.
7. Яким чином інтеграційні процеси ускладнюють систему корпоративного управління?
8. Чому інтегровані компанії повинні готувати консолідовану фінансову звітність?

Тема 5. Моделі та міжнародні стандарти корпоративного управління.

- 5.1. Англо-американська модель корпоративного управління.
- 5.2. Європейська (німецька) модель корпоративного управління.
- 5.3. Японська модель корпоративного управління.
- 5.4. Модель корпоративного управління в Україні.
- 5.5. Моделі корпоративного управління: спільні та відмінні риси
- 5.6. Корпоративна реструктуризація економіки України.
- 5.7. Стандарти корпоративного управління.
- 5.8. Національні принципи корпоративного управління, розробка і впровадження.

5.1. Англо-американська модель корпоративного управління

Англо-американська модель корпоративного управління (також відома як аутсайдерська або ринкова модель) — це система відносин між менеджментом, радою директорів,

акціонерами та іншими зацікавленими сторонами, яка формує управління корпораціями в таких країнах, як США, Велика Британія, Канада, Австралія та Нова Зеландія.

Історичні передумови:

Ця модель сформувалася під впливом кількох чинників:

- **Високорозвинений ринок капіталу:** Ринок цінних паперів у США та Великій Британії є основним джерелом фінансування для компаній. Це призвело до значної "розпорошеності" акціонерної власності, тобто велика кількість акцій належить дрібним та інституційним інвесторам, а не одному мажоритарному власнику.
- **Чітке правове поле:** Законодавство цих країн чітко розмежовує права та обов'язки всіх учасників корпоративних відносин, що є основою для захисту прав інвесторів.
- **Ідея вільного ринку:** Модель ґрунтується на ліберальній ідеології, де ринок є найефективнішим механізмом для розподілу капіталу та контролю за діяльністю компаній.

Особливістю моделі є чітке розмежування ролей та функцій.

- **Акціонери (Shareholders):** Є кінцевими власниками компанії. Завдяки високорозвиненому ринку, їхня власність є дуже "розпорошеною" та включає велику кількість індивідуальних і, що важливіше, інституційних інвесторів (пенсійні фонди, взаємні фонди, страхові компанії). Акціонери, особливо інституційні, відіграють активну роль, здійснюючи тиск на менеджмент.
 - **Головний інтерес:** Максимізація вартості акцій (shareholder value).
 - **Рада директорів (Board of Directors):** Це ключовий орган управління та контролю. Її завдання — захищати інтереси акціонерів. Рада складається з двох типів директорів:
 - **Виконавчі директори (Executive Directors):** Менеджери компанії, які є частиною виконавчого органу.
 - **Невиконавчі директори (Non-Executive Directors):** Незалежні особи, які не працюють у компанії. Вони забезпечують об'єктивний погляд і незалежний контроль. Їхня роль особливо важлива для дрібних акціонерів.
 - **Менеджмент:** Очолюється **Головним виконавчим директором (Chief Executive Officer, CEO)**. Менеджмент відповідає за щоденне оперативне управління компанією.
 - **Ринки капіталу:** Виконують функцію зовнішнього контролю. Неєфективна компанія матиме низьку вартість акцій, що може призвести до її поглинання (ворожого поглинання) або тиску з боку інвесторів.
- Головною відмінністю англо-американської моделі є **однорівнева структура управління**.
- **Сутність:** Рада директорів є єдиним колегіальним органом, який одночасно виконує функції і стратегічного управління, і контролю. Вона об'єднує як виконавчих (менеджерів), так і невиконавчих (незалежних) директорів.
 - **Склад:** До складу Ради входить менша кількість осіб порівняно з континентальною моделлю, зазвичай 8-15 осіб.
 - **Розподіл повноважень:** У межах Ради директорів відбувається чітке розмежування повноважень між:

- **Голова Ради (Chairman of the Board):** Забезпечує ефективну роботу Ради та її незалежність.
- **Головний виконавчий директор (CEO):** Керує щоденною діяльністю компанії.

Згідно з сучасними стандартами, в ідеалі, ці дві посади мають обіймати різні особи, щоб уникнути концентрації влади в одних руках.

Ефективність англо-американської моделі забезпечується за рахунок низки ключових принципів і механізмів.

Принципи:

- **Орієнтація на інтереси акціонерів (Shareholder Primacy):** Кінцева мета діяльності компанії — максимізація прибутку та вартості акцій для власників.
- **Прозорість та повне розкриття інформації:** Компанії зобов'язані публікувати детальну інформацію про свою діяльність, фінансовий стан та систему управління. Це дозволяє ринку адекватно оцінювати їхню вартість.

- **Незалежність та підзвітність:** Невиконавчі директори забезпечують незалежність контролю, а менеджмент підзвітний Раді директорів та акціонерам.

Механізми контролю:

- **Контроль з боку ринку:** Неефективна компанія стає привабливою мішенню для "ворожого поглинання". Ця загроза змушує менеджмент діяти ефективно.
- **Внутрішній контроль:** Комітети Ради директорів (з аудиту, з винагород, з номінацій), що складаються з незалежних директорів, здійснюють постійний контроль за діяльністю менеджменту.
- **Активність інституційних інвесторів:** Пенсійні фонди та інші великі інвестори активно використовують своє право голосу, щоб впливати на ухвалення рішень та виступати проти неефективного менеджменту.
- **Законодавче регулювання:** Жорстке законодавство (наприклад, Акт Сарбейнза-Окслі в США) встановлює стандарти відповідальності та прозорості.

Приклад: Університет "Майбутнє" (якщо він є публічним АТ) підпадає під регулювання, подібне до англо-американської моделі. Його Рада директорів мала б складатися з виконавчих (ректор, проректори) та невиконавчих, незалежних директорів (наприклад, відомі науковці чи бізнесмени). Її головна мета — підвищувати вартість університету, залучати нових студентів, інвестиції, що в кінцевому підсумку відображатиметься на зростанні вартості його акцій.

5.2. Європейська (німецька) модель корпоративного управління

Європейська (німецька) модель корпоративного управління (також відома як інсайдерська або стейкхолдерська модель) — це система, яка сформувалася в країнах континентальної Європи, зокрема в Німеччині, Австрії, Нідерландах. Її головною відмінністю від англо-американської є орієнтація на інтереси широкого кола стейкхолдерів, а не лише акціонерів.

Історичні передумови:

- **Роль банків:** Історично банки відігравали ключову роль у фінансуванні компаній. Вони часто були одночасно і кредиторами, і великими акціонерами. Тому банки мали значний вплив на управління компаніями.
- **Соціальна держава:** Континентальна Європа має давні традиції соціального партнерства та захисту прав працівників. Це знайшло відображення в законодавстві, що гарантує представництво працівників в органах управління.
- **Концентрація власності:** На відміну від США, де власність "розпорошена", у Німеччині власність часто сконцентрована в руках великих акціонерів, сімейних кланів або тих же банків.

Центральною ідеєю європейської моделі є **стейкхолдерський підхід (stakeholder approach)**. Він передбачає, що компанія несе відповідальність не тільки перед акціонерами, а й перед іншими групами, які мають інтерес до її діяльності.

- **Акціонери (Shareholders):** Забезпечують фінансовий капітал, але їхня роль у повсякденному управлінні менша, ніж в англо-американській моделі. Великі акціонери та банки часто мають місця в Наглядовій раді.
 - **Головний інтерес:** Стабільність та довгостроковий розвиток компанії, а не швидке зростання вартості акцій.
- **Наглядова рада (Supervisory Board):** Це ключовий орган, який здійснює контроль за діяльністю менеджменту. Вона не бере участі в оперативному управлінні, а лише контролює його.
 - **Особливість:** Наглядова рада формується з представників акціонерів та, що є унікальним для цієї моделі, **представників працівників**.
- **Правління (Management Board):** Виконавчий орган, що відповідає за щоденне оперативне управління компанією. Члени правління є висококваліфікованими менеджерами. Правління повністю підзвітне Наглядовій раді.
- **Працівники:** Завдяки системі **співуправління (Mitbestimmung)** працівники мають пряме представництво в Наглядовій раді. Це дає їм можливість впливати на стратегічні рішення,

що стосуються, наприклад, скорочення штату, закриття заводів тощо. Це забезпечує соціальну стабільність.

- **Банки:** Відіграють ключову роль, надаючи фінансування та часто виступаючи як довірені особи дрібних акціонерів. Вони можуть голосувати від їхнього імені на загальних зборах, що надає їм значний вплив.

Головною відмінністю німецької моделі є **дворівнева структура управління**:

1. **Наглядова рада (Aufsichtsrat):** Виконує виключно функції нагляду. Вона контролює, призначає та звільняє членів Правління, затверджує річний бюджет, фінансову звітність. Члени Правління не можуть бути одночасно членами Наглядової ради.
2. **Правління (Vorstand):** Займається щоденним управлінням, несе повну відповідальність за результати діяльності компанії. Правління є підзвітним Наглядовій раді.

Такий поділ повноважень забезпечує чітке розмежування контролю та управління, що, на думку прихильників моделі, підвищує об'єктивність нагляду.

Ефективність європейської моделі забезпечується за рахунок низки ключових принципів і механізмів.

Принципи:

- **Орієнтація на інтереси стейкхолдерів (Stakeholder Primacy):** Мета діяльності компанії — не лише максимізація прибутку для акціонерів, а й забезпечення соціальної стабільності, довгострокового розвитку та дотримання інтересів працівників, клієнтів, постачальників.
- **Довгострокова перспектива:** Модель сфокусована на сталому розвитку та стабільності, а не на короткострокових коливаннях цін акцій.
- **Соціальна відповідальність:** Підприємства розглядаються не просто як бізнес-одиниці, а як важливий елемент суспільства, що несе соціальну відповідальність.

Механізми контролю:

- **Контроль з боку Наглядової ради:** Дворівнева система дозволяє здійснювати незалежний та ефективний нагляд.
- **Представництво працівників:** Система *Mitbestimmung* забезпечує врахування інтересів працівників на стратегічному рівні.
- **Роль банків:** Банки, будучи великими інвесторами та кредиторами, мають можливість здійснювати сильний вплив на управління компаній.

Приклад: Університет "Майбутнє", якби він працював за німецькою моделлю, мав би дворівневу систему управління. До його Наглядової ради, окрім представників засновників та великих інвесторів, обов'язково увійшли б представники професорсько-викладацького складу та, можливо, студентів. Ректор та проректори утворили б Правління, яке займалося б щоденною роботою, але всі їхні ключові рішення (наприклад, про введення нової спеціальності) затверджувалися б Наглядовою радою, що включає представників інтересів усього "освітнього співтовариства".

5.3. Японська модель корпоративного управління

Японська модель корпоративного управління — це система, що базується на тісних, довгострокових взаємозв'язках між компаніями, банками та державою. Її відмінною рисою є орієнтація на інтереси всіх стейкхолдерів, а не лише акціонерів, а також пріоритет стабільності та довгострокового розвитку над короткостроковим прибутком.

Історико-культурні передумови:

- **Традиції патерналізму та групової злагоди:** Японська культура надає великого значення колективу, довірі та гармонійним відносинам. Це відобразилося у відносинах "компанія-працівник", де компанія бере на себе патерналістську роль (система довічного найму, наприклад), а працівник демонструє відданість.
- **Роль держави:** Уряд Японії традиційно відігравав активну роль у розвитку промисловості, підтримуючи великі корпоративні групи.

- **Система дзайбацу (до Другої світової війни):** Це були великі сімейні корпоративні конгломерати, що включали банки та промислові підприємства. Після війни вони були розформовані, але на їхньому місці з'явилися *кейрецу*, які зберегли багато їхніх рис. Японська модель відрізняється унікальними взаємовідносинами між учасниками, які створюють замкнену, стійку систему.
- **"Кейрецу" (Keiretsu):** Це унікальна особливість японської моделі. **Кейрецу** — це неформальні або формальні групи компаній, пов'язані перехресним володінням акціями, спільним банком, торговою компанією та взаємними бізнес-відносинами.
 - **Принцип:** Компанії в *кейрецу* володіють невеликими пакетами акцій одна одної. Це створює "стабільний" капітал, який не піддається коливанням ринку і унеможливорює вороже поглинання.
 - **Приклад:** Відомі *кейрецу* — це Mitsubishi, Sumitomo, Mitsu.
- **Головний банк (Main Bank):** Це центральний елемент *кейрецу*. Банк є не лише ключовим кредитором, а й великим акціонером, який має значний вплив на управління.
 - **Роль:** Банк здійснює постійний моніторинг діяльності компанії, надає фінансові та консалтингові послуги. У скрутний час банк надає фінансову підтримку, але в обмін отримує право втручатися в управління та призначати своїх менеджерів.
- **Менеджмент:** У Японії менеджмент зазвичай складається з людей, які пропрацювали в компанії все життя. Це створює сильне почуття ідентифікації з компанією та орієнтацію на її довгострокове виживання та розвиток.
- **Працівники:** Завдяки системі **довічного найму** та патерналістським традиціям, працівники є "внутрішніми" стейкхолдерами. Їхні інтереси (заробітна плата, соціальні гарантії) є важливим фактором в управлінні.
- **Акціонери-аутсайтери:** Дрібні, зовнішні інвестори мають дуже малий вплив на управління компанією, оскільки більшість акцій належить банкам та іншим компаніям у *кейрецу*. Японська модель має свої унікальні особливості в організації органів управління.
- **Велика Рада директорів:** Рада директорів (*Torishimariyaku-kai*) зазвичай є дуже великою (до 50 осіб) і складається майже виключно з **внутрішніх директорів** (менеджерів компанії).
- **Склад Ради:** Членами Ради є, як правило, топменеджери, що робить її більше виконавчим, ніж наглядовим органом. Це суттєво відрізняється від західних моделей, де акцент робиться на незалежних директорах.
- **Наявність Кансайяку (аудитори):** Для контролю за діяльністю Ради директорів та менеджменту призначається окремий аудиторський орган — *Кансайяку*. Ефективність японської моделі забезпечується за рахунок кількох ключових механізмів, які спрямовані на створення стабільності, а не на динамічний розвиток.

Принципи:

- **Орієнтація на стейкхолдерів:** Мета діяльності — довгострокова стабільність компанії, забезпечення інтересів працівників, постачальників, банків та акціонерів.
- **Спільні інтереси:** Завдяки перехресному володінню акціями та системі *кейрецу*, компанії є одночасно і партнерами, і акціонерами одна одної, що стимулює співпрацю.

Механізми контролю:

- **Контроль з боку головного банку:** Банк здійснює постійний моніторинг та може втручатися в управління, що є потужним інструментом контролю.
- **Контроль з боку кейрецу:** Учасники групи взаємно контролюють одне одного. Ризик виключення з групи є значним стримуючим фактором.
- **Соціальний контроль:** Менеджмент відчуває сильний тиск суспільства та колег. Неефективний менеджер, який не зміг забезпечити стабільність, зазнає значного соціального осуду.

Приклад: Університет "Майбутнє" (якби він був японською корпорацією) мав би тісні зв'язки з головним банком, що фінансує його будівництво та розвиток. Менеджмент університету (ректор, проректори) складався б з людей, які присвятили все життя цьому закладу. А рішення про

стратегічний розвиток ухвалювалося б консенсусом, за участі представників *кейрецу* та банку, оскільки всі вони є зацікавленими сторонами в його успіху.

5.4. Модель корпоративного управління в Україні

Українська модель корпоративного управління є перехідною і перебуває у стадії формування. Її еволюція тісно пов'язана з економічними та політичними процесами в країні:

- **Масова приватизація 1990-х років:** Перший етап характеризувався ваучерною приватизацією, що призвело до "розпорошення" власності. Формально це мало схожість з англо-американською моделлю, але на практиці, через відсутність розвиненого фондового ринку, власність концентрувалася в руках "червоних директорів" та нових бізнес-груп.
- **Формування олігархічного капіталу:** На початку 2000-х років відбулася консолідація власності. Акціонерний капітал сконцентрувався в руках кількох великих фінансово-промислових груп. Цей етап наблизив українську модель до інсайдерських моделей (як-от японської або німецької) з тією різницею, що відносини між "власниками" та "державою" були далекими від прозорості.
- **Євроінтеграційні процеси:** Після 2014 року Україна взяла курс на гармонізацію законодавства з європейським. Це стимулювало реформування корпоративного управління, впровадження найкращих міжнародних практик та посилення ролі незалежних директорів.

Ключові чинники, що визначили модель:

- **Низька ліквідність фондового ринку:** Відсутність розвиненого ринку капіталу робить неефективним такий механізм контролю, як "вороже поглинання", що є характерним для англо-американської моделі.
- **Висока концентрація власності:** Більшість акціонерних товариств мають одного або кількох мажоритарних акціонерів, що унеможливорює "демократичне" управління з боку дрібних інвесторів.
- **Вплив держави:** Держава залишається великим власником у багатьох стратегічних підприємствах.

Сучасну українську модель можна охарактеризувати як **змішану (гібридну)**, що поєднує елементи різних світових моделей.

- **Власність:** Висока концентрація власності в руках мажоритарних акціонерів (олігархів або фінансових груп), що є ознакою інсайдерських моделей. Водночас, існують і публічні акціонерні товариства з більш "розпорошеною" власністю, але їхня кількість обмежена.
- **Структура управління:** Донедавна переважала дворівнева система, як у німецькій моделі (Загальні збори акціонерів — Наглядова рада — Правління). Проте, у нових законодавчих актах пропонується можливість імплементації однорівневої структури (Рада директорів), що є кроком до англо-американської моделі.
- **Роль банків:** Банки є важливими кредиторами, але їхня роль в управлінні компаніями не є настільки систематичною та інституціоналізованою, як у Німеччині чи Японії.
- **Захист прав міноритарних акціонерів:** Історично цей аспект був слабким місцем. Проте, з посиленням законодавства (включно з новими законами) та розвитком регулятора, захист прав дрібних інвесторів поступово стає ефективнішим.

Приклад: У нашому умовному університеті "Майбутнє", якби він був великим ПрАТ, управління могло б бути зосереджене в руках кількох засновників. Їхня Рада засновників (або Наглядова рада) приймала б ключові рішення, а формальні загальні збори акціонерів, де присутні міноритарії, мали б обмежений вплив.

Правова база та інституційне середовище в Україні є динамічними та постійно змінюються, наближаючись до європейських стандартів.

• Ключове законодавство:

- **Закон України "Про акціонерні товариства":** Цей закон є основоположним. Його останні редакції впроваджують прогресивні норми, зокрема щодо захисту прав акціонерів.
- **Закон України "Про ринки капіталу та організовані товарні ринки":** Регулює діяльність професійних учасників ринку та встановлює вимоги до прозорості.

- **Регулятори:**

- **Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР):** Виконує функції головного регулятора, розробляє Кодекс корпоративного управління, здійснює контроль за дотриманням законодавства.
- **Фонд державного майна України (ФДМУ):** Відіграє ключову роль в управлінні державними підприємствами, що є значною частиною української економіки.

Україна активно впроваджує міжнародні стандарти, зокрема **Керівні принципи корпоративного управління ОЕСР**. Це є вимогою для інтеграції в ЄС та залучення іноземних інвестицій.

Основні напрями реформ:

- **Посилення ролі Наглядових рад:** Збільшення кількості незалежних директорів, підвищення їхньої відповідальності. Це особливо актуально для державних підприємств.
- **Підвищення прозорості:** Впровадження обов'язкового розкриття інформації про кінцевих бенефіціарних власників, стандартизація фінансової звітності.
- **Захист прав міноритаріїв:** Створення ефективних механізмів оскарження рішень мажоритарних акціонерів, що утискають права дрібних.

Виклики:

- **Недостатньо розвинений фондовий ринок:** Це ускладнює залучення інвестицій та створення ефективного зовнішнього контролю.
- **"Тіньова" економіка та корупція:** Залишаються чинниками, що перешкоджають прозорості та належному управлінню.
- **Неефективність судової системи:** Ускладнює захист прав акціонерів та виконання судових рішень.

5.5. Моделі корпоративного управління: спільні та відмінні риси

Розглянемо три основні моделі, які репрезентують різні підходи до управління корпораціями:

- **Англо-американська (аутсайдерська, ринкова):** Характеризується "розпорошеною" власністю, сильним впливом інституційних інвесторів, однорівневою структурою управління та орієнтацією на максимізацію вартості для акціонерів (*shareholder primacy*).
- **Європейська (німецька, стейкхолдерська):** Характеризується концентрованою власністю, впливом банків і працівників, дворівневою структурою управління та орієнтацією на інтереси всіх стейкхолдерів (*stakeholder primacy*).
- **Японська (інсайдерська):** Унікальна модель, що базується на тісних взаємозв'язках між компаніями (*кейрецу*), банками, системою довічного найму та орієнтацією на довгострокову стабільність.

Незважаючи на значні відмінності, усі сучасні моделі корпоративного управління мають низку спільних рис, оскільки вони вирішують одну і ту ж проблему — ефективне управління корпоративними відносинами.

1. **Розмежування власності та управління:** У всіх моделях акціонери (власники) та менеджмент (управлінці) є різними суб'єктами. Відповідно, у всіх моделях існує проблема "агентських" конфліктів.
2. **Наявність органів управління:** Кожна модель передбачає існування колегіальних органів (рада директорів, наглядова рада, правління), які приймають рішення та здійснюють контроль.
3. **Існування законодавчої бази:** Усі моделі ґрунтуються на законах, що регулюють діяльність акціонерних товариств, ринки капіталу та захист прав інвесторів.
4. **Важливість прозорості:** Незалежно від моделі, розкриття інформації (хоча й у різному обсязі) є критично важливим для ухвалення рішень інвесторами та для контролю за діяльністю компаній.
5. **Захист прав інвесторів:** Кожна модель включає механізми захисту прав власників капіталу, хоча ефективність цих механізмів може суттєво відрізнятись.

Відмінності моделей є принциповими і відображають різні філософії ведення бізнесу та організації суспільства.

- **1. Структура органів управління:**

- **Англо-американська:** Однорівнева. Рада директорів поєднує функції управління та контролю.
- **Європейська та Японська:** Дворівнева (або її варіації). Існує окрема Наглядова рада (контроль) та Правління (управління).

- **2. Основний критерій успішності:**

- **Англо-американська:** Максимізація вартості для акціонерів.
- **Європейська та Японська:** Довгострокова стабільність, соціальна відповідальність та інтереси всіх стейкхолдерів.

- **3. Концентрація власності:**

- **Англо-американська:** "Розпорошена" власність. Велика кількість дрібних та інституційних акціонерів.
- **Європейська та Японська:** Концентрована власність. Контрольні пакети акцій належать банкам, сім'ям, іншим компаніям.

- **4. Роль ключових стейкхолдерів:**

- **Англо-американська:** Акціонери є основним джерелом тиску на менеджмент.
- **Європейська:** Важливу роль відіграють банки (як кредитори та акціонери) та працівники (через систему співуправління).
- **Японська:** Центральну роль відіграють "головний банк", інші компанії в *кейрецу* та працівники (система довічного найму).

- **5. Механізми контролю:**

- **Англо-американська:** Зовнішній контроль через ринок (загроза "ворожого поглинання") та внутрішній контроль (незалежні директори, аудиторські комітети).
- **Європейська та Японська:** Переважно внутрішній контроль (через дворівневу структуру, представництво працівників) та вплив великих інституційних інвесторів (банків).

○

Таблиця 3

Критерій порівняння	Англо-американська модель	Європейська модель	Японська модель
Структура управління	Однорівнева (Рада директорів)	Дворівнева (Наглядова рада та Правління)	Дворівнева (Рада директорів та аудиторський орган)
Ціль управління	Максимізація вартості для акціонерів	Захист інтересів стейкхолдерів	Довгострокова стабільність
Концентрація власності	"Розпорошена"	Концентрована	Концентрована (через <i>кейрецу</i>)
Ключові стейкхолдери	Інституційні акціонери	Банки, працівники	"Головний банк", працівники
Основний механізм контролю	Зовнішній (ринок поглинань)	Внутрішній (Наглядова рада), вплив банків	Внутрішній (через <i>кейрецу</i>), вплив банку
Роль працівників	Мінімальна	Значна (співуправління)	Значна (довічний найм)

Кожна модель є продуктом своєї історії, культури та економічної структури. Не існує універсально "найкращої" моделі.

- **Англо-американська модель** є ідеальною для динамічних, інноваційних компаній, що працюють на висококонкурентних ринках.
- **Європейська модель** краще підходить для стабільних, великих компаній з традиційним виробництвом, де важлива соціальна стабільність.
- **Японська модель** є унікальним прикладом, який доводить, що орієнтація на довгострокові відносини та стабільність може бути надзвичайно успішною.

Україна, що перебуває на шляху інтеграції до ЄС, запозичує риси обох західних моделей. Впровадження інституту незалежних директорів та однорівневої системи є кроком до англо-американської моделі, тоді як загальна орієнтація на гармонізацію законодавства з європейським стандартом тяжіє до німецької моделі.

5.6. Корпоративна реструктуризація економіки України

Корпоративна реструктуризація — це комплекс організаційно-правових, економічних та фінансових заходів, спрямованих на зміну структури управління, власності, бізнес-процесів та активів підприємства з метою підвищення його конкурентоспроможності, ефективності та фінансової стійкості. Це не просто косметичні зміни, а глибока трансформація.

Види реструктуризації:

- **Операційна:** Зміни в бізнес-процесах, організаційній структурі, технологіях, щоб підвищити ефективність.
- **Фінансова:** Оптимізація структури капіталу, зміна фінансових зобов'язань (наприклад, рефінансування боргів).
- **Правова:** Зміна організаційно-правової форми (наприклад, перетворення державного підприємства в акціонерне товариство).
- **Майнова:** Продаж непрофільних або неефективних активів, об'єднання з іншими компаніями.

Процеси корпоративної реструктуризації в Україні відбувалися в кілька етапів, кожен з яких мав свої особливості.

Етап I. Приватизація та ваучеризація (1990-ті роки):

- **Передумови:** Перехід від планової економіки до ринкової. Неефективність державних підприємств, які були технологічно відсталими та збитковими.
- **Механізм:** Масова приватизація, в ході якої державні підприємства перетворювались на акціонерні товариства. Це був початковий, часто хаотичний, етап реструктуризації.
- **Наслідки:** Замість "розпорошеної" власності, яка мала б забезпечити ринковий контроль, акції концентрувались у руках невеликої групи осіб (директорів, нових бізнесменів). Це призвело до значних зловживань та "приватизації" прибутків.

Етап II. Консолідація власності та становлення ФПГ (початок 2000-х):

- **Передумови:** Потреба в ефективнішому управлінні активами та захисті власності.
- **Механізм:** Злиття та поглинання, створення фінансово-промислових груп. Контрольні пакети акцій переходили від дрібних інвесторів до великих гравців.
- **Наслідки:** Сформувалася олігархічна структура економіки, де великі бізнес-групи контролювали цілі сектори. Корпоративне управління було орієнтоване не на ринкові механізми, а на захист інтересів мажоритарних власників.

Етап III. Євроінтеграція та реформи (після 2014 року):

- **Передумови:** Політичний курс на інтеграцію в Європейський Союз, потреба у залученні західних інвестицій.
- **Механізм:** Посилення державного регулювання (ухвалення нових законів), що відповідає європейським стандартам. Корпоратизація державних підприємств (як-от "Укрзалізниця", "Укрпошта") та залучення до їхнього управління незалежних наглядових рад.
- **Наслідки:** Поступове підвищення прозорості та ефективності. Це етап, на якому Україна намагається перейти від інсайдерської моделі до змішаної, з елементами європейського корпоративного управління.

Сучасні процеси реструктуризації в Україні використовують різні інструменти для досягнення поставлених цілей.

- **Реорганізація:**
 - **Злиття, приєднання:** Об'єднання компаній для досягнення синергії та економії на масштабі.
 - **Поділ, виділення:** Розукрупнення компаній для підвищення їхньої гнучкості та ефективності. Наприклад, відокремлення непрофільних активів.
- **Корпоратизація:**

- **Механізм:** Перетворення державних підприємств на акціонерні товариства.
- **Мета:** Впровадження принципів корпоративного управління, що дозволяє відділити політику від бізнесу, підвищити прозорість та ефективність.
- **Фінансова реструктуризація:**
 - **Механізм:** Зміна умов кредитування, переговори з кредиторами, випуск нових цінних паперів.
 - **Мета:** Відновлення платоспроможності підприємств та запобігання банкрутству.
- **Приватизація:**
 - **Механізм:** Продаж державних активів приватним інвесторам.
 - **Мета:** Залучення капіталу та ефективного власника.

Приклад: Державне підприємство "Укрзалізниця" пройшло через процес корпоратизації, ставши АТ "Укрзалізниця". Це дозволило призначити незалежну Наглядову раду, яка тепер контролює менеджмент. Це приклад масштабної корпоративної реструктуризації, яка мала за мету підвищити ефективність державного сектору.

Корпоративна реструктуризація має прямий і значний вплив на систему корпоративного управління.

- **Вплив:**
 - **Зміна структури власності:** Реструктуризація призводить до зміни власників, що може змінити підходи до управління.
 - **Впровадження нових правил:** Законодавство, що регулює процеси реструктуризації, вимагає дотримання нових стандартів управління (наприклад, вимоги до незалежних директорів).
 - **Конфлікти інтересів:** При злитті чи поглинанні можуть виникати конфлікти між акціонерами, менеджментом та іншими стейкхолдерами.
- **Виклики:**
 - **Недосконалість законодавства:** Попри прогрес, законодавча база все ще має "прогалини", що ускладнює процеси реструктуризації.
 - **Корупційні ризики:** Особливо під час приватизації та реструктуризації державних активів.
 - **Соціальні наслідки:** Реструктуризація може призводити до скорочення робочих місць, що вимагає розробки програм соціального захисту.

У контексті післявоєнного відновлення України, корпоративна реструктуризація стане одним із ключових інструментів для відновлення економіки, залучення інвестицій та відбудови зруйнованих підприємств.

Дуже добре. Тема стандартів корпоративного управління є надзвичайно важливою, оскільки вона переводить теоретичні моделі в площину практичного застосування.

5.7. Стандарти корпоративного управління

Стандарти корпоративного управління — це збір правил, принципів та рекомендацій, які визначають, як компанії повинні управлятися та контролюватися. Вони не є жорстким законом, а скоріше набором "найкращих практик", дотримання яких свідчить про високий рівень управління, прозорість та відповідальність.

Значення:

- **Залучення інвестицій:** Інвестори, особливо міжнародні, надають перевагу компаніям, які дотримуються високих стандартів, оскільки це знижує їхні ризики.
- **Підвищення конкурентоспроможності:** Стандарти допомагають компаніям стати більш ефективними, прозорими та привабливими для партнерів.
- **Захист інтересів стейкхолдерів:** Дотримання стандартів є запорукою того, що інтереси акціонерів, працівників, кредиторів та суспільства будуть враховані.
- **Підвищення довіри:** Високі стандарти корпоративного управління є фундаментом довіри між бізнесом, інвесторами та державою.

Керівні принципи ОЕСР як глобальний стандарт

Організація економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) є однією з найавторитетніших міжнародних організацій, що встановлює стандарти у сфері економіки та управління. Її "**Керівні принципи корпоративного управління**" (2004, оновлені у 2015 році) є глобальним бенчмарком, на який орієнтуються більшість країн.

Ключові принципи ОЕСР:

1. **Забезпечення основи для ефективної системи корпоративного управління:** Законодавство та регулятивна база мають створювати умови для належного функціонування ринку капіталу та компаній.
2. **Права акціонерів та ключові функції власності:** Принципи вимагають захисту прав акціонерів, включаючи право на отримання інформації, участь у загальних зборах та отримання дивідендів.
3. **Рівне ставлення до акціонерів:** Усі акціонери, незалежно від їхньої частки, мають бути захищені від зловживань та маніпуляцій з боку менеджменту чи мажоритарних акціонерів.
4. **Роль стейкхолдерів у корпоративному управлінні:** Компанії повинні поважати права працівників, кредиторів та інших зацікавлених сторін.
5. **Розкриття інформації та прозорість:** Компанії зобов'язані своєчасно розкривати повну та достовірну інформацію про свій фінансовий стан, структуру власності та управління.
6. **Відповідальність Ради директорів:** Рада директорів має здійснювати ефективний нагляд за менеджментом, захищати інтереси компанії та акціонерів. Вона повинна бути незалежною та компетентною.

В Україні стандарти корпоративного управління розвиваються з урахуванням міжнародного досвіду. Основним документом є **Кодекс корпоративного управління**, розроблений та затверджений **Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР)**.

- **"Метод дотримуйся або поясни" (Comply or Explain):** Український Кодекс, як і багато європейських, побудований на цьому принципі. Компанія може або дотримуватися його рекомендацій, або, якщо вона цього не робить, публічно пояснити причини такого рішення. Це забезпечує гнучкість, але вимагає відкритості.
- **Структура Кодексу:** Український Кодекс повторює логіку Принципів ОЕСР, деталізуючи вимоги щодо:
 - **Прав акціонерів:** Порядок проведення загальних зборів, захист прав міноритаріїв.
 - **Діяльності Наглядової ради:** Вимоги до її складу, ролі незалежних директорів, роботи комітетів.
 - **Системи розкриття інформації:** Вимоги до змісту річних звітів, інформаційної політики.
 - **Системи внутрішнього контролю:** Роль аудиторського комітету, внутрішнього аудиту.

Дотримання стандартів корпоративного управління є не просто формальною вимогою, а потужним інструментом для підвищення ефективності бізнесу.

Як це працює на практиці:

1. **Наглядова рада:** Компанія залучає до складу Наглядової ради незалежних директорів. Це можуть бути відомі фахівці з бізнес-спільноти, науковці. Вони забезпечують об'єктивний погляд на діяльність менеджменту та захист інтересів акціонерів.
2. **Аудит та контроль:** Створюються комітети Наглядової ради (наприклад, аудиторський комітет), які контролюють фінансову звітність, внутрішній аудит та управління ризиками.
3. **Прозорість:** Компанія публікує детальні річні звіти, які містять не лише фінансові показники, а й інформацію про стратегію, ризики, систему управління, а також про склад та діяльність Наглядової ради.

Приклад: Університет "Майбутнє", якби він прагнув залучити інвестиції від великих міжнародних фондів, повинен був би дотримуватися високих стандартів. Він міг би опублікувати звіт про корпоративне управління, де пояснювалося б, що до його Наглядової ради входять незалежні експерти. Це сигнал для інвестора, що управління прозоре, а його інтереси захищені.

Переваги:

- **Зниження вартості залучення капіталу:** Компанії з високим рейтингом корпоративного управління отримують кредити та інвестиції під менший відсоток.
- **Підвищення інвестиційної привабливості:** Компанія стає більш цінною в очах інвесторів, що підвищує вартість її акцій.
- **Зменшення ризиків:** Ефективна система контролю та управління ризиками допомагає уникнути фінансових та репутаційних втрат.

5.8. Національні принципи корпоративного управління: розробка та впровадження

Українські національні принципи корпоративного управління не виникли на порожньому місці. Їхня розробка була обумовлена:

- **Необхідністю адаптації до міжнародних стандартів:** Україна взяла курс на євроінтеграцію, що вимагало гармонізації законодавства з європейським. "Керівні принципи ОЕСР" стали основним орієнтиром.
- **Потребою в захисті інвесторів:** Низька ефективність фондового ринку та численні порушення прав міноритарних акціонерів вимагали створення чітких правил гри.
- **Реформуванням державного сектору:** Уряд усвідомив, що для підвищення ефективності державних підприємств (що є частиною реформ МВФ) необхідно впроваджувати сучасні інструменти управління.

Етапи розробки:

- **Перші спроби (початок 2000-х):** Спроби імплементувати елементи корпоративного управління були пов'язані з діяльністю Асоціації професійних учасників фондового ринку. Це були скоріше рекомендації.
- **Кодекс 2007 року:** Перший офіційний Кодекс корпоративного управління був розроблений ДКЦПФР. Хоча він не був обов'язковим, він став першим офіційним документом, що систематизував принципи.
- **Кодекс 2014 року (оновлений у 2017):** У зв'язку з реформуванням законодавства та посиленням ролі НКЦПФР, було розроблено новий, більш деталізований Кодекс. Він уже активно використовував принцип "дотримуйся або поясни" та став обов'язковим для публічних акціонерних товариств.
- **Кодекс 2020 року:** Цей Кодекс став найбільш сучасним, враховуючи вимоги директив ЄС та нові стандарти ОЕСР. Він є основним чинним документом.

Український Кодекс є всеосяжним документом, який охоплює всі сфери корпоративного управління. Його основні розділи та принципи:

1. **Загальні засади:** Визначають мету Кодексу — підвищення інвестиційної привабливості та створення сприятливого ділового клімату.
2. **Захист прав акціонерів:**
 - **Право на інформацію:** Акціонери мають право на повну, достовірну та своєчасну інформацію про діяльність компанії.
 - **Право на участь у загальних зборах:** Кодекс деталізує процедуру підготовки та проведення зборів, щоб забезпечити рівні можливості для всіх акціонерів.
 - **Право на дивіденди:** Чітко визначається механізм розподілу прибутку.
3. **Ефективність Наглядової ради:**
 - **Склад:** Кодекс рекомендує включати до складу Наглядової ради **незалежних директорів**.
 - **Комітети:** Запровадження обов'язкових комітетів (наприклад, аудиторський, з винагород, з номінацій), що складаються переважно з незалежних директорів.
 - **Оцінка діяльності:** Кодекс рекомендує проводити регулярну оцінку ефективності роботи Наглядової ради.
4. **Розкриття інформації:** Компанії мають розкривати інформацію не лише про фінансові показники, а й про структуру власності, ризики, політику винагород та інші ключові аспекти.
5. **Внутрішній контроль та управління ризиками:** Кодекс вимагає створення ефективних систем внутрішнього контролю, аудиту та управління ризиками.

Особливості впровадження принципів та їхня роль у реформуванні державного сектору

- **Принцип "Comply or Explain":** Цей принцип робить Кодекс гнучким, але водночас вимагає відкритості. Якщо компанія не дотримується певної рекомендації, вона має пояснити, чому. Це дає інвесторам інформацію для ухвалення рішень.
- **Відповідальність:** Законодавство України вже закріпило багато норм Кодексу як обов'язкові, особливо для публічних акціонерних товариств.

Впровадження національних принципів стало основою реформування державних підприємств, яке називається **корпоратизацією**.

- **Механізм:** Державне підприємство перетворюється в акціонерне товариство, а в його Наглядову раду залучаються незалежні директори.
- **Мета:** Відділити управління підприємством від політичного впливу, підвищити прозорість, ефективність та підзвітність менеджменту.
- **Приклад:** НАК "Нафтогаз України", АТ "Укрпошта", АТ "Укрзалізниця". Це показові приклади, де принципи корпоративного управління були впроваджені на державному рівні.

Виклики та перспективи розвитку національних стандартів

Виклики:

- **Недостатньо розвинений фондовий ринок:** "Comply or Explain" працює ефективно лише за наявності активних інвесторів, які можуть аналізувати пояснення компаній. В Україні фондовий ринок є ще слабким.
- **Опір змінам:** Мажоритарні акціонери та менеджмент часто чинять опір впровадженню прозорих правил, оскільки це обмежує їхні можливості.
- **Неефективність судової системи:** Це робить складним захист прав акціонерів у судах, що знижує довіру до всієї системи.

Перспективи:

- **Подальша гармонізація з ЄС:** Вступ до Європейського Союзу вимагатиме подальшого вдосконалення національних стандартів.
- **Розвиток інституційних інвесторів:** Зростання пенсійних фондів та страхових компаній створить внутрішній попит на якісне корпоративне управління.
- **"Глобальний" стандарт:** Українські компанії, які прагнуть вийти на міжнародні ринки капіталу (наприклад, Варшавську або Лондонську біржі), будуть змушені впроваджувати найвищі стандарти, що сприятиме їх поширенню і в Україні.

Питання та завдання для самоконтролю:

1. Чому англо-американську модель називають "аутсайдерською"?
2. Чому принцип "Shareholder Primacy" є центральним для англо-американської моделі?
3. Поясніть, чому європейську модель називають "стейкхолдерською"?
4. Як ви думаєте, яка модель управління краще підходить для стабільної, традиційної компанії, а яка — для швидкозростаючого технологічного стартапу?
5. Що таке *кейрецу* і яку роль вони відіграють у японській моделі?
6. Поясніть, чому японську модель називають "інсайдерською"?
7. Які особливості має Рада директорів в японській моделі і чим це відрізняється від західних моделей?
8. Чому українську модель називають "гібридною" або "змішаною"?
9. Які ключові зміни в системі корпоративного управління передбачають сучасні законодавчі реформи в Україні?
10. Як ви думаєте, які саме механізми англо-американської та європейської моделей є найбільш доречними для імплементації в Україні, враховуючи поточні виклики?
11. Як ви вважаєте, чи може держава використовувати реструктуризацію як інструмент для боротьби з монополіями? Обґрунтуйте свою відповідь.
12. Яке значення мають стандарти корпоративного управління для компаній?
13. Як, на вашу думку, можна підвищити рівень дотримання стандартів корпоративного управління в українських компаніях?

14. Які були основні передумови для розробки національних принципів корпоративного управління в Україні?
15. Назвіть три ключові розділи українського Кодексу корпоративного управління.

Тема 6. Стратегічне управління корпораціями. Управління корпоративним капіталом.

- 6.1. Стратегічне управління в корпораціях: сутність, принципи і задачі
- 6.2. Управління державними корпоративними правами
- 6.3. Сутність корпоративної власності
- 6.4. Економічна роль статутного капіталу
- 6.5. Поняття і структура корпоративного капіталу
- 6.6. Формування капіталу підприємств корпоративного типу
- 6.7. Види цінних паперів: загальна характеристика та сфери застосування
- 6.8. Види вартості акцій
- 6.9. Викуп акціонерним товариством розміщених ним цінних паперів
- 6.10. Емісія цінних паперів акціонерного товариства

6.1. Стратегічне управління в корпораціях: сутність, принципи і задачі

Стратегічне управління — це процес розробки та реалізації стратегії, який забезпечує досягнення довгострокових цілей корпорації, її адаптацію до змін у зовнішньому середовищі та конкурентних переваг. Це управління, орієнтоване на майбутнє.

Стратегічне управління відповідає на питання "Куди ми йдемо і чому?", тоді як операційне — "Як ми це зробимо?".

Ефективне стратегічне управління базується на низці принципів, які забезпечують його успішність.

1. **Принцип орієнтації на довгострокову перспективу:** Стратегія має враховувати не лише поточні, а й майбутні виклики та можливості.
2. **Принцип єдності та послідовності:** Стратегія має бути узгодженою на всіх рівнях корпорації — від загальної дочірніх компаній чи відділів.
3. **Принцип гнучкості та адаптивності:** Стратегія не є статичною. Вона має бути здатною адаптуватися до змін у зовнішньому середовищі (наприклад, нові технології, зміни в законодавстві, економічні кризи).
4. **Принцип комплексності:** Стратегія має враховувати всі аспекти діяльності корпорації: фінансові, маркетингові, виробничі, кадрові.
5. **Принцип участі:** Успішне впровадження стратегії вимагає залучення працівників усіх рівнів. Стратегія повинна бути зрозумілою та прийнятою всіма співробітниками.

Процес стратегічного управління складається з трьох основних задач, які виконуються послідовно.

Задача 1. Розробка стратегії (Стратегічне планування):

- **Аналіз місії та бачення:** Визначення призначення корпорації (місія) та її ідеального майбутнього стану (бачення).
- **Аналіз зовнішнього середовища (PESTEL, SWOT-аналіз):** Оцінка політичних, економічних, соціальних, технологічних, екологічних та правових чинників, що впливають на корпорацію.
- **Аналіз внутрішнього середовища (SWOT-аналіз):** Оцінка сильних та слабких сторін, ресурсів та компетенцій корпорації.
- **Формування стратегічних цілей:** На основі аналізу встановлюються конкретні, вимірювані, досяжні, релевантні та визначені в часі цілі (SMART-цілі).
- **Розробка стратегічних альтернатив:** Визначення можливих шляхів досягнення цілей (наприклад, стратегія зростання, стабілізації, скорочення).

Задача 2. Реалізація стратегії:

- **Розробка організаційної структури:** Створення ефективної структури, що відповідає обраній стратегії.
- **Розподіл ресурсів:** Виділення фінансових, людських та технологічних ресурсів для виконання стратегії.
- **Мотивація персоналу:** Створення системи винагород та стимулювання, яка заохочує працівників до досягнення стратегічних цілей.

Задача 3. Оцінка та контроль:

- **Моніторинг виконання:** Постійний контроль за тим, як реалізується стратегія.
- **Оцінка результатів:** Порівняння фактичних результатів з плановими показниками.
- **Коригування:** У разі відхилень від плану, вносяться зміни до стратегії або до механізмів її реалізації.

Корпоративне управління є основою для ефективного стратегічного управління.

- **Корпоративне управління забезпечує "як":**
 - **Хто ухвалює рішення:** Наглядова рада (або Рада директорів) ухвалює стратегічні рішення.
 - **Хто контролює:** Та сама Наглядова рада здійснює контроль за реалізацією стратегії, яку розробляє менеджмент.
 - **Як це робиться:** Через принципи прозорості та підзвітності.
- **Стратегічне управління відповідає на питання "що":**
 - **Що робити:** Визначає напрямки розвитку компанії, її місію, бачення та цілі.

Приклад: У нашому умовному університеті "Майбутнє", Наглядова рада (в рамках корпоративного управління) визначає стратегічну мету на 5 років: стати провідним ІТ-університетом України. Ректор та його команда (менеджмент) (в рамках стратегічного управління) розробляють конкретний план: відкрити нові спеціальності, оновити лабораторії, залучити найкращих викладачів. Потім Наглядова рада контролює виконання цього плану.

Без ефективного корпоративного управління, яке забезпечує підзвітність менеджменту, стратегічне управління може перетворитися на декларацію, що не буде реалізована.

6.2. Управління державними корпоративними правами

Державні корпоративні права — це права держави як акціонера (учасника) господарського товариства. Ці права виникають у випадку, коли держава володіє часткою (акціями) у статутному капіталі підприємства. Вона може бути як мажоритарним, так і міноритарним акціонером.

Основна відмінність:

На відміну від приватного власника, держава як власник має подвійну мету:

- **Економічна мета:** Отримання прибутку та підвищення ефективності підприємства.
- **Соціальна та стратегічна мета:** Забезпечення національної безпеки, виконання соціальних функцій, підтримка стратегічних галузей (оборона, енергетика, інфраструктура).

Класифікація:

- **За обсягом власності:**
 - **Контрольні пакети:** Держава володіє часткою, що дозволяє ухвалювати стратегічні рішення та контролювати діяльність (наприклад, "Укрзалізниця", "Укренерго").
 - **Блокуючі пакети:** Держава володіє часткою, що дозволяє блокувати важливі рішення (наприклад, зміни в статуті).
 - **Дрібні пакети:** Частки, що не дають суттєвого впливу на управління.
- **За організаційно-правовою формою:**
 - **Державні унітарні підприємства (ДУП):** 100% власності належить державі.
 - **Акціонерні товариства:** Держава володіє акціями у ПАТ або ПрАТ.
 - **Господарські товариства з державною часткою:** Держава є одним із засновників.

Правова база та інституційна структура управління в Україні

Правова база:

- **Закон України "Про управління об'єктами державної власності"**: Цей закон є основним, він визначає повноваження органів управління та принципи управління державним майном.
- **Закон "Про акціонерні товариства"**: Регулює діяльність акціонерних товариств, зокрема тих, де є державна частка.
- **Підзаконні акти та постанови КМУ**: Деталізують порядок призначення членів наглядових рад, проведення конкурсів, звітності тощо.

Інституційна структура:

В Україні існує складна система органів, які відповідають за управління державними корпоративними правами.

- **Кабінет Міністрів України (КМУ)**: Визначає загальну політику управління, затверджує стратегії для особливо важливих підприємств.
- **Міністерство економіки, Міністерство фінансів, інші міністерства**: Виступають у ролі уповноважених органів управління. Наприклад, Міністерство інфраструктури управляє державними підприємствами транспортної галузі.
- **Фонд державного майна України (ФДМУ)**: Виступає як акціонер у багатьох АТ з державною часткою. Відповідає за приватизацію та управління майном, що не має стратегічного значення.
- **Наглядові ради**: У реформованих державних компаніях (корпоратизованих) Наглядова рада є ключовим органом управління.

За останні роки в Україні відбулися значні реформи в управлінні державними активами, що є частиною ширшого процесу корпоративізації.

Ключові напрями реформ:

- **Відділення політики від бізнесу**: Передача управління від міністерств до Наглядових рад, що складаються з незалежних професіоналів. Це дозволяє ухвалювати рішення на основі економічної доцільності, а не політичної кон'юнктури.
- **Корпоратизація**: Перетворення державних унітарних підприємств в акціонерні товариства. Це робить їх прозорішими та відкритішими для зовнішнього контролю.
- **Незалежні наглядові ради**: Залучення до складу Наглядових рад незалежних членів, які обираються на конкурсній основі.
 - **Мета**: Забезпечити професійний нагляд, запобігти корупції та конфліктам інтересів.
- **Публічна звітність**: Впровадження вимог щодо публікації фінансових звітів та звітів про корпоративне управління.

Механізми управління:

- **Контрактна система**: Укладання контрактів з керівниками підприємств, які встановлюють чіткі КРІ (ключові показники ефективності).
- **Система конкурсного відбору**: Відбір керівників та членів наглядових рад на конкурсній основі.

Приклад: Реформа корпоративного управління НАК "Нафтогаз України". Залучення незалежних членів до Наглядової ради, що складається з представників держави та іноземних фахівців, дозволило підвищити прозорість та ефективність управління, незважаючи на політичні дискусії.

Виклики та перспективи управління державними корпоративними правами

Виклики:

- **Політичний вплив**: Попри реформи, політичний тиск на державні компанії залишається значним.
- **Конфлікти інтересів**: Члени наглядових рад можуть мати власні інтереси, що суперечать інтересам держави.
- **Недостатня ефективність**: Багато державних підприємств все ще залишаються збитковими та технологічно відсталими.
- **Супротив реформам**: Чиновники та менеджмент, які звикли до старих схем, часто чинять опір змінам.

Перспективи:

- **Приватизація:** Продаж неефективних державних активів дозволить залучити приватний капітал та ефективних власників.
 - **Подальша корпоратизація:** Завершення реформ в управлінні державними підприємствами.
 - **Впровадження найкращих міжнародних стандартів:** Орієнтація на стандарти ОЕСР та інших міжнародних організацій дозволить підвищити інвестиційну привабливість України.
- Успіх реформ в управлінні державними активами є ключовим для економічного відновлення України, оскільки це дозволить вивільнити значні ресурси та підвищити ефективність стратегічно важливих галузей.

6.3. Сутність корпоративної власності

Корпоративна власність — це особливий вид колективної власності, який виникає в результаті об'єднання капіталів (активів) фізичних або юридичних осіб для створення та діяльності корпорації. Ця власність належить не окремим учасникам, а самій юридичній особі — корпорації.

Ключові ознаки:

- **Відокремлення власності від управління:** Це центральна і найважливіша ознака. Власники (акціонери) та наймані менеджери (управлінці) є різними суб'єктами. Акціонери, як правило, не беруть безпосередньої участі в повсякденному управлінні.
 - **Розподіл на частки:** Корпоративна власність поділяється на дрібні, однакові частки, що називаються акціями або паями. Ця частка визначає обсяг прав та обов'язків її власника.
 - **Обмежена відповідальність:** Акціонери несуть відповідальність за зобов'язаннями корпорації лише в межах вартості належних їм акцій. Їх особисте майно залишається захищеним.
 - **Можливість відчуження:** Акціями можна вільно розпоряджатися — продавати, дарувати, передавати у спадок. Це забезпечує ліквідність інвестицій та мобільність капіталу.
 - **Корпоративні права:** Володіння часткою в корпорації надає її власнику певний набір прав, які називаються корпоративними. Це право на участь в управлінні, право на отримання частини прибутку (дивіденди), право на отримання інформації.
- Корпоративна власність має складну правову природу, що поєднує різні елементи:
- **Власність юридичної особи:** Майно, яке належить корпорації (будівлі, обладнання, кошти), є її власністю. Самі акціонери не мають прямих майнових прав на ці активи.
 - **Майнові права акціонерів:** Акції є цінним папером, який засвідчує майнові права їх власника. Ці права включають право на частину прибутку (дивіденди) та право на частину майна у разі ліквідації корпорації.
 - **Управлінські права акціонерів:** Кожен власник акції має право голосу на загальних зборах акціонерів, що дозволяє йому брати участь в ухваленні ключових рішень.

Таким чином, акціонер не є власником майна компанії, він є власником **корпоративних прав**. Це фундаментальне розмежування.

Порівняння з іншими формами власності дозволяє краще зрозуміти унікальність корпоративної.

Таблиця 4

Критерій порівняння	Приватна власність	Колективна власність	Корпоративна власність
Суб'єкт власності	Фізична або юридична особа	Колектив (кооператив)	Юридична особа (корпорація)
Участь власника в управлінні	Пряма та повна	Пряма та повна	Опосередкована (через органи управління)
Поділ на частки	Немає	Є (паї)	Є (акції)
Відповідальність	Повна (усім майном)	Обмежена (у межах паю)	Обмежена (у межах вартості акцій)
Можливість відчуження	Проста	Обмежена (згода колективу)	Вільна
Головна мета	Індивідуальні інтереси	Інтереси колективу	Інтереси юридичної особи, що опосередковано виражаються в інтересах акціонерів

Корпоративне управління виникає саме через особливості корпоративної власності.

Агентська проблема: Головна проблема полягає в тому, що менеджери (агенти), які управляють корпорацією, можуть приймати рішення, що максимізують їхні власні інтереси, а не інтереси акціонерів (власників).

Корпоративне управління є інструментом для вирішення цієї проблеми. Його завдання:

- **Забезпечити підзвітність:** Менеджмент має звітувати перед акціонерами.
- **Створити ефективний контроль:** Органи управління (Наглядова рада) повинні контролювати діяльність менеджменту.
- **Захистити інтереси власників:** Права акціонерів мають бути захищені від можливих зловживань.

Приклад: У нашому умовному університеті "Майбутнє", як акціонерному товаристві, власниками є акціонери, які придбали його акції. Однак управління здійснює ректор та проректори (менеджмент). Корпоративна власність тут виражається в акціях, а корпоративне управління є системою, що гарантує, що ректор діє в інтересах акціонерів, а не просто у своїх власних інтересах.

Таким чином, **сутність корпоративної власності** є визначальною для розуміння **необхідності корпоративного управління**.

6.4. Економічна роль статутного капіталу

Статутний капітал — це сума внесків засновників (учасників) для забезпечення діяльності господарського товариства. Ці внески можуть бути у формі грошових коштів, майна, майнових прав, цінних паперів тощо. Статутний капітал відображається у статутних документах підприємства та є одним з основних показників його фінансового стану.

Сутність статутного капіталу:

- Він є **первинною фінансовою основою**, що дозволяє компанії розпочати свою діяльність.
- Він формує **мінімальну гарантійну базу**, яка захищає інтереси кредиторів.
- Він визначає **розподіл власності та корпоративних прав** між учасниками.

Економічна роль статутного капіталу є багатогранною і включає такі ключові функції:

1. **Функція стартового капіталу:** Це найочевидніша роль. Статутний капітал — це ті кошти, які засновники вкладають у бізнес, щоб придбати необхідні активи, найняти працівників та покрити перші операційні витрати. Без цієї первинної фінансової бази жодна компанія не зможе розпочати роботу.
2. **Функція гарантії для кредиторів:** Це ключова правова та економічна функція. Законодавство встановлює, що статутний капітал є тим мінімальним розміром активів, на який можуть розраховувати кредитори у разі неплатоспроможності компанії. Ця функція є основою принципу обмеженої відповідальності.

- *Наприклад:* Якщо статутний капітал компанії становить \$1000, то кредитори знають, що принаймні ця сума (або її еквівалент в активах) має бути в компанії. Якщо активи компанії падають нижче розміру статутного капіталу, це може бути підставою для її ліквідації.
- 3. **Функція розподілу власності та контролю:** Розмір частки учасника в статутному капіталі безпосередньо визначає обсяг його корпоративних прав.
 - **Право на участь в управлінні:** Чим більша частка, тим більше голосів на загальних зборах акціонерів. Це дозволяє здійснювати контроль та впливати на ухвалення стратегічних рішень.
 - **Право на отримання прибутку:** Розмір дивідендів прямо пропорційний частці в капіталі.
- 4. **Функція індикатора фінансової стійкості:** Великий розмір статутного капіталу може бути позитивним сигналом для ринку. Він свідчить про серйозність намірів засновників, їхню фінансову надійність та здатність забезпечити бізнес у довгостроковій перспективі. Це підвищує довіру банків, інвесторів та ділових партнерів.
- 5. **Функція регулювання відповідальності:** Статутний капітал є основою принципу обмеженої відповідальності. Учасники несуть відповідальність за зобов'язаннями компанії лише в межах вартості своїх внесків. Їхнє особисте майно залишається захищеним. Ця функція стимулює інвестиції та підприємницьку діяльність, оскільки знижує ризики для інвесторів.

Правові та фінансові аспекти його економічної ролі

- **Правові аспекти:** Українське законодавство (Закони "Про акціонерні товариства", "Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю") встановлює вимоги до формування та зміни статутного капіталу. Для публічних акціонерних товариств існує мінімальний розмір статутного капіталу, що підкреслює його гарантійну функцію.
- **Фінансові аспекти:** З економічної точки зору, статутний капітал є частиною **власного капіталу** підприємства. Хоча з часом він може стати лише невеликою часткою загальних активів, він залишається його основою. Економісти аналізують співвідношення статутного капіталу до інших джерел фінансування, щоб оцінити фінансову стійкість компанії.

Статутний капітал є безпосередньою основою для **корпоративного управління**. Він визначає ієрархію влади та впливу в корпорації:

- **Чим більша частка в статутному капіталі**, тим сильніший вплив власника на ухвалення рішень через голосування на загальних зборах.
- **Розмір статутного капіталу** та його структура (кількість акцій, паїв) формують базу для корпоративних конфліктів або, навпаки, для консенсусного управління.

Таким чином, статутний капітал — це не просто пасивна цифра в статуті, а активний елемент, що відіграє ключову роль у фінансовому забезпеченні, гарантуванні зобов'язань, розподілі влади та формуванні всієї системи управління корпорацією.

6.5. Поняття і структура корпоративного капіталу

Корпоративний капітал — це сукупність фінансових ресурсів, які корпорація використовує для фінансування своєї діяльності та розвитку. Цей капітал є основою її майнової бази. Його можна розглядати як загальну вартість активів, що фінансується за рахунок різних джерел.

Корпоративний капітал відображається в пасиві балансу підприємства і показує, звідки компанія отримала кошти для фінансування своїх активів.

Корпоративний капітал традиційно поділяється на дві великі категорії: **власний капітал** та **позиковий капітал**. Це є основою для ухвалення рішень як у сфері фінансів, так і в сфері корпоративного управління.

- **Власний капітал (Equity Capital):** Це кошти, що належать власникам компанії (акціонерам). Він формується за рахунок внесків засновників та прибутку, який компанія

залишає для розвитку. Власний капітал не підлягає поверненню, і ризик втрати цих коштів повністю несуть власники.

- **Позиковий капітал (*Debt Capital*):** Це кошти, залучені на тимчасовій основі від зовнішніх джерел (банків, інших компаній, інвесторів). Він включає кредити, облігації, заборгованість перед постачальниками. Позиковий капітал підлягає поверненню у визначений термін і зазвичай вимагає виплати відсотків.

Співвідношення власного та позикового капіталу називається **структурою капіталу** і є ключовим показником фінансового ризику компанії.

Власний капітал, у свою чергу, має складну структуру, що відображається в бухгалтерській звітності.

1. Статутний капітал (*Charter Capital*):

- **Сутність:** Це первісний капітал, внесений засновниками, який відображається у статуті.
- **Роль:** Виконує функції стартового капіталу, гарантії для кредиторів та розподілу прав власності (через акції/частки). Це основа корпоративного управління.

2. Додатковий капітал (*Additional Capital*):

- **Сутність:** Капітал, що виникає внаслідок певних операцій, але не є частиною статутного капіталу.
- **Джерела формування:**
 - Емісійний дохід (різниця між продажною та номінальною вартістю акцій).
 - Дооцінка основних засобів (наприклад, переоцінка нерухомості).

3. Резервний капітал (*Reserve Capital*):

- **Сутність:** Кошти, що відраховуються від чистого прибутку.
- **Роль:** Призначений для покриття можливих збитків, виплати дивідендів, якщо прибуток поточного року недостатній. Це свого роду "подушка безпеки", яка забезпечує фінансову стабільність.

4. Нерозподілений прибуток (*Retained Earnings*):

- **Сутність:** Частина чистого прибутку, яка не була виплачена акціонерам у вигляді дивідендів, а була реінвестована в розвиток компанії.
- **Роль:** Це найважливіше джерело самофінансування компанії. Саме за рахунок нерозподіленого прибутку фінансується розширення виробництва, модернізація, дослідження та розробки.

5. Неоплачений капітал та вилучений капітал: Ці елементи відображають зменшення власного капіталу (наприклад, якщо акції були викуплені компанією у власників).

Роль структури капіталу в корпоративному управлінні та фінансовій стійкості

Фінансова стійкість:

- **Ризик:** Чим більша частка позикового капіталу, тим вищий фінансовий ризик, оскільки компанія зобов'язана регулярно виплачувати відсотки та повертати основну суму.
- **Ефективність:** Залучення позикового капіталу може бути вигідним, якщо його вартість нижча, ніж рентабельність активів. Це створює фінансовий важіль (*financial leverage*).

Корпоративне управління:

- **Вплив на акціонерів:** Висока частка позикового капіталу може призвести до ухвалення більш ризикованих рішень менеджментом. Це створює конфлікт інтересів між акціонерами та кредиторами.
- **Контроль:** Кредитори (банки) можуть вимагати від компанії дотримання певних умов (*covenants*), що обмежує свободу дій менеджменту.
- **Вибір між дивідендами та реінвестуванням:** Рада директорів та загальні збори акціонерів вирішують, яку частину прибутку виплатити як дивіденди, а яку — реінвестувати. Це рішення безпосередньо впливає на розмір нерозподіленого прибутку і, відповідно, на можливості самофінансування.

Таким чином, структура корпоративного капіталу є не лише фінансовим показником, а й важливим індикатором стратегічних рішень компанії та її підходів до корпоративного управління.

6.6. Формування капіталу підприємств корпоративного типу

Формування капіталу — це процес залучення та накопичення фінансових ресурсів, необхідних для створення, функціонування та розвитку корпорації. Ці джерела можна класифікувати за двома основними ознаками:

- **За джерелом походження:**
 - **Внутрішні:** Кошти, що генеруються самою корпорацією (нерозподілений прибуток, амортизаційні відрахування).
 - **Зовнішні:** Кошти, що залучаються ззовні (внески засновників, випуск акцій, кредити).
- **За правовим режимом:**
 - **Власний капітал:** Належить власникам компанії (акціонерам).
 - **Позиковий капітал:** Залучається на умовах повернення та виплати відсотків.

Власний капітал є основою фінансової стійкості компанії. Він формується кількома основними способами.

I. Початкове формування (при створенні):

- **Формування статутного капіталу:** Засновники вносять перші кошти, майно, майнові права. Цей внесок фіксується у статуті та є обов'язковим для реєстрації компанії. Розмір внеску визначає їхню частку у власності та право голосу.

II. Подальше збільшення (у процесі діяльності):

1. Додаткова емісія акцій:

- **Сутність:** Компанія випускає нові акції та продає їх на ринку капіталу.
- **Мета:** Залучення значних обсягів фінансових ресурсів для розширення, інновацій або погашення боргів.
- **Способи розміщення:**
 - **Публічне розміщення (IPO — *Initial Public Offering*):** Перше публічне розміщення акцій для необмеженого кола інвесторів. Це дозволяє залучити великі суми, але вимагає високої прозорості та дотримання жорстких вимог.
 - **Приватне розміщення:** Продаж акцій обмеженому колу інвесторів (наприклад, великим фондам, стратегічним партнерам). Цей метод є швидшим і дешевшим.

2. Реінвестування прибутку:

- **Сутність:** Замість виплати дивідендів, компанія приймає рішення направити частину чистого прибутку на власний розвиток.
- **Переваги:** Це найбільш ефективний та "дешевий" спосіб формування капіталу, оскільки не вимагає додаткових витрат на залучення.
- **Рішення:** Це рішення ухвалюється Загальними зборами акціонерів за рекомендацією Наглядової ради, що є класичним прикладом корпоративного управління.

3. Емісія облігацій з правом конвертації:

- **Сутність:** Компанія випускає облігації, які в майбутньому можуть бути конвертовані в акції за бажанням інвестора.
- **Переваги:** Дозволяє залучити фінансування, яке може стати власним капіталом у майбутньому.

Позиковий капітал є важливим джерелом фінансування, що дозволяє компанії використовувати "фінансовий важіль" (*leverage*).

1. Банківські кредити:

- **Характеристика:** Надання коштів на умовах строковості, платності та повернення. Банки є основними кредиторами.
- **Переваги:** Відносна простота процедури, можливість отримати кошти на конкретні цілі.

2. Емісія облігацій:

- **Характеристика:** Розміщення на ринку боргових цінних паперів, які засвідчують зобов'язання компанії повернути кошти з відсотками.

- **Переваги:** Дозволяє залучати значні суми від великої кількості інвесторів.

3. Лізинг:

- **Характеристика:** Довгострокова оренда майна з правом його подальшого викупу.
- **Переваги:** Дає змогу користуватись дорогим обладнанням без необхідності його купівлі.

Вибір способу формування капіталу має безпосередній вплив на систему управління та структуру власності компанії.

- **Власний капітал:**

- **Додаткова емісія акцій:** Збільшення кількості акцій може призвести до розмивання частки власності поточних акціонерів. Це ключове питання, яке вирішується на загальних зборах акціонерів.
- **Реінвестування прибутку:** Рішення про реінвестування, а не виплату дивідендів, може викликати невдоволення акціонерів. Ефективне корпоративне управління має знайти баланс між потребами компанії у фінансуванні та інтересами акціонерів.

- **Позиковий капітал:**

- **Вплив кредиторів:** Банки та інші кредитори можуть висувати певні вимоги (*covenants*), які обмежують свободу дій менеджменту. Це означає, що кредитори стають важливим стейкхолдером у системі управління.
- **Фінансовий ризик:** Висока частка позикового капіталу може підвищити фінансовий ризик компанії, що може призвести до банкрутства. Відповідальність за оцінку цього ризику лежить на Наглядній раді.

Таким чином, формування капіталу — це не лише фінансовий, а й стратегічний процес, який визначає майбутнє компанії, її структуру власності, розподіл влади та ефективність корпоративного управління.

6.7. Види цінних паперів: загальна характеристика та сфери застосування

Цінний папір — це документ встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчує грошове або інше майнове право, визначає взаємовідносини між особою, що його випустила (емітентом), та його власником, і передбачає виконання зобов'язань.

Ключові ознаки:

- **Документарність:** Цінний папір існує у вигляді документа (паперового або електронного запису).
- **Обіговість:** Його можна вільно купувати, продавати, дарувати, передавати у спадок.
- **Правова визначеність:** Він чітко засвідчує права власника, які захищені законом.
- **Ліквідність:** Його можна відносно швидко перетворити на гроші.

Цінні папери класифікуються за кількома критеріями. Найважливіший для корпоративного управління — це їхня економічна сутність.

За економічною сутністю (типом прав, що вони надають):

1. Акції (цінні папери, що засвідчують право власності, або *Equity Securities*):

- **Сутність:** Засвідчують право власності на частку в капіталі корпорації.
- **Призначення:** Формування власного капіталу компанії.
- **Права:** Надають право на участь в управлінні, право на отримання дивідендів, право на частину майна у разі ліквідації.

2. Облігації (боргові цінні папери, або *Debt Securities*):

- **Сутність:** Засвідчують відносини позики. Власник облігації є кредитором компанії.
- **Призначення:** Формування позикового капіталу компанії.
- **Права:** Надають право на отримання відсотків (*купон*) та на повернення номінальної вартості облігації у встановлений термін. Не дають права на участь в управлінні.

3. Похідні цінні папери (*Derivatives*):

- **Сутність:** Їхня вартість залежить від вартості іншого, базового активу (акції, облігації, товар, валюта).
- **Призначення:** Управління ризиками та отримання спекулятивного прибутку.
- **Приклади:** Ф'ючерси, опціони, свопи.

Інші критерії класифікації:

- **За формою випуску:** Документарні (паперові) та бездокументарні (електронні).
- **За емітентом:** Державні, муніципальні, корпоративні.

Характеристика основних видів цінних паперів

- **Акції:**
 - **Звичайні акції (*Common Shares*):** Надають право голосу на загальних зборах акціонерів. Дивіденди за звичайними акціями виплачуються з прибутку, що залишився після виплат за привілейованими акціями.
 - **Привілейовані акції (*Preferred Shares*):** Не дають права голосу (зазвичай), але мають перевагу у виплаті дивідендів (фіксований розмір) та отриманні частини майна у разі ліквідації.
- **Облігації:**
 - **Корпоративні облігації:** Випускаються компаніями для залучення позикового капіталу.
 - **Державні облігації:** Випускаються урядом для фінансування державних програм. Вважаються низькоризиковими.
 - **Заставні облігації:** Забезпечені певним майном емітента, що робить їх більш надійними.
- **Похідні цінні папери:**
 - **Опціон (*Option*):** Дає право (але не зобов'язання) купити або продати базовий актив за фіксованою ціною у майбутньому.
 - **Ф'ючерс (*Future*):** Зобов'язання купити або продати базовий актив у майбутньому за ціною, погодженою сьогодні.

Сфери застосування цінних паперів у корпоративній діяльності

1. **Формування капіталу:**
 - **Через акції:** Компанія може залучити значні обсяги власного капіталу, продаючи акції. Це особливо актуально під час IPO.
 - **Через облігації:** Компанія може залучити позиковий капітал, що дозволяє їй розширити бізнес, не "розмиваючи" власність акціонерів.
2. **Інвестування:**
 - Компанія може інвестувати свої вільні кошти у цінні папери інших компаній або у державні облігації, щоб отримати додатковий дохід.
3. **Корпоративне управління:**
 - Акції є основою для здійснення корпоративних прав (право голосу). Розміщення акцій впливає на структуру власності та розподіл влади в компанії.
 - Власники боргових цінних паперів (облігацій) можуть не мати права голосу, але їхні інтереси є важливим чинником ухвалення стратегічних рішень, оскільки вони є кредиторами.

Приклад: Університет "Майбутнє", як акціонерне товариство, може випустити **звичайні акції**, щоб залучити власний капітал від інвесторів, які хочуть брати участь в управлінні (наприклад, голосувати за призначення ректора). Одночасно, для фінансування будівництва нового корпусу, він може випустити **корпоративні облігації**, залучивши кошти від банків, які не зацікавлені в управлінні, але хочуть отримати стабільний відсоток.

6.8. Види вартості акцій

Акція є багатогранним інструментом, що виконує як юридичну, так і економічну функцію. Тому її вартість може оцінюватися з різних точок зору.

- **З юридичної точки зору**, акція — це документ, що посвідчує права на частку в статутному капіталі, тому вона має **номінальну вартість**.
- **З бухгалтерської точки зору**, акція є часткою власного капіталу компанії, що відображається в її балансі, тому вона має **балансову вартість**.
- **З економічної та інвестиційної точки зору**, акція є інструментом, який купується та продається, тому вона має **ринкову вартість**.

- У разі ліквідації, акціонер має право на частину майна, що визначається **ліквідаційною вартістю**.

Кожен із цих видів вартості має своє призначення та значення.

Номінальна вартість (Nominal Value, Par-Value)

- **Визначення:** Це вартість акції, встановлена на момент її первинного випуску. Вона вказується у статуті компанії.
- **Як розраховується:** Загальний розмір статутного капіталу ділиться на кількість випущених акцій.
 - $\text{Номінальна вартість} = \frac{\text{Кількість акцій}}{\text{Статутний капітал}}$
- **Економічне значення:**
 - **Юридична функція:** Використовується для визначення мінімального розміру статутного капіталу.
 - **Облікова функція:** Служить основою для бухгалтерського обліку капіталу.
 - **Правова функція:** Забороняється продавати акції за ціною, нижчою за номінальну, щоб захистити інтереси кредиторів.
- **Важливо:** Номінальна вартість, як правило, не змінюється і не відображає реальної ринкової ціни акції.

Балансова (книжкова) вартість (Book Value)

- **Визначення:** Це вартість, яка припадає на одну акцію, розрахована на основі даних бухгалтерського балансу компанії.
- **Як розраховується:** Розмір власного капіталу компанії ділиться на кількість випущених акцій.
 - $\text{Балансова вартість} = \frac{\text{Кількість акцій}}{\text{Власний капітал}}$
- **Економічне значення:**
 - **Оцінка стабільності:** Показує, скільки власних коштів припадає на одну акцію. Висока балансова вартість може свідчити про стійке фінансове становище.
 - **Внутрішній орієнтир:** Використовується для внутрішнього аналізу та оцінки компанії.
- **Важливо:** Балансова вартість може значно відрізнятись від ринкової, оскільки вона не враховує потенціал компанії, її бренд, репутацію, інновації, які не відображені в балансі.

Ринкова вартість (Market Value)

- **Визначення:** Це ціна, за якою акція фактично купується та продається на фондовій біржі.
- **Як розраховується:** Визначається співвідношенням попиту та пропозиції на відкритому ринку.
- **Економічне значення:**
 - **Реальна ціна:** Це єдина "справжня" вартість для інвесторів. Вона відображає очікування ринку щодо майбутніх прибутків компанії, її перспектив та ризиків.
 - **Оцінка успішності:** Зростання ринкової вартості акцій є головним показником успішності менеджменту та ефективності корпоративного управління.
 - **Загальна капіталізація:** Множення ринкової вартості акції на їхню загальну кількість дає ринкову капіталізацію компанії.

Ліквідаційна вартість (Liquidation Value)

- **Визначення:** Це сума, яку отримає акціонер за одну акцію у разі повного припинення діяльності компанії та продажу її активів.
- **Як розраховується:** Загальна вартість активів, отриманих від продажу, мінус усі зобов'язання (борги), ділиться на кількість акцій.
 - $\text{Ліквідаційна вартість} = \frac{\text{Кількість акцій}}{\text{Вартість активів} - \text{Зобов'язання}}$
- **Економічне значення:**
 - **Показник мінімальної ціни:** Використовується як мінімальний орієнтир для оцінки компанії.
 - **Захист інвестора:** Визначає потенційну суму, яку акціонер може отримати в найгіршому сценарії.

- **Важливо:** Ліквідаційна вартість часто є нижчою за балансову, оскільки активи при ліквідації продаються за заниженими цінами.

Кожен вид вартості акції дає унікальну інформацію:

- **Номинальна вартість:** Фіксований юридичний показник, що має невелике економічне значення для інвестора.
- **Балансова вартість:** Показник, що відображає внутрішню фінансову міць, але може не враховувати невидимі активи (бренд, технології).
- **Ринкова вартість:** Реальна вартість, що відображає очікування інвесторів і є найважливішим показником ефективності управління.
- **Ліквідаційна вартість:** Показник, що демонструє найгірший сценарій.

Зв'язок з корпоративним управлінням: Основна мета ефективного корпоративного управління — **максимізація ринкової вартості** акцій. Для цього менеджмент має дбати про фінансову стійкість (що підвищує балансову вартість) та прозорість, що підвищує довіру інвесторів та, відповідно, ринкову вартість.

6.9. Викуп акціонерним товариством розміщених ним цінних паперів

Викуп цінних паперів (або **buyback**) — це операція, під час якої акціонерне товариство (емітент) викупує власні акції або інші цінні папери на вторинному ринку. Це є альтернативою виплаті дивідендів, оскільки зменшує кількість акцій в обігу.

Сутність викупу: На відміну від первинного розміщення (емісії) акцій, коли компанія залучає капітал, викуп акцій є операцією, що зменшує власний капітал і повертає кошти акціонерам. Викуплені акції можуть бути анульовані (зменшивши статутний капітал) або зберігатися на балансі компанії як так звані "казначейські акції".

Акціонерне товариство може вдаватися до викупу власних цінних паперів з кількох причин.

1. **Підвищення ринкової вартості акцій:** Зменшення кількості акцій в обігу призводить до зростання частки власності, прибутку та дивідендів, що припадають на одну акцію (EPS — *earnings per share*). Це робить акції більш привабливими для інвесторів і стимулює зростання їхньої ринкової ціни.
2. **Захист від поглинання:** Якщо компанія вважає, що її акції недооцінені, і вона може стати мішенню для ворожого поглинання, викуп акцій дозволяє зосередити більше акцій в руках дружніх акціонерів.
3. **Винагорода акціонерам:** Коли компанія має значні вільні кошти, вона може використати їх для викупу, що є альтернативою виплаті дивідендів. Це може бути податково вигіднішим для акціонерів.
4. **Стимулювання працівників:** Викуплені акції можуть бути використані для мотиваційних програм для менеджменту та працівників (наприклад, опціони на акції).
5. **Структурні зміни:** Компанія може викупувати акції для подальшої реорганізації, злиття чи поглинання.

В Україні процедура викупу акцій регулюється Законом "Про акціонерні товариства" та підзаконними актами Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР).

Ключові положення:

- **Рішення про викуп:** Рішення про викуп власних акцій ухвалюється загальними зборами акціонерів або Наглядовою радою, якщо це передбачено статутом. У рішенні мають бути зазначені:
 - кількість та тип акцій, що викупуваються;
 - умови викупу (ціна, термін);
 - мета викупу.
- **Джерела фінансування:** Викуп акцій здійснюється за рахунок чистого прибутку, додаткового або резервного капіталу. Викуп не може здійснюватися, якщо це призведе до зменшення чистих активів нижче мінімального статутного капіталу.
- **Прозорість:** Інформація про викуп має бути публічно розкрита, щоб забезпечити рівні умови для всіх акціонерів.

- **Обмеження:** Законом встановлюються обмеження щодо кількості акцій, які можуть бути викуплені, а також щодо терміну їх зберігання на балансі.
Викуп акцій має значний вплив на корпоративне управління та фінансовий стан компанії.
- **Вплив на корпоративне управління:**
 - **Консолідація власності:** Викуп може призвести до збільшення частки власності мажоритарних акціонерів, що посилює їхній контроль над компанією. Це може як підвищити ефективність управління, так і призвести до зловживань на шкоду міноритарним акціонерам.
 - **Зміна структури капіталу:** Викуп зменшує власний капітал, що може вплинути на фінансову стійкість компанії.
 - **Політика винагород:** Викуп може бути частиною політики винагороди менеджменту, що створює зв'язок між успішністю компанії та добробутом її керівників.
- **Вплив на інвесторів:**
 - **Позитивний сигнал:** Для інвесторів викуп може бути сигналом, що менеджмент вважає акції компанії недооціненими і вірить у її майбутнє.
 - **Зростання прибутковості:** Зменшення кількості акцій підвищує прибуток на акцію (EPS), що може спричинити зростання ринкової ціни.
 - **Ризики:** Якщо компанія здійснює викуп за рахунок залучення позикового капіталу, це може збільшити її фінансовий ризик.

Таким чином, викуп цінних паперів — це потужний інструмент, який може бути використаний як для підвищення ефективності компанії та винагороди інвесторів, так і для маніпулювання ринком. Тому його використання жорстко регулюється, а ухвалення рішень є важливою складовою корпоративного управління.

6.10. Емісія цінних паперів акціонерного товариства

Емісія цінних паперів — це встановлена законодавством послідовність дій емітента (акціонерного товариства), спрямованих на розміщення цінних паперів серед перших власників. Це основний спосіб, за допомогою якого корпорація залучає капітал на ринку.

Основні цілі емісії:

- **Залучення капіталу:** Це головна мета. Кошти, отримані від розміщення акцій чи облігацій, спрямовуються на фінансування інвестиційних проєктів, розширення діяльності, модернізацію виробництва, погашення існуючих боргів.
- **Зміна структури капіталу:** За допомогою емісії можна змінити співвідношення власного та позикового капіталу.
- **Реорганізація компанії:** Емісія може бути частиною процесу злиття, поглинання або виділення.
- **Мотивація працівників:** Акції можуть бути розміщені серед працівників як частина програми мотивації.
- **Вихід на публічний ринок (IPO):** Це один із найважливіших видів емісії, що перетворює приватну компанію на публічну, відкриту для широкого кола інвесторів.

Види емісії: класифікація за типом цінних паперів та способом розміщення

За типом цінних паперів:

- **Емісія акцій:** Випуск акцій для формування або збільшення **власного капіталу**. Власники акцій стають співвласниками компанії.
 - *Звичайна емісія:* Випуск звичайних акцій, що надають право голосу.
 - *Емісія привілейованих акцій:* Випуск акцій, що не дають права голосу, але надають переваги у виплаті дивідендів.
- **Емісія облігацій:** Випуск боргових цінних паперів для залучення **позикового капіталу**. Власники облігацій є кредиторами, а не співвласниками.

За способом розміщення:

- **Публічне розміщення (відкрита емісія, IPO):** Акції пропонуються широкому, необмеженому колу інвесторів.

- **Переваги:** Можливість залучити значні обсяги капіталу, підвищення престижу та впізнаваності компанії.
- **Недоліки:** Висока вартість, складність процедури, необхідність розкриття великого обсягу інформації.
- **Приватне розміщення (закрита емісія):** Акції пропонуються обмеженому колу заздалегідь визначених інвесторів (наприклад, великим фондам, стратегічним партнерам).
 - **Переваги:** Швидкість, менші витрати, можливість зберегти контроль над компанією.
 - **Недоліки:** Менший обсяг залученого капіталу, обмежений інтерес.

В Україні емісія цінних паперів суворо регулюється Законом "Про ринки капіталу та організовані товарні ринки" та актами НКЦПФР.

1. **Прийняття рішення про емісію:** Рішення ухвалюється **Загальними зборами акціонерів**. У ньому визначаються тип, кількість, ціна акцій, а також мета емісії.
2. **Підготовка документів:** Розробка проспекту емісії (для публічного розміщення) або рішення про емісію (для приватного), які містять повну інформацію про компанію.
3. **Реєстрація в НКЦПФР:** Пакет документів подається до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку для реєстрації. Комісія перевіряє відповідність документів законодавству.
4. **Розміщення цінних паперів:** Продаж акцій інвесторам, який може здійснюватися самою компанією або за допомогою андеррайтера (інвестиційного банку).
5. **Звіт про результати емісії:** Після завершення розміщення компанія складає звіт, який також реєструється в НКЦПФР. На підставі цього звіту відбувається реєстрація випуску акцій та внесення змін до ЄДР.

Емісія цінних паперів має значний вплив на управління компанією.

- **Розмивання власності:** Додаткова емісія акцій призводить до зменшення частки власності поточних акціонерів. Це може послабити вплив мажоритарних акціонерів або, навпаки, консолідувати власність у руках нової групи.
- **Зміна в управлінні:** Вихід на публічний ринок (ІРО) означає появу великої кількості нових акціонерів. Це вимагає впровадження нових, більш прозорих стандартів корпоративного управління, посилення ролі Наглядової ради, особливо її незалежних членів.
- **Посилення контролю:** Регулятори (НКЦПФР) здійснюють постійний контроль за діяльністю публічних компаній, що обмежує свободу дій менеджменту.
- **Нові стейкхолдери:** Емісія облігацій призводить до появи нового впливового стейкхолдера — кредиторів. Вони, хоч і не мають права голосу, можуть висувати певні вимоги щодо фінансових показників компанії.

Таким чином, емісія цінних паперів — це стратегічний крок, який не лише залучає капітал, а й повністю трансформує відносини власності та управління в корпорації.

Питання та завдання для самоконтроля

1. Яку роль відіграє Наглядова рада в процесі стратегічного управління?
2. Як ви вважаєте, чи може компанія досягти довгострокового успіху, якщо її стратегія не підтримується високими стандартами корпоративного управління? Обґрунтуйте свою відповідь.
3. Чому залучення незалежних членів до Наглядових рад є ключовим елементом реформи?
4. Назвіть один з головних викликів, який стоїть перед Україною в процесі управління державними активами, і запропонуйте, як його можна подолати.
5. Дайте визначення корпоративної власності.
6. Назвіть та охарактеризуйте дві ключові ознаки корпоративної власності, які відрізняють її від приватної.
7. Поясніть, чому акціонер не є власником майна компанії.
8. Назвіть, які дві ключові функції статутного капіталу є найбільш важливими для кредиторів.

9. Як ви думаєте, чи є необхідним встановлення мінімального розміру статутного капіталу для всіх видів господарських товариств?
10. Яким чином "нерозподілений прибуток" пов'язаний з дивідендною політикою компанії?
11. Чому співвідношення власного та позикового капіталу є важливим для аналізу фінансового ризику?
12. Назвіть та охарактеризуйте два основні джерела формування капіталу за походженням.
13. Які два основні способи збільшення власного капіталу в процесі діяльності компанії?
14. Поясніть, у чому полягає відмінність між публічним та приватним розміщенням акцій.
15. Яким чином реінвестування прибутку може спричинити конфлікт інтересів між менеджментом та акціонерами?
16. Як залучення позикового капіталу впливає на систему корпоративного управління?
17. У чому полягає основна відмінність між ринковою та балансовою вартістю акції?
18. Як емісія цінних паперів впливає на структуру корпоративного управління, особливо в частині прозорості та звітності?

Тема 7. Корпоративний контроль

- 7.1. Поняття та концептуальні засади корпоративного контролю
- 7.2. Форми та типологія корпоративного контролю. Внутрішній та зовнішній контроль в корпораціях
- 7.3. Механізми контролю в системі корпоративного управління

7.1. Поняття та концептуальні засади корпоративного контролю

Корпоративний контроль — це система механізмів, що забезпечує підзвітність менеджменту перед власниками та іншими стейкхолдерами, а також спрямовує діяльність компанії на досягнення її стратегічних цілей.

На відміну від корпоративного управління (яке є ширшою системою), корпоративний контроль фокусується саме на **нагляді та моніторингу**. Це не лише функція, а й ресурс, за який може вестися боротьба (наприклад, через злиття та поглинання).

Основна ідея: В умовах відокремлення власності від управління (коли акціонери наймають менеджерів) виникає так звана агентська проблема. Менеджери можуть діяти у власних інтересах, а не в інтересах власників. Корпоративний контроль існує для того, щоб мінімізувати цю проблему.

Корпоративний контроль базується на кількох ключових концепціях, що сформувалися в економічній теорії.

1. Теорія агентських відносин (*Agency Theory*):

- **Сутність:** Ця теорія стверджує, що в корпорації існує конфлікт інтересів між **принципалом** (акціонером) і **агентом** (менеджером).
- **Контроль як рішення:** Корпоративний контроль є інструментом, що допомагає узгодити інтереси агентів з інтересами принципалів, мотивуючи менеджерів діяти в інтересах компанії.

2. Теорія стейкхолдерів (*Stakeholder Theory*):

- **Сутність:** Ця концепція розширює коло суб'єктів, інтереси яких мають бути враховані. Крім акціонерів, це працівники, кредитори, клієнти, постачальники та суспільство.
- **Контроль як баланс:** Корпоративний контроль у цій моделі забезпечує не лише підзвітність акціонерам, а й баланс інтересів усіх ключових стейкхолдерів.

3. Теорія прав власності (*Property Rights Theory*):

- **Сутність:** Ця теорія розглядає корпорацію як сукупність контрактів, які пов'язують між собою власників ресурсів.
- **Контроль як захист:** Корпоративний контроль захищає права власності акціонерів та інших сторін від зловживань з боку менеджменту.

Корпоративний контроль можна розділити на дві великі категорії.

I. Внутрішній корпоративний контроль (Internal Corporate Control):

- **Загальні збори акціонерів:** Вищий орган контролю. Акціонери ухвалюють ключові рішення (призначення/звільнення Наглядової ради, затвердження річних звітів).
- **Наглядова рада (Рада директорів):** Найважливіший механізм. Вона здійснює постійний нагляд за діяльністю менеджменту. До її складу можуть входити **незалежні директори**, які забезпечують об'єктивність.
- **Внутрішній аудит:** Підрозділ, що підпорядковується Наглядовій раді, і здійснює перевірку фінансової звітності та дотримання процедур.
- **Системи внутрішнього контролю:** Процедури та правила, що забезпечують ефективність бізнес-процесів та запобігають ризикам.

II. Зовнішній корпоративний контроль (External Corporate Control):

- **Ринок корпоративного контролю:** Це механізм, коли компанії з низькою ефективністю стають мішенню для поглинання з боку інших компаній. Загроза поглинання змушує менеджмент працювати ефективно.
- **Інституційні інвестори:** Великі інвестори (пенсійні фонди, страхові компанії) мають значні частки в компаніях і здійснюють активний контроль за їхнім менеджментом.
- **Державний нагляд:** Регулятори (наприклад, НКЦПФР) встановлюють правила для розкриття інформації та захисту прав акціонерів.
- **Зовнішній аудит:** Незалежні аудиторські компанії (наприклад, "Велика четвірка") підтверджують достовірність фінансової звітності.

Корпоративне управління можна уявити як великий будинок, а корпоративний контроль — як його систему безпеки.

- **Корпоративне управління** створює правила, структуру та процеси, що визначають, як компанія ухвалює рішення.
- **Корпоративний контроль** забезпечує, щоб ці правила дотримувалися, а рішення ухвалювалися в інтересах власників і відповідно до закону.

Без ефективного контролю корпоративне управління залишається лише декларацією. Саме контроль перетворює наміри на реальність.

Приклад: Коли Наглядова рада (орган управління) ухвалює рішення про виплату дивідендів, то внутрішній аудит (механізм контролю) перевіряє, чи є достатньо коштів на рахунках, і чи відповідає це рішення фінансовій політиці компанії. Якщо Наглядова рада виявляє, що менеджмент не виконав стратегічні плани, вона може звільнити його, що є проявом корпоративного контролю.

7.2. Форми та типологія корпоративного контролю. Внутрішній та зовнішній контроль в корпораціях

Типологія корпоративного контролю значною мірою залежить від того, наскільки власність компанії є концентрованою чи розпорошеною.

- **Контроль при концентрованій власності:**
 - **Характеристика:** Більша частина акцій належить одному або невеликій групі мажоритарних акціонерів.
 - **Особливості:** Контроль здійснюється безпосередньо мажоритарним акціонером, який може призначати лояльних йому менеджерів і Наглядову раду.
 - **Проблематика:** Основний ризик — це **зловживання з боку мажоритарного акціонера** на шкоду міноритарним акціонерам та іншим стейкхолдерам. Класична проблема української та інших перехідних економік.
- **Контроль при розпорошеній власності:**
 - **Характеристика:** Акції належать великій кількості дрібних акціонерів, жоден з яких не має контрольного пакета.
 - **Особливості:** Контроль здійснюється опосередковано — через Наглядову раду, яку обирають акціонери. Менеджмент має велику свободу дій.

- **Проблематика:** Основний ризик — це **агентська проблема**, коли менеджмент може діяти у власних інтересах, оскільки ефективний контроль з боку дрібних акціонерів є майже неможливим. Характерно для розвинених країн з великим ринком капіталу.

Внутрішній контроль — це система нагляду, що діє в межах самої корпорації. Його мета — забезпечити ефективність роботи менеджменту та дотримання інтересів акціонерів.

Суб'єкти внутрішнього контролю:

- **Загальні збори акціонерів:** Вищий орган управління, який є головним інструментом контролю. Акціонери мають право обирати Наглядову раду, ухвалювати рішення щодо ключових операцій (збільшення статутного капіталу, ліквідація).
- **Наглядова рада (Рада директорів):** Ключовий інструмент контролю. Вона представляє інтереси акціонерів і здійснює стратегічний нагляд за діяльністю виконавчого органу (менеджменту). Ефективність залежить від її незалежності та професійності.
- **Комітети Наглядової ради:** Спеціалізовані органи, що створюються для поглибленого контролю.
 - **Аудиторський комітет:** Контролює фінансову звітність, внутрішній аудит та відносини із зовнішнім аудитором.
 - **Комітет з винагород:** Контролює та затверджує винагороди менеджменту, щоб вони відповідали результатам роботи компанії.
 - **Комітет з номінацій:** Відповідає за відбір кандидатів до Наглядової ради та менеджменту.
- **Внутрішній аудит:** Підрозділ, що здійснює незалежну оцінку системи внутрішнього контролю, управління ризиками та корпоративного управління. Підпорядковується Наглядовій раді.

Зовнішній контроль — це система нагляду, що здійснюється суб'єктами, які не є частиною внутрішньої структури корпорації.

Суб'єкти та механізми зовнішнього контролю:

- **Ринок корпоративного контролю:** Це механізм поглинання та злиттів. Якщо компанія є неефективною, її акції можуть бути недооцінені. Це робить її привабливою мішенню для поглинання іншою компанією, яка може встановити ефективніше управління.
- **Інституційні інвестори:** Великі фінансові установи (пенсійні фонди, інвестиційні фонди) є великими акціонерами і використовують свій вплив, щоб вимагати від менеджменту ефективного управління.
- **Державне регулювання та нагляд:** Державні органи (наприклад, НКЦПФР в Україні) встановлюють законодавчі вимоги до розкриття інформації, захисту прав міноритарних акціонерів та запобігання зловживанням.
- **Зовнішній аудит:** Незалежні аудиторські компанії проводять щорічну перевірку фінансової звітності. Це забезпечує її достовірність і знижує ризик маніпуляцій.
- **Рейтингові агентства:** Оцінюють фінансову стійкість та надійність компаній (наприклад, Standard & Poor's, Moody's), що впливає на довіру інвесторів.

Ефективна система корпоративного контролю базується на гармонійній взаємодії внутрішніх та зовнішніх механізмів.

- **Внутрішній контроль** є першою лінією захисту. Наглядова рада та внутрішній аудит повинні вчасно виявляти проблеми та запобігати зловживанням.
- **Зовнішній контроль** є другою лінією. Він вступає в дію, коли внутрішні механізми виявляються неефективними. Наприклад, якщо менеджмент неефективний, його можуть усунути через поглинання на ринку корпоративного контролю.

Приклад: У компанії "**McDonald's**" внутрішній контроль працює через незалежну Раду директорів, яка щокварталу перевіряє фінансові показники. Якщо б її показники почали падати, зовнішній контроль (наприклад, великі інституційні інвестори) міг би публічно вимагати відставки CEO або змін у Наглядовій раді.

Таким чином, ці дві системи взаємодоповнюють одна одну, створюючи багатоваровий захист від неефективності та зловживань.

7.3. Механізми контролю в системі корпоративного управління

Механізми корпоративного контролю — це конкретні інструменти, процедури та інститути, які забезпечують виконання рішень акціонерів, моніторинг діяльності менеджменту та захист інтересів усіх стейкхолдерів.

Класифікація:

- **За джерелом:** Внутрішні та зовнішні.
- **За формою впливу:** Прямі та непрямі.
- **За типом:** Юридичні, фінансові, ринкові.

Прямі та непрямі механізми контролю

- **Прямі механізми контролю:** Це інструменти, які надають акціонерам пряму можливість впливати на ухвалення рішень та оцінювати роботу менеджменту.
 - **Приклади:** Право голосу на загальних зборах, право на обрання Наглядової ради, можливість ініціювати розслідування.
 - **Дія:** Акціонер безпосередньо ухвалює рішення або призначає тих, хто це буде робити.
- **Непрямі механізми контролю:** Це інструменти, які здійснюють вплив на менеджмент опосередковано, через ринкові або інституційні чинники.
 - **Приклади:** Загроза поглинання, зміна ціни акцій на біржі, вимоги інституційних інвесторів.
 - **Дія:** Менеджер змушений діяти ефективно, щоб уникнути несприятливих зовнішніх наслідків. Наприклад, щоб акції компанії не втратили вартість, а саму компанію не викупили.

Основні інструменти контролю

1. Загальні збори акціонерів:

- **Роль:** Вищий і найпряміший механізм контролю. Тут акціонери ухвалюють ключові рішення, що визначають майбутнє компанії.
- **Інструменти:**
 - **Обрання та відкликання Наглядової ради:** Акціонери призначають осіб, які будуть представляти їхні інтереси.
 - **Затвердження річних звітів:** Акціонери оцінюють фінансові результати та ефективність роботи менеджменту за звітний період.
 - **Вирішення питань реорганізації:** Ухвалення рішень про злиття, поглинання, ліквідацію.

2. Наглядова рада (Рада директорів):

- **Роль:** Найважливіший механізм постійного контролю. Наглядова рада здійснює нагляд за виконавчим органом (менеджментом) між загальними зборами акціонерів.
- **Інструменти:**
 - **Призначення/звільнення менеджменту:** Наглядова рада наймає та звільняє керівників, визначаючи їхню винагороду.
 - **Стратегічний нагляд:** Контролює виконання стратегічних планів, затверджених акціонерами.
 - **Формування комітетів:** Створює спеціалізовані комітети для поглибленого контролю, наприклад, аудиторський комітет.

3. Аудит:

- **Роль:** Механізм контролю, що забезпечує достовірність фінансової інформації та дотримання процедур.
- **Інструменти:**
 - **Зовнішній аудит:** Незалежна аудиторська компанія перевіряє фінансову звітність. Її висновок є ключовим інструментом контролю для акціонерів та кредиторів.
 - **Внутрішній аудит:** Підрозділ, що підпорядковується Наглядовій раді. Перевіряє ефективність внутрішніх процесів та системи управління ризиками.

Механізми контролю не завжди базуються на примусі. Часто вони діють через мотивацію.

- **Система винагороди менеджменту:** Премії, бонуси, опціони на акції. Ці інструменти узгоджують інтереси менеджменту з інтересами акціонерів. Коли менеджер отримує опціон на акції, він зацікавлений у зростанні їхньої ринкової вартості.
- **Грошові та негрошові бонуси:** Виплати, що залежать від досягнення конкретних фінансових чи операційних показників.
- **Програми для працівників:** Інструменти, що стимулюють залученість персоналу та їхню відповідальність за результати компанії.

Роль регулятора та ринку в системі контролю

Ці інструменти є ключовими в системі зовнішнього контролю.

- **Роль державного регулятора (НКЦПФР):**
 - **Законодавче регулювання:** Встановлення обов'язкових правил розкриття інформації, захисту прав міноритарних акціонерів.
 - **Санкції:** Застосування штрафів, відкликання ліцензій за порушення законодавства.
- **Роль ринку:**
 - **Ціна акцій:** Ціна акцій є найефективнішим індикатором ефективності менеджменту. Падіння ціни — сигнал про незадовільну роботу, що може призвести до звільнення керівника.
 - **Ринок корпоративного контролю:** Загроза поглинання є потужним стимулом для менеджменту працювати краще, щоб не втратити свою посаду.

Таким чином, ефективна система контролю — це комплексна система, що включає прямі та непрямі, внутрішні та зовнішні механізми. Вони взаємодоповнюють один одного, забезпечуючи підзвітність менеджменту та захист інтересів власників.

Питання та завдання для самоконтролю:

1. У чому полягає основна відмінність між корпоративним управлінням і корпоративним контролем?
2. Опишіть сутність агентської проблеми та поясніть, як корпоративний контроль допомагає її вирішити.
3. Назвіть три ключові механізми внутрішнього контролю в корпорації.
4. Що таке "ринок корпоративного контролю"? Яку роль він відіграє в системі зовнішнього контролю?
5. Як, на вашу думку, зміниться корпоративний контроль у компанії, яка перейде від закритого до публічного розміщення акцій?
6. У чому полягає основна відмінність між контролем при концентрованій та розпорошеній власності?
7. Назвіть три основні механізми внутрішнього корпоративного контролю.
8. Опишіть, у чому полягає роль Наглядової ради як ключового суб'єкта внутрішнього контролю.
9. Яким чином "ринок корпоративного контролю" є механізмом зовнішнього контролю?
10. Як, на вашу думку, співвідносяться ролі внутрішнього аудиту та зовнішнього аудиту?
11. Наведіть приклад прямого та непрямого механізму контролю.
12. Опишіть, як Загальні збори акціонерів здійснюють контроль над Наглядовою радою.
13. Яку роль відіграє аудиторський комітет Наглядової ради у системі контролю?
14. Яким чином опціони на акції для менеджменту виконують контрольну функцію?

Глосарій

- **Корпоративне управління (Corporate Governance)** — система відносин між менеджментом компанії, її радою директорів, акціонерами та іншими зацікавленими сторонами (стейкхолдерами). Вона визначає правила та процедури прийняття рішень, розподіл прав та обов'язків, а також механізми контролю та звітності.
- **Акціонер (Shareholder)** — фізична або юридична особа, яка володіє акціями компанії, що надає їй право на частку в її прибутку та право голосу на загальних зборах.
- **Стейкхолдер (Stakeholder)** — будь-яка сторона, яка має інтерес або може бути зацікавлена в діяльності компанії. До них належать акціонери, співробітники, клієнти, постачальники, кредитори, державні органи та громадськість.
- **Рада директорів (Board of Directors)** — колегіальний орган, що здійснює загальне керівництво та нагляд за діяльністю компанії. Відповідає за визначення стратегії, контроль за роботою виконавчого керівництва та захист інтересів акціонерів.
- **Виконавче керівництво (Executive Management)** — група топменеджерів (генеральний директор, фінансовий директор тощо), які відповідають за щоденне управління компанією та реалізацію стратегії, затвердженої радою директорів.
- **Комітет з аудиту (Audit Committee)** — спеціалізований комітет ради директорів, який відповідає за нагляд за фінансовою звітністю, внутрішнім контролем та роботою зовнішніх аудиторів.
- **Комітет з винагород (Remuneration Committee)** — комітет ради директорів, який встановлює політику оплати праці та винагороди для виконавчих директорів.
- **Комітет з номінацій (Nomination Committee)** — комітет, що відповідає за відбір та рекомендацію кандидатів для обрання до ради директорів.
- **Принципи корпоративного управління (Principles of Corporate Governance)** — фундаментальні правила, що визначають найкращі практики управління компанією. Зазвичай включають прозорість, відповідальність, підзвітність, справедливість.
- **Прозорість (Transparency)** — відкритість та доступність інформації про діяльність компанії, її фінансові показники, структуру власності та управлінські рішення для всіх зацікавлених сторін.
- **Підзвітність (Accountability)** — обов'язок виконавчого керівництва та ради директорів звітувати перед акціонерами та іншими стейкхолдерами за свої дії та результати діяльності.
- **Конфлікт інтересів (Conflict of Interest)** — ситуація, коли особисті інтереси менеджера чи члена ради директорів можуть вплинути на об'єктивність прийняття ним рішень на користь компанії.
- **Корпоративна соціальна відповідальність (Corporate Social Responsibility, CSR)** — концепція, згідно з якою компанія бере на себе відповідальність за вплив своєї діяльності на суспільство та навколишнє середовище, виходячи за рамки своїх прямих економічних зобов'язань.
- **Кодекс корпоративного управління (Code of Corporate Governance)** — набір рекомендацій та правил, що визначають стандарти належного управління компанією. Зазвичай має рекомендаційний, а не обов'язковий характер.
- **Агентські відносини (Agency Relationship)** — відносини, що виникають між принципалом (наприклад, акціонерами) та агентом (менеджерами), де агент діє від імені принципала. Корпоративне управління спрямоване на вирішення так званої «агентської проблеми», яка полягає у можливому розбіжності інтересів агента та принципала.