

## **ТЕМА 1. Сутність корпоративного управління і необхідність його розвитку в Україні**

1. Передумови виникнення корпоративних відносин
2. Сутність корпоративного управління
3. Суб'єкти й об'єкти корпоративного управління

## **Тема 2. Моделі корпоративного управління.**

1. Загальна характеристика існуючих світових моделей корпоративного управління.
2. Англо-американська модель корпоративного управління.
3. Японська модель корпоративного управління.
4. Західноєвропейська (німецька) модель корпоративного управління.

## **Тема 3. Корпоративні форми підприємництва в Україні.**

1. Розвиток корпоративного законодавства в Україні.
2. Сутність і види господарських товариств.
3. Види акціонерних товариств. Поняття відкритого акціонерного товариства.

## **Тема 4. Корпоративні цінні папери.**

1. Загальні положення про цінні папери.
2. Акції акціонерного товариства, їх типи та категорії.
3. Інші цінні папери акціонерного товариства.

## **ТЕМА 5. Розкриття інформації про діяльність корпоративного товариства**

1. Сутність розкриття інформації в акціонерному товаристві
2. Система розкриття інформації
3. Надання товариством інформації своїм акціонерам

## **Тема 6. Внутрішньокорпоративна система управління**

1. Побудова цілісної системи внутрішнього корпоративного управління
2. Відносини учасників

## **Тема 7. Корпоративні фінанси**

1. Поняття корпоративних фінансів.
2. Оцінка результативності фінансово-господарської діяльності акціонерного товариства.
3. Розрахунки показників використання акціонерного капіталу.
4. Дивідендна політика акціонерного товариства.

## **ТЕМА 8. Фінансові посередники в системі корпоративного управління**

1. Суть фінансового посередництва та його функції
2. Види діяльності фінансових посередників
3. Інститути спільного інвестування

## **ТЕМА 1. Сутність корпоративного управління і необхідність його розвитку в Україні**

- 1.1. Передумови виникнення корпоративних відносин
- 1.2. Сутність корпоративного управління
- 1.3. Суб'єкти й об'єкти корпоративного управління

### **1.1. Передумови виникнення корпоративних відносин**

Подібно до того, як процес виробництва, взятий у глобально-історичному масштабі, пройшов у своєму розвитку через кілька основних стадій (мануфактурна, промислова, науково-технічна), що супроводжувалися революційними змінами, відбувалися зміни й у формах власності на засоби виробництва.

Історично першою формою власності була сімейна власність. У її рамках власниками засобів виробництва, які перебували на тому або іншому організаційному, технічному рівні розвитку, були члени однієї родини, які одночасно виступали і як керівники, що забезпечують організацію функціонування цих засобів виробництва.

Природно, що власники не могли особисто управляти всіма компонентами свого бізнесу, особливо коли він виростав в обсязі та розширювався територіально. Але ті особи, яких власник залучав для того, щоб зробити функціонування свого бізнесу більше ефективним, як правило, виконували технічні функції: вони працювали над реалізацією конкретних завдань, поставлених власником, під його постійним і безпосереднім контролем. У більшості країн і сьогодні такі компанії відіграють дуже важливу роль в економіці (так, у Німеччині, 2,5 мільйони малих і середніх компаній, 40% яких є сімейними компаніями, дають дві третини валового національного продукту).

Наступним етапом стала поява компаній, капітал яких належав не одному, а групі власників. Відбувалося це двома основними шляхами:

- □ на певному етапі розвитку сімейна компанія приходила до висновку, що її власного капіталу, а також капіталу, притягнутого від кредитних інститутів, недостатньо для того, щоб забезпечити її успішний розвиток. А для того, щоб залучити ресурси інших осіб або структур, треба передати їм у тому чи іншому обсязі частину прав власності на компанію та на частину прибутку, що одержується у процесі її роботи;
- деякі власники капіталів домовлялися про об'єднання частини своїх коштів для створення бізнесу, що ставав їхньою спільною власністю.

Розподіл права власності між декількома власниками порушив питання як забезпечити, щоб внесені ними кошти використовувалися ефективно й додали максимальну вигоду всім співвласникам рівною мірою.

У ситуації, коли число співвласників (акціонерів) було невелике, придбані ними частки власності були досить великими, тому ця проблема вирішувалася легко - шляхом особистих переговорів і укладання відповідних угод між акціонерами (найчастіше між найбільшим акціонером та іншими акціонерами) і їхнім особистим контролем над діяльністю компанії. Однак подальший процес економічного розвитку, що супроводжувався

відокремленням володіння від безпосереднього управління власністю зробив цю проблему, дуже складною. Ускладнення проблем управління компаніями, що мають велику кількість власників, відбулося в останні 30 років. За цей час:

- відбулося збільшення загального числа акціонерів у компаніях;
- з'являлися великі акціонери, які відмовлялися від безпосередньої особистої участі в процесі поточного управління власністю, співвласниками якої вони були (інституціональні інвестори, такі як інвестиційні фонди, пенсійні фонди та ін.);
- все більшу роль в управлінні власністю почали відігравати наймані менеджери;
- поступово все більше активний вплив на процес використання власності почали робити особи та інститути, які не були її співвласниками, але тим або іншим способом пов'язані з нею (персонал компанії, влада території, на якій діяла дана компанія та ін.).

У 50-х роках в усьому світі почала зростати інвестиційна активність. З 1955 по 1980 р. частка інституціональних інвесторів в акціонерному капіталі зросла з 23 до 33%. До 1990 р. вона становила вже 53%, а на даний момент перевищує 60%. Крім того, портфельні інвестиції почали рости більше швидкими темпами, ніж прямі. Починаючи з 80-х років, вивіз капіталу у формі портфельних інвестицій (придбання невеликих пакетів акцій у великій кількості компаній) став перевершувати прямі інвестиції в абсолютному вираженні.

Портфельні інвестори, як правило, здобувають невеликі (менше 10% від величини статутного капіталу) пакети акцій компаній і далеко не завжди можуть розраховувати на пряму участь своїх представників у процесі управління. Але їхня роль у розвитку економіки надзвичайно велика. Відсутність портфельних інвестицій помітно обмежує зростання вартості корпорацій.

У результаті проведеного в 90-ті роки в Україні роздержавлення власності близько 20 млн. чоловік стали власниками цінних паперів, у країні з'явилося близько 35 тис. акціонерних товариств. У зв'язку із цим особливо гостро повсталала проблема системного підходу до корпоративного управління. Інвестори сприяли розробці компаніями власних кодексів корпоративного управління. Вони хотіли в цих кодексах бачити розмежування сфер діяльності та відповідальності, а також розподіл виконавчих і контрольних функцій. Їм потрібно було закріпити правила й процедури, які б забезпечували акціонерам доступ до інформації про діяльність компанії. Іншими словами, інвесторам була потрібна повна й чітка інформація про функціонування механізмів корпоративного управління в компанії.

Діяльність будь-якої компанії залежить не тільки від правильно обраної стратегії, компетентного керівництва, наявності цінних ресурсів і ринків збуту. Успішний розвиток будь-якого бізнесу неможливий без доступу до інвестиційного капіталу. Тут важливо зрозуміти, що інвестори не стануть вкладати значні кошти в компанію, що не має ефективною системи управління та контролю за її діяльністю.

Інвестори особливо наполегливі у своєму прагненні одержувати повну інформацію про стан справ у компаніях. Інвестори, насамперед закордонні,

порушують питання скільки-небудь серйозного збільшення інвестицій в українські компанії залежно від істотного поліпшення корпоративного управління. Але при цьому вони вимагають участі в реальному контролі над процесом управління, щоб забезпечити ефективне використання активів для реалізації своїх інтересів.

Вони хочуть бачити в компаніях, в які вони вже вклали або готові вкласти свої кошти, систему корпоративного управління, що забезпечує достатній рівень інформаційної прозорості, ясності в процесі прийняття корпоративних рішень і тим самим дає їм додаткові гарантії. Інвесторам потрібно, щоб основні процедури корпоративного управління відповідали всім цим вимогам, були відповідним чином закріплені у внутрішніх документах компанії.

Наявність системи корпоративного управління - один з визначальних факторів у прийнятті інвестиційних рішень. Понад 80% інвесторів заявляють про свою готовність платити більше за акції компаній з гарною якістю корпоративного управління в порівнянні з компаніями, де управління перебуває на низькому рівні.

Тільки за рахунок поліпшення корпоративного управління українські підприємства можуть розраховувати на підвищення нинішньої ціни своїх акцій у розмірі від 20 до 50%.

Для українських підприємств проблеми корпоративного управління є новими. Гнітюча їхня більшість з моменту початку ринкових реформ розвивалася винятково за рахунок власних коштів. Але на швидко зростаючих ринках, в умовах динамічної зміни технологій і гострої конкуренції власних коштів виявляється явно недостатньо.

Неминуче постає питання залучення зовнішніх коштів, причому на регулярній основі і в значних обсягах. А це вже вимагає підтвердження того, що робота компанії організована відповідно до сучасних управлінських принципів.

Грамотна система корпоративного управління дозволяє не тільки найкращим способом використовувати можливості наявних акціонерів і надані ними ресурси, але й залучати нових інвесторів. При рівних виробничих, фінансових та інших базових показниках компанії з гарною репутацією в області корпоративного управління коштують набагато дорожче. Цьому, зокрема, сприяють інвестиційні та консалтингові компанії, що виступають консультантами й агентами портфельних інвесторів. Вони розцінюють наявність у компанії власного кодексу корпоративного управління як фактор, що підвищує її привабливість. У той же час інвестори, насамперед портфельні, все більше звертають увагу на зниження своїх ризиків. У цьому розумінні вони стурбовані прозорістю компаній, якістю інформації, що розкривається ними, методами роботи рад директорів не менше, ніж безпосередньо фінансовими показниками.

Крім того, дослідження показують, що росте число інвесторів, які розглядають ефективне корпоративне управління як конкурентну перевагу в бізнесі:

- встановлюються чіткі орієнтири розвитку;
- формується почуття відповідальності по всій вертикалі управління;

- підвищуються фінансові показники компанії і, в остаточному підсумку, росте її капіталізація.

Корпоративне управління - ключове питання при створенні ефективної ринкової економіки, заснованої на верховенстві права. Зловживання корпоративною владою з боку менеджерів, власників і власників контрольних пакетів акцій шкодить як вітчизняним, так і закордонним інвесторам. Низька якість корпоративного управління на багатьох підприємствах країни має крайній негативний вплив на інвестиційний клімат, стримує приплив інвестицій, необхідних для послідовного економічного зростання.

## **1.2. Сутність корпоративного управління**

Поняття «корпоративного управління» часто використовується в сучасній економічній і правовій літературі, що пояснюється великим поширенням у країні корпоративної форми бізнесу. Однак у нас ще не існує законодавчо закріпленого визначення корпоративного управління. Вважається, що термін «корпоративне управління» почав використовуватися одночасно з появою такої організаційно-правової форми підприємницької діяльності, як корпорація.

Корпорація (від латинського слова *corporatio* - об'єднання, співтовариство) - товариство, в якому на основі централізації капіталів здійснюється колективне присвоєння результатів виробничої діяльності.

Корпораціями в сучасній економічній і правовій літературі називаються господарчі товариства (насамперед акціонерні товариства), які мають статус юридичної особи, утворені шляхом об'єднання майна засновників і існують незалежно від зміни конкретних учасників.

Якщо звернутися до норм вітчизняного законодавства, то термін «корпорація» застосовується в специфічному значенні - для позначення одного з видів об'єднань підприємств. У Господарському кодексі говориться, що «Корпорація — це договірне об'єднання, створене на основі об'єднання виробничих, наукових і комерційних інтересів підприємств, які об'єдналися, з передачею ними окремих повноважень централізованого регулювання діяльності кожного з учасників органам управління корпорації».

На наш погляд, корпоративне управління можна розглядати як управління корпоративними правами. Це визначення дуже широке і свідчить про те, що власник таких прав має право власності на частину (пай) у статутному капіталі господарського товариства, включаючи права на управління, одержання частини відповідного прибутку товариства і також на частину активів у випадку ліквідації даного суб'єкта господарювання.

З цього погляду корпоративне управління являє собою процеси регулювання власником руху його корпоративних прав з метою одержання прибутку та управління підприємством. Або, іншими словами, можна сказати, що корпоративне управління – це система відносин між органами товариства і його власниками (акціонерами) щодо управління діяльністю товариства.

Система корпоративного управління являє собою організаційну модель, за допомогою якої підприємство представляє і захищає інтереси своїх інвесторів. Дана система містить в собі багато чого: від ради директорів до схем оплати праці виконавчої ланки та механізмів оголошення банкрутства. Тип

застосовуваної моделі залежить від структури корпорації, що існує в рамках ринкової економіки, і відображає сам факт поділу функцій володіння та управління сучасною корпорацією.

Найбільш привабливими для інвесторів є чотири характеристики корпоративної форми бізнесу:

- самостійність підприємства як юридичної особи;
- обмежена відповідальність індивідуальних інвесторів;
- можливість передачі іншим особам акцій, що належать індивідуальним інвесторам;
- централізоване управління.

Перші дві характеристики проводять межу, що відокремлює відповідальність підприємства від відповідальності її окремих членів: те, що належить підприємству, може не належати її членам, та відповідальність, яку несе корпорація, може не бути відповідальністю вхідних до неї осіб.

Міра відповідальності індивідуальних інвесторів обмежена обсягом їхнього внеску в корпорацію. Відповідно, їхні можливі втрати не можуть бути вище їхнього внеску. Разом з тим, перевага обмеженої відповідальності досягається за рахунок втрати частини контролю за діяльністю корпорації. Акціонери передають право управління підприємством менеджерам, тобто вони делегують право ухвалювати рішення щодо цілого ряду аспектів діяльності директорам і менеджерам - за винятком рішень принципової важливості.

В умовах значної "розпорошеності" капіталу, тобто коли корпорація заснована більшою кількістю акціонерів, кожний з яких володіє тільки незначною частиною акціонерного капіталу, "уступка" акціонерами важелів контролю за її діяльністю приводить до поділу функцій володіння та управління. Для великих акціонерних товариств ця розпорошеність капіталу є, скоріше, нормою, ніж винятком.

Поділ функцій володіння та контролю за діяльністю корпорації не викликав би ніяких серйозних проблем, якби інтереси власників і менеджерів повністю збігалися. Але часто буває так, що інтереси розходяться. По-перше, менеджери випробовують вплив цілого ряду факторів - таких, як розмір корпорації або влада та престиж, пов'язані із займаним ними положенням, - які не мають прямого відношення до

інтересів акціонерів. Ці міркування можуть привести менеджерів до прийняття рішень, які не тільки не будуть відповідати інтересам акціонерів, але можуть і зашкодити їм.

По-друге, відрізняються одна від одної форма й розмір матеріальної винагороди, яку одержують менеджери й власники корпорації. Менеджерам традиційно гарантується винагорода у формі заробітної плати, тоді як акціонери можуть розраховувати на ту частину прибутку, що залишається після того, як корпорація відзвітується по всіх своїх зобов'язаннях. Неможливість погодити ці дві форми винагороди закладені в самій їхній природі, хоча було затрачено багато зусиль у цьому напрямку: менеджерам нараховувалася винагорода у формі акцій корпорації, опціонів, а також виконувалися спроби погодити рівень їхньої заробітної плати з рівнем курсової вартості акцій.

Але навіть у тому разі, коли подібні мотиваційні методи погодження інтересів менеджера і акціонерів мають успіх, проблема залишається. Як правило, акціонери інвестують у конкретну корпорацію тільки частину свого капіталу, розподіляючи свої інвестиції між цілим рядом об'єктів. Навпаки, менеджери концентрують все своє надбання в одному місці - в корпорації, якій вони служать: робота є головною їхньою цінністю, а її втрата становить саму серйозну небезпеку. Завдяки цій обставині менеджер може прийняти такі рішення, які не схвалив би акціонер, хоч їхні інтереси в остаточному підсумку можуть збігатися.

Акціонери віддають перевагу діям, які ведуть до одержання високого прибутку, тобто дивідендів, тоді як менеджерам вигідно вживати заходи, що знижують небезпеку впливу непередбачених обставин, наприклад, фінансування за рахунок нерозподіленого прибутку, а не за рахунок зовнішнього боргу, або диверсифікованість капіталу корпорації для зниження небезпеки банкрутства.

Акціонери як група прагнуть здійснювати контроль за управлінням корпорацією. Коли число акціонерів велике, в кожного з них окремо мало бажання приділяти контролю багато часу та зусиль - ніхто не бажає брати турботи управління на себе, у той час як вигода рівномірно розподіляється між усіма. Але таке відношення з боку акціонерів до управління діяльністю корпорації може вийти з-під їхнього контролю.

Виходячи з цього, можна стверджувати, що головна функція корпоративного управління – забезпечити роботу корпорації в інтересах акціонерів, які надали корпорації \_\_ фінансові ресурси, а також в інтересах інших зацікавлених осіб.

### **1.3. Суб'єкти й об'єкти корпоративного управління**

Поняття “корпоративне управління” являє собою систему внутрішніх відносин - між органами товариства і його акціонерів, і відносин зовнішніх - між товариством і будь-якими іншими третіми особами. Таким чином, учасниками корпоративних відносин виступають:

- емітенти - як правило, це акціонерні товариства;
- інвестори або акціонери;
- менеджмент підприємства;
- держава в особі органів державної влади і органів місцевого самоврядування;
- кредитори, інші зацікавлені особи, які втягуються тим чи іншим способом в процес функціонування підприємства.

Одні з них формують пропозицію акцій, другі - попит на них, треті - забезпечують взаємодію продавців і покупців, виконуючи ряд організаційно-технічних функцій.

Ключовою фігурою у складі учасників корпоративних відносин є емітент. Саме емітенти цінних паперів є споживачами інвестицій, які вони одержують шляхом випуску цінних паперів. Саме вони об'єднують осіб, які інвестують гроші та майно в цінні папери емітента.

Акціонери вступають з корпорацією в особливі відносини: вони уможливають саме існування корпорації як постачальники "ризикового" капіталу, необхідного для її виникнення, розвитку й зростання.

Природно, інтереси акціонерів повинні враховуватися у всіх найважливіших діях товариства.

Акціонери несуть найвищі ризики:

- неотримання доходу у випадку, якщо діяльність компанії, з тих чи інших причин, не приносить прибутку;
- у випадку банкрутства компанії одержують компенсацію лише після того, як будуть задоволені вимоги всіх інших груп.

Акціонери мають можливість впливати на менеджмент компанії двома шляхами:

- при проведенні зборів акціонерів, через обрання того або іншого складу ради директорів і схвалення чи несхвалення діяльності менеджменту компанії;
- шляхом продажу належних їм акцій, впливаючи тим самим на курс акцій, а також створюючи можливість поглинання компанії акціонерами, не дружніми діючому менеджменту.

Менеджери акціонерних товариств стурбовані насамперед міцністю свого положення, зростанням власних доходів.

Органи державної влади та місцевого самоврядування зацікавлені в стабільній роботі підприємств, що означає постійну виплату всіх податків та інших обов'язкових платежів, створення робочих місць.

Кредиторів товариства також цікавить фінансова стабільність і стабільність положення товариства, що є заставою того, що товариством будуть виконані взяті зобов'язання.

Об'єктами корпоративного управління є господарські товариства.

Однак не всі господарські товариства попадають під поняття корпоративних. До них насамперед відносять акціонерні товариства, товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю, тобто ті, в яких управління відокремлене від власності.

Об'єктом корпоративного управління є також державне майно, передане в статутні капітали господарських товариств, акції акціонерних товариств, що належать державі.



## **Тема 2. Моделі корпоративного управління.**

1. Загальна характеристика існуючих світових моделей корпоративного управління.
2. Англо- американська модель корпоративного управління.
3. Японська модель корпоративного управління.
4. Західноєвропейська (німецька) модель корпоративного управління.

### **1. Загальна характеристика існуючих світових моделей корпоративного управління.**

На даний час існує три моделі ефективного корпоративного управління:

- англо-американська;
- японська;
- західноєвропейська (німецька)

Структура кожної моделі корпоративного управління має свої характерні елементи. Такими елементами є: основні групи акціонерів конкретної країни, склад ради директорів, вимоги до розкриття інформації, механізми взаємодії між головними учасниками.

Європейська модель (німецька): основні акціонери банки та страхові компанії, держава; склад ради директорів часто дворівнева рада з великим впливом і часткою інсайдерів; досить повне розкриття інформації; велику роль має ідея забезпечення суспільних інтересів та інтересів робітників.

Англо-американська модель: основні акціонери приватні особи та фонди, що їх представляють; склад ради директорів однокішова рада з великою часткою зовнішніх незалежних директорів; повне розкриття інформації; велику роль має ідея отримання максимальної вигоди акціонерами.

Японська модель (азіатська): основні акціонери банки, інші компанії та держава, розповсюджені схеми взаємного володіння; склад ради директорів рада з великим впливом і часткою інсайдерів, присутні представники держави; обмежене розкриття інформації; велику роль має ідея забезпечення суспільних та державних інтересів.

Але в європейських країнах визначені деякі загальні елементи, які лежать в основі любого ефективного корпоративного управління.

В більшості європейських країн ключове значення для реалізації прав акціонерів має суворий режим розкриття інформації. Досвід європейських країн свідчить, що розкриття інформації може бути надзвичайно дієвим засобом захисту акціонерів та впливу на діяльність компаній. Розкриття інформації допомагає зрозуміти структуру, напрямки діяльності та корпоративну політику компанії.

Важлива роль в корпоративному управлінні європейських країн приділяється також питанням контролю за менеджментом компаній радами директорів.

Питання корпоративного управління в країнах ЄС регулюються спеціальними законами, такими як Об'єднаний кодекс корпоративного управління в Великій Британії, Акт про акціонерні товариства в Німеччині, Акт про компанії 1990 року в Греції, Закон про публічні компанії в Австрії та ін.

Закон "Про акціонерні товариства" в Україні ще не прийнятий, і питання захисту прав акціонерів найшли відображення в різних законодавчих актах.

В кожній країні повинні бути розроблені власні системи корпоративного управління, з урахуванням особливостей національної економіки. Але слід враховувати, що іноземні інвестори скоріш за все будуть розглядати питання вкладення інвестицій в корпорації з структурою управління, яка для них зрозуміла і прийнятна.

При розробці законодавчих актів, які регулюють діяльність акціонерних товариств, слід враховувати найкращу практику корпоративного управління європейських країн.

## **2. Англо- американська модель корпоративного управління.**

Сьогодні при порівняльному аналізі фахівці оперують в основному трьома моделями корпоративного управління: англо-американською, японською, німецькою.

Англо - американську модель відрізняє: наявність індивідуальних і інституціональних інвесторів, неафілійованих із корпорацією (так званих зовнішніх акціонерів чи аутсайдерів), добре розвинуте законодавство, що визначає права і обов'язки трьох ключових учасників - менеджерів, директорів і акціонерів; порівняно простий механізм взаємодії між акціонерами і між акціонерами і корпорацією як на річних загальних зборах, так і між ними.

Акціонування - звичайний засіб накопичення капіталу корпораціями Великобританії і Сполучених Штатів. Тому не дивно, що у США утворився найбільший у світі ринок капіталу, а Лондонська біржа третя в світі після Нью-Йоркської і Токійської (за капіталізацією ринку). Крім того, преважання акціонерного фінансування, розміри ринку капіталу і розвиненість системи корпоративного управління певним чином пов'язані між собою: США є одночасно і найбільшим ринком капіталу, і місцем найбільш розвиненої системи голосування за дорученням і небаченої активності інституціональних інвесторів. Останні також відіграють важливу роль на ринку капіталу і в корпоративному управлінні Великобританії.

Ключові учасники англо-американської моделі є : менеджери, директори, акціонери (особливо інституціональні), урядові агентства, біржі, саморегульвні організації і консалтингові фірми, що надають консультації корпораціям і/або акціонерам з питань корпоративного управління і голосування за дорученням.

Англо-американська модель розвивалася в умовах вільного ринку, вона припускає розподіл володіння і контролю в найбільш відомих корпораціях, що дуже важливо з ділової і соціальної точок зору, бо інвестори, які вкладають свої кошти і володіють підприємством, звичайно не несуть юридичної відповідальності за дії корпорації. Вони передають контроль менеджерам і сплачують їм як своїм агентам за ведення справ. Оплата за розподіл володіння і контролю називається "агентськими послугами".

Інтереси акціонерів і керівництва не завжди співпадають. Корпоративне право вирішує цей конфлікт утворенням додаткової ланки - ради директорів. Вона обирається акціонерами і виступає їх довіреною особою, виразником їх інтересів у корпорації.

Склад акціонерів в англо-американській моделі. За післявоєнний період у Сполучених Штатах і Великобританії позначилося зрушення в бік збільшення кількості інституціональних акціонерів порівняно з індивідуальними. У 90 - х роках у Великобританії інституціональні інвестори становили 53,3 відсотка.

Збільшення кількості інституціональних інвесторів привело до посилення їх впливу і введення в законодавство змін, які сприяли їх активізації як учасників корпоративних відносин.

Склад ради директорів в англо-американській моделі. Рада директорів в англо-американській моделі складається з "інсайдерів" і "аутсайдерів". "Інсайдер" - людина, яка працює в корпорації (виконавчий директор чи службовець) або тісно пов'язана з управлінням корпорацією. "Аутсайдер" - це особа чи заклад, що безпосередньо не зв'язаний з корпорацією та її управлінням. Синонімом слова "інсайдер" є "виконавчий директор", або "незалежний директор".

Починаючи із середини 80-х років, інтерес до корпоративного управління почав зростати. Цьому сприяв ряд факторів: збільшення кількості інституціональних інвесторів в обох країнах; посилення державного контролю в США за наданням права голосу деяким інституціональним інвесторам на щорічних зборах акціонерів; діяльність по поглинанню компаній у другій половині 80-х; надмірно високі оклади виконавчих директорів у багатьох американських компаніях і відчуття втрати конкурентоспроможності порівняно з німецькими і японськими конкурентами.

Склад ради директорів залишається найбільш суперечливою проблемою корпоративного управління у Великобританії і США. Можливо, це тому, що інші питання корпоративного управління, наприклад, розкриття інформації і механізми взаємодії між корпораціями і акціонерами в основному вирішені. Як правило, у Великобританії і США кількість членів ради директорів менша ніж у Японії і Німеччині.

У США корпорації реєструються і запроваджуються в якомусь певному штаті, і саме закони цього штату складають основу законодавчої бази щодо прав і обов'язків корпорації.

Порівняно з іншими країнами в США існують найсуворіші правила щодо розкриття інформації, діє чітко врегульована система відносин між акціонерами. Це не дивно, якщо врахувати розміри і значення фондового ринку в економіці країни і на міжнародній арені.

У Великобританії законодавчі рамки корпоративного управління запроваджуються парламентом і можуть регулюватися правилами таких організацій, як, наприклад, Колегія з цінних паперів і інвестицій, що наглядає за фондовим ринком. Законодавча база стосовно розкриття інформації і взаємовідносин між акціонерами добре розвинута. Проте англійську систему часто характеризують як неадекватну. Вважається, що державна служба, аналогічна американській Комісії з цінних паперів і фондових бірж, повинна бути більш ефективною.

Важливу роль в англо-американській моделі відіграють фондові біржі, що визначають лістинг, рівень розкриття інформації та інші вимоги.

Вимоги щодо розкриття інформації в англо-американській моделі. Як відзначалося вище, в Сполучених Штатах розроблена мабуть, найбільш суворі

норми щодо розкриття інформації. В інших країнах, що використовують англо-американську модель, ці правила є не такими суворими, як у США.

У США корпорації повинні повідомляти про себе досить багато:

фінансову інформацію про корпорацію - щокварталу; дані про структуру капіталу; надавати довідку про попередню діяльність директорів, що призначаються (включаючи посади, які вони обіймають, відношення з компанією, володіння акціями компанії); розміри сукупної винагороди для керівництва, а також дати виплати винагорода кожному з п'яти вищих чинів (вище управління) корпорації поіменно; дані про акціонерів, що володіють пакетами акцій понад 5 відсотків акціонерного капіталу тощо. У Великобританії і в інших країнах, де використовується англо-американська модель, вимоги до розкриття інформації аналогічні, але не такі суворі, як у США і, як правило, звітність надається кожні півроку.

### **3. Японська модель корпоративного управління.**

Японська модель характеризується високим процентом афілійованих банків, компаній у складі акціонерів; банки і корпорації мають міцні зв'язки; законодавство, громадська думка і промислові структури підтримують "кейрецу", тобто групи компаній, об'єднаних спільними володіннями і управліннями; процент неафілійованих акціонерів порівняно низький, що пов'язане з ускладненнями при голосуванні.

В Японії, при безумовній важливості акціонерного фінансування корпорацій, характерний склад власників перешкоджає серйозному впливу акціонерів на справи корпорації.

Ключові учасники японської моделі. Японська модель корпоративного управління є багатосторонньою і базується навколо ключового банку і фінансово-промислової мережі чи кейрецу.

Ключовий банк і кейрецу - два різні елементи японської моделі, які у той же час дублюють і доповнюють одне одного\*. Майже всі японські компанії мають тісні зв'язки з ключовим банком. Банк надає своїм корпоративним клієнтам кредити і послуги по випуску облігацій, акцій, веденню розрахункових рахунків і консалтингові послуги. Звичайно, ключовий банк є основним власником акцій корпорації.

У Сполучених Штатах і в інших країнах, де використовується англо-американська модель, не існує феномена ключового банку, який виконує численні функції. Цим займаються різні заклади: комерційні банки надають кредити; інвестиційні банки випускають акції; спеціалізовані консалтингові фірми надають послуги щодо голосування за дорученням тощо.

Чотири учасники є основними в японській моделі: ключовий банк і афілійована компанія чи кейрецу (основні внутрішні акціонери корпорації), менеджери і уряд. Взаємодія між цими учасниками спрямована скоріше на встановлення ділового контакту, а не балансу - сил, як в англо-американській моделі.

На відміну від англо-американської моделі, незалежні (неафілійовані) акціонери практично не в змозі впливати на справи корпорації. Внаслідок цього, справді незалежних директорів мало.

Склад власників у японській моделі. В Японії ринок акцій цілком знаходиться в руках фінансових організацій і корпорацій. В японській моделі, як і в німецькій, банки є ключовими акціонерами і розвивають міцні відносини з корпораціями. Це основна відмінність обох моделей від англо-американської, де такі відносини заборонені антимонопольним законодавством. Американські і англійські корпорації одержують фінансові та інші послуги із різних джерел, включаючи добре розвинуті ринки цінних паперів.

Склад ради директорів в японській моделі майже повністю складається з афілійованих осіб, тобто виконавчих директорів, керівників важливих відділів компаній і Правління. Якщо прибуток компанії падає протягом тривалого періоду, ключовий банк і члени кейрецу можуть зняти директорів і призначити своїх кандидатів. В протилежність англо-американській моделі, представники неафілійованих акціонерів, тобто "аутсайдерів", рідко зустрічаються у складі ради директорів японських корпорацій.

Рада директорів в Японії більше ніж в США, Великобританії і Німеччині. Склад середньої японської ради - 50 членів.

Рівень розкриття інформації в японській моделі. В Японії досить жорсткі вимоги щодо розкриття інформації, але не такі як в Америці. Корпорації повинні повідомляти про себе досить багато, а саме: дані про структуру капіталу; відомості про кожного кандидата у раду директорів (в тому числі посади, які він обіймає, відносини з корпорацією, володіння акціями корпорації); відомості про винагороду, яку було сплачено усім керуючим та директорам; інформацію про можливі злиття чи реорганізації; **зміни до статуту, що пропонуються, а також назви компаній, що запрошуються для аудиторської перевірки.**

Режим розкриття інформації в Японії відрізняється від американського, який вважається найжорсткішим у світі. В Японії фінансова інформація подається кожні півроку, в США - щоквартально. В Японії сповіщається сума сукупної винагороди керуючим та директорам, а в США - по кожній особі персонально. Те ж стосується і списку значних власників: в Японії - це десять найбільших акціонерів, у США - всі акціонери, що володіють пакетом більше 5 відсотків.

#### **4. Західноєвропейська (німецька) модель корпоративного управління.**

Німецька модель корпоративного управління значно відрізняється від англо-американської і японської моделей, хоча деяка подібність з японською моделлю існує.

Банки є довгостроковими акціонерами німецьких корпорацій і, подібно до японської моделі, представники банків обираються в раду директорів. Проте, на відміну від японської моделі, де представників банків обирають в раду тільки в період спаду, в Німеччині представництво банків у раді є постійним. Троє з найбільших універсальних німецьких банків (банки, що надають різноманітні послуги) грають основну роль. В деяких регіонах країни державні банки є ключовими акціонерами.

Німецька модель має три унікальні особливості, що відрізняють її від інших моделей: двопалатне правління, що складається із виконавчої

(чиновники корпорації) і спостережної (робочі/службовці компанії і акціонери) рад; узаконені обмеження прав акціонерів в частині голосування, тобто статут підприємства обмежує число голосів, які акціонер має на зборах, і може не співпадати з числом акцій, якими він володіє.

Більшість німецьких корпорацій традиційно надають перевагу банківському фінансуванню, а не акціонерному, і тому капіталізація фондового ринку невелика порівняно з могутністю німецької економіки. Процент індивідуальних акціонерів низький, що відбиває загальний консерватизм інвестиційної політики країни. І не дивно, що структура корпоративного управління зорієнтована на збереження контактів між ключовими учасниками, тобто банками і корпораціями.

Система в певній мірі суперечлива щодо дрібних акціонерів: з одного боку, вона дозволяє їм вносити пропозиції, але у той же час вона дозволяє компаніям обмежувати права акціонерів в частині голосування.

Ключові учасники німецької моделі корпоративного управління - банки і корпоративні акціонери. Як і в японській моделі, банк одночасно виступає як акціонер і як кредитор, емітент цінних паперів і боргових зобов'язань депозитарій і агент, що голосує на річних загальних зборах. У Німеччині корпорації також є акціонерами і можуть мати довгострокові вклади в інших неафілійованих корпораціях, тобто не належать до певної групи пов'язаних між собою компаній. Це дещо подібне до японської моделі, але цілком відрізняється від англо-американської моделі, де ні банки, ні корпорації не можуть бути ключовими інституціональними інвесторами.

Включення представників робочих/службовців у спостережну раду є додатковою відмінністю німецької моделі від японської і англо-американської.

Склад виконавчої ради ("Vorstand") і спостережної ради ("Aufsichtsrat") Двопалатне правління - унікальна риса німецької моделі.'

Спостережна рада і виконавча рада управляють німецькими корпораціями.

Спостережна рада призначає і розпускає виконавчу раду, затверджує рішення вищого керівництва і дає поради виконавчій раді. Спостережна рада звичайно проводить засідання раз на місяць. У статуті обумовлюють фінансові корпоративні документи, які вимагають затвердження спостережною радою. Виконавча рада відповідає за повсякденне управління компанією.

Виконавча рада складається виключно із працівників корпорації. В спостережну раду входять тільки представники робочих/службовців і представники акціонерів. Склад і розміри спостережної ради визначаються законами про промислову демократію і рівноправність службовців.

Розмір спостережної ради залежить від розміру компанії. У великих компаніях службовці обирають половину спостережної ради, що становить 20 осіб.

Дві основні відмінності німецької моделі від японської і англо-американської є такими:

1. Закон встановлює розмір спостережної ради, що не підлягає зміні.
2. В спостережну раду входять представники робочих/службовців компанії.

Той факт, що в спостережну раду не входять "інсайдери", зовсім не означає, що до неї входять тільки "аутсайдери". Членами спостережної ради, що обирається акціонерами, звичайно є представники банків і корпорацій -великих акціонерів. Було б вірніше назвати їх "афілійованими аутсайдерами".

Вимоги до розкриття інформації в німецькій моделі. У Німеччині розроблені досить суворі правила розкриття інформації, але менш жорсткі ніж американські. Корпорації повинні повідомляти про себе таке: фінансову інформацію (кожні півроку); дані про структуру капіталу; обмежену інформацію про кожного кандидата в спостережну раду (в тому числі адресу і місце роботи); сукупну інформацію про винагороду виконавчої і спостережної рад; дані про акціонерів, що володіють понад 5 відсотками акцій корпорації; інформацію про можливе злиття чи реорганізацію; поправки до статуту, що пропонуються, а також імена осіб чи назви компаній, яких запрошують для аудиторської перевірки.

### **Тема 3. Корпоративні форми підприємництва в Україні.**

План.

1. Розвиток корпоративного законодавства в Україні.
2. Сутність і види господарських товариств.
3. Види акціонерних товариств. Поняття відкритого акціонерного товариства.

#### **1. Розвиток корпоративного законодавства в Україні.**

Розвиток корпоративного законодавства в Україні можна підрозділити на декілька етапів. Починаючи з 1991 р. приймаються декілька законів, пов'язаних з регулюванням підприємницької діяльності: закони “Про підприємництво”, “Про власність”, “Про підприємства в Україні”, “Про цінні папери і фондову біржу”. Відповідно до цих законів визначені учасники ринкових відносин – підприємці різних форм власності і організаційно – правових форм, у тому числі, корпорації.

З виходом у світ Закону України “Про господарські товариства”(1991 р.) визначено правовий статус господарських товариств як особливої форми корпоративних суб'єктів підприємницької діяльності. В законі визначено 5 форм господарських товариств: акціонерне, з обмеженою, додатковою відповідальністю, повне, командитне).

В подальшому розвиток корпоративних форм підприємництва відбувався під впливом процесів корпоратизації та приватизації, що супроводжувалися створенням інвестиційних посередників, довірчих і страхових товариств, інвестиційних фондів і компаній. У 1996-2002 р.р. суттєво поглиблюється корпоративне законодавство ( прийнято закони “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” ,1996 р.; “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди, 2001 р.” тощо). За останні роки підготовлені і введені в дію (2004 р.) Цивільний і Господарський кодекси України, які суттєво змінили українське корпоративне законодавство. З їх введенням в дію стали нечинними закони “Про підприємництво”, “Про підприємства в Україні”.

#### **2.Сутність і види господарських товариств.**

Відповідно до чинного законодавства України, господарські товариства можуть існувати в таких організаційно-правових формах:

- **акціонерне товариство**

*Товариство, яке має статутний фонд, поділений на визначену кількість акцій рівної номінальної вартості і несе відповідальність за зобов'язаннями тільки своїм майном. Акціонери*



*відповідають за зобов'язаннями Товариства лише в межах належних їм акцій..*

- ***товариство з обмеженою відповідальністю***

*Товариство, що має статутний фонд, поділений на частки, розмір яких визначається установчими документами. Учасники товариства несуть відповідальність в межах своїх внесків.*

- ***повне товариство***

*Товариство, усі учасники якого займаються спільною підприємницькою діяльністю і несуть солідарну відповідальність за зобов'язаннями товариства усім своїм майном.*

- ***товариство з додатковою відповідальністю***

*Товариство, статутний фонд якого поділений на частки, розмір яких визначається в установчих документах. Учасники такого товариства відповідають за його боргами своїми внесками до статутного фонду, а у разі їх недостатності - додатково майном, що їм належить, пропорційно до розміру внеску кожного учасника до статутного фонду. Максимальний розмір відповідальності учасників передбачається в установчих документах.*

- ***командитне товариство***

*Товариство, в якому разом з одним або більше учасниками, які здійснюють від імені Товариства підприємницьку діяльність і несуть відповідальність за зобов'язаннями товариства усім своїм майном, є один або більше учасників, відповідальність яких обмежується внеском у майно товариства.*

### **3. Види акціонерних товариств.**

#### **Сутність відкритого акціонерного товариства.**

Відкрите акціонерне товариство (надалі: Товариство) є самостійною юридичною особою, створеною для отримання прибутку від будь-яких видів діяльності, не заборонених законом.

Статутний фонд акціонерного товариства поділяється на заздалегідь визначену кількість акцій рівної номінальної вартості. Акції надають їх власникам право здійснювати контроль за діяльністю акціонерного товариства, а також отримувати частину прибутку. Кожний акціонер має право володіти будь-якою кількістю акцій, якщо інше не передбачено чинним законодавством.

Акції відкритого акціонерного товариства розповсюджуються шляхом відкритої підписки та є предметом купівлі-продажу на фондовій біржі. Акції закритого акціонерного товариства розподіляються серед засновників і не можуть бути предметом купівлі-продажу на фондовій біржі.

Оскільки Товариство є окремою юридичною особою, його власники (акціонери) не несуть особистої відповідальності за його зобов'язаннями (акціонерне товариство несе відповідальність за зобов'язаннями лише своїм майном), за винятком випадків вчинення ними злочинів.

**Власники акціонерного товариства.** Власниками Товариства є акціонери, тобто особи, які володіють його акціями. Акціонерами можуть бути:

- фізичні особи;
- юридичні особи;
- держава, яку представляє Фонд державного майна України або інша уповноважена особа.

Грошові кошти, які акціонер інвестує в Товариство під час придбання акцій, використовуються для фінансування діяльності Товариства, спрямованої на досягнення визначених акціонерами цілей.

Вищим органом управління Товариства є Загальні збори акціонерів. Вони проводяться не менше, ніж один раз на рік, хоч позачергові збори можуть скликатися і частіше.

**Цілі діяльності акціонерного товариства.** Основною метою діяльності акціонерного товариства є отримання прибутку. Конкретні цілі, форми та види діяльності фіксуються в Статуті Товариства, що затверджується Загальними зборами акціонерів.

Для досягнення цілей діяльності Товариства Правління від його імені укладає необхідні контракти й угоди, проводить певну кадрову політику, здійснює інші юридично значущі дії в межах повноважень, визначених Статутом.

**Переваги акціонерного товариства.** Акціонерне товариство є найбільш прийнятною організаційно-правовою формою для великих підприємств з

великою кількістю власників (акціонерів). Відкриті акціонерні товариства мають такі переваги:

- більш широкі можливості для залучення капіталу шляхом емісії додаткової кількості акцій, емісії облігацій, отримання кредитів на вигідних умовах тощо;
- фінансовий ризик акціонерів обмежується розміром належної їм частки в майні Товариства (вартістю акцій, що їм належать);
- відповідно до чинного законодавства України та внутрішніх нормативних документів Товариства акціонери можуть продавати або іншим способом відчужувати акції, що їм належать, на власний розсуд, не повідомляючи про це інших акціонерів;
- функції власника та керівника чітко розмежовані, тому власники (акціонери) мають широкий вибір можливостей щодо найму “команди” високопрофесійних керівників.

**Права акціонерів.** По відношенню до Товариства, в яке акціонер вклав свої кошти, він має такі права:

а) право брати участь в розподілі прибутку Товариства

Якщо Товариство отримує прибуток, він може бути:

- розподілений між акціонерами у вигляді дивідендів;
- реінвестований у Товариство;
- використаний для придбання цінних паперів інших Товариств;
- залишений на рахунку тощо.

Рішення про розподіл прибутку за результатами календарного року приймають Загальні збори акціонерів. У разі прийняття Загальними зборами рішення про виплату дивідендів кожний акціонер отримує їх пропорційно належній йому частці у статутному фонді Товариства.

б) право брати участь у прийнятті рішень

Право акціонерів на участь в прийнятті найважливіших рішень життєдіяльності Товариства гарантується законом.

в) право на продаж акцій

Акціонери відкритого акціонерного товариства мають право без згоди Товариства та інших акціонерів в будь-який час продати всі або частину своїх акцій будь-якій особі та за будь-яку ціну. Це право - одне з найважливіших прав акціонера.

г) переважне право на придбання додатково випущених акцій

Використавши зазначене право, акціонери можуть зберегти свою частку (у відсотковому виразі) у Статутному фонді Товариства в разі емісії додаткової кількості акцій. Порядок придбання акціонерами акцій додаткової емісії рекомендується встановити у спеціальному внутрішньому нормативному документі Товариства.

д) право на участь у розподілі майна Товариства в разі його ліквідації

Якщо Товариство припиняє свою діяльність, то відповідно до вимог закону воно зобов'язане розрахуватися із усіма своїми кредиторами перш ніж розподіляти кошти, що залишилися, між акціонерами, які не є кредиторами Товариства.

Перелічені вище права - це типові права акціонерів - власників простих акцій. Якщо Товариство випускало різні категорії акцій, то обсяг прав їх власників, залежно від категорії акцій, буде суттєво відрізнятися.

**Захист прав акціонерів** є дуже важливим фактором, який обумовлює можливості Товариства щодо залучення капіталу. У таких країнах як Україна, де ринок капіталу перебуває на стадії розвитку, особливу увагу треба приділяти питанням захисту прав дрібних акціонерів, які є найбільш вразливими.

Залежно від конкретних обставин, захист прав акціонерів повинні здійснювати:

- Загальні збори акціонерів як вищий орган Товариства.
  - Спостережна рада Товариства.
  - Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку та її територіальні управління.
- органи прокуратури України.

- Органи суду.

**Обов'язки акціонерів.** Відповідно до чинного законодавства України, основним обов'язком акціонера є повна оплата акцій, що йому належать, в термін, встановлений Статутом Товариства, але не більше одного року. Акціонери Товариства також зобов'язані:

- дотримуватись вимог Статуту Товариства і виконувати рішення Загальних зборів акціонерів та інших органів управління Товариства;
- не розголошувати комерційну таємницю та конфіденційну інформацію Товариства.

## **Тема 4. Корпоративні цінні папери. Лекція**

План.

1. Загальні положення про цінні папери.
2. Акції акціонерного товариства, їх типи та категорії.
3. Інші цінні папери акціонерного товариства.

### **1. Загальні положення про цінні папери.**

Товариство може залучати необхідні фінансові ресурси шляхом випуску та реалізації цінних паперів на фондовому ринку. Фондовий ринок (ринок цінних паперів) - частина ринку позикових капіталів, де здійснюється емісія та обіг цінних паперів.

Цінні папери є грошовими документами, що засвідчують право володіння або відносини позики, визначають взаємовідносини між особою, яка випустила ці документи, та їх власником і передбачають, як правило, виплату доходу у вигляді дивідендів або відсотків, а також можливість передачі грошових та інших прав, що випливають з цих документів, іншим особам.

У господарському обігу цінні папери мають певну вартість і разом з грошима є засобом обігу та платежу, виконують роль кредитного інструменту та забезпечують спрощену передачу прав на різноманітні блага.

Цінні папери поділяють на такі групи:

- **пайові цінні папери** (акції);
- **боргові цінні папери** (облігації, векселі, ощадні сертифікати тощо);
- **похідні цінні папери** (фондові деривативи);
- **приватизаційні папери** (приватизаційні майнові сертифікати, житлові чеки, земельні бони).

Широкий випуск цінних паперів, створення та розвиток їх ринку мають велике значення для розвитку приватного сектору. Разом з іншими джерелами (бюджетом, власними коштами підприємств, кредитом) ринок цінних паперів дозволяє забезпечити альтернативне фінансування різних галузей економіки.

### **2. Акції акціонерного товариства, їх типи та категорії**

**Акція** - цінний папір, що засвідчує дольову участь у статутному фонді Товариства і надає її власнику певні корпоративні права.

Встановлене чинним законодавством поняття акції чітко визначає особливі майнові права її власника на частину прибутку Товариства, а також на частину майна в разі його ліквідації. У решті випадків Товариство не зобов'язане повертати власнику акцій його внесок до статутного фонду Товариства та викупати акції, що йому належать. Повернути вкладені кошти власник акції може через продаж акцій, які йому належать, на вторинному (біржовому, позабіржовому) ринку цінних паперів за ринковою ціною.

Чинне законодавство обмежує відповідальність власників акцій за зобов'язаннями Товариства у межах належних їм акцій. Наприклад, у разі банкрутства підприємства акціонер ризикує втратити лише ті кошти, що були внесені ним в обмін на акції Товариства. Володіння акцією не передбачає наявності трудових відносин її власника з Товариством. Право на випуск акцій

в Україні мають лише акціонерні товариства. Акції, що випускаються Товариством, поділяються:

1. за типами на:

- **іменні** *Пайові цінні папери із зазначенням власника, якому належать права, засвідчені у цінному папері.*
- **на пред'явника** *Пайові цінні папери без зазначення власника. Права, засвідчені у цінному папері, належать пред'явнику акції.*

2. за категоріями на:

- **прості** *Пайові цінні папери, що надають їх власнику право:  
- на участь в управлінні Товариством;  
- на участь у розподілі чистого прибутку після виплати дивідендів по привілейованих акціях;  
- у разі ліквідації Товариства – на отримання частини його активів, але тільки після виконання Товариством зобов'язань перед бюджетом, кредиторами, а також власниками привілейованих акцій.*
- **привілейовані** *Пайові цінні папери, що надають їх власнику:  
- переважне право на отримання дивідендів;  
- пріоритетне, порівняно з власниками простих акцій, право на участь у розподілі майна Товариства в разі його ліквідації.  
Власники привілейованих акцій не мають права брати участь в управлінні Товариством (не мають права голосу), якщо інше не передбачене його Статутом.*

3. за формами випуску на:

- **випущені у документарній формі** *Для випуску акцій в документарній формі Товариство виготовляє сертифікати акцій відповідно до вимог, визначених Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.*

• *випущені у бездокументарній формі*

*У разі випуску акцій в бездокументарній формі, Товариство оформлює глобальний сертифікат, який відповідає загальному обсягу зареєстрованого випуску, і передає його на зберігання обраному ним депозитарію.*

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

Привілейовані акції можна випускати лише на суму, яка не перевищує 25% статутного фонду АТ.

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

Випуск акцій у документарній формі існування проводиться шляхом виготовлення та видачі акціонерам сертифікатів акцій. **Сертифікат акції** – це бланк цінного папера, що видається власникові акцій і містить встановлені законодавством реквізити і засвідчує право володіння певною кількістю акцій.

### **3. Інші цінні папери акціонерного товариства**

**Облігація** - цінний папір, що засвідчує вкладення її власником грошових коштів, а також підтверджує зобов'язання Товариства відшкодувати йому номінальну вартість такого цінного паперу в передбачений у ньому строк з виплатою фіксованого відсотка (якщо інше не передбачене умовами випуску).

Випуск облігацій здійснюють у разі виникнення таких потреб:

- залучити додатковий капітал, не зменшуючи вже існуючих часток акціонерів;
- отримати капітал при нижчих процентах, ніж надають банки та інші фінансові джерела;
- ефективно та в доступній формі отримати кредит безпосередньо у потенційних кредиторів;
- розширити та урізноманітнити кредитні ресурси Товариства;

Облігації можуть бути іменні та на пред'явника, процентні та безпроцентні (цільові), такі, що вільно обертаються, і такі, що мають обмежене коло обігу.

Відповідно до чинного законодавства акціонерні товариства можуть випускати облігації лише після повної оплати всіх раніше випущених акцій. При цьому сума випущених облігацій не може перевищувати 100 % від розміру статутного фонду. Усім без винятку видам підприємств заборонено випускати облігацій з метою формування та поповнення статутного фонду емітента, а також для покриття збитків, пов'язаних з їх господарською діяльністю.

**Вексель** - безумовне грошове зобов'язання однієї сторони сплатити іншій стороні визначену суму грошей у певному місці і в певний строк.

Вексель є універсальним фінансовим інструментом, який використовують як зручний засіб оформлення кредитно-розрахункових відносин. Вексельний обіг прискорює розрахунки і розширює можливості кредитування.

## **ТЕМА 5. Розкриття інформації про діяльність корпоративного товариства**

1. Сутність розкриття інформації в акціонерному товаристві
2. Система розкриття інформації

### **1. Сутність розкриття інформації в акціонерному товаристві**

Сутність розкриття інформації про акціонерні товариства полягає у забезпеченні доступу зацікавлених осіб, у тому числі самих акціонерів, до повної, та достовірної інформації про виробничо-господарську та іншу значну діяльність підприємства.

Впровадження системи розкриття інформації про корпорації відбулось у США на початку 20 ст., а її метою було стабілізація фондового ринку. Досвід країн з розвиненими й активно функціонуючими фондовими ринками показує, що розкриття інформації є потужним інструментом впливу на діяльність підприємств і захист прав інвесторів.

Успішний розвиток будь-якого бізнесу неможливо без інвестицій. Важливо розуміти, що інвестори не будуть вкладати значні кошти в компанію, що не має ефективної системи управління та контролю за її діяльністю. Вони хочуть бачити в компаніях, в які вони вже вклали або готові вкласти свої кошти, систему корпоративного управління, що забезпечує достатній рівень інформаційної прозорості, ясності і повноти отримання необхідної інформації в процесі прийняття корпоративних рішень і тим самим дає їм додаткові гарантії.

Таким чином, наявність своєчасної, достовірної та вичерпної інформації про товариство є важливою умовою для здійснення акціонерами та потенційними інвесторами об'єктивної оцінки фінансово-економічного стану товариства та для прийняття ними виважених рішень щодо придбання або відчуження цінних паперів, а також голосування на загальних зборах акціонерів. Розкриття інформації про товариство є необхідною передумовою довіри до товариства з боку інвесторів та сприяє залученню капіталу.

Розкриття інформації має велике значення для підвищення ефективності діяльності самого товариства, оскільки повна та достовірна інформація надає можливість керівництву об'єктивно оцінити досягнення товариства та розробити стратегію його подальшого розвитку.

Проте, розкриття інформації про те чи інше товариство завжди має дві сторони. З одного боку система корпоративного управління повинна забезпечувати максимально повне й точне розкриття інформації з усіх істотних питань діяльності акціонерного товариства, включаючи фінансовий стан, результати діяльності, розподіл власності й управління підприємством для задоволення інтересів акціонерів та інших зацікавлених осіб.

З іншого боку, зайва відкритість інформації може завдати шкоди акціонерному товариству, вступити в протиріччя з інтересами власників, управлінського апарату та працівників, розкрити конфіденційну інформацію й комерційну таємницю. У зв'язку з цим досягнення балансу між прозорістю та захищеністю інформації стає важливим механізмом управління корпорацією в ринкових умовах.

**Зберігання документів акціонерного товариства та інформація про товариство**



Акціонерне товариство зобов'язане зберігати:

- статут товариства, зміни до статуту, засновницький (установчий) договір, свідоцтво про державну реєстрацію товариства;
- положення про загальні збори, наглядову раду, виконавчий орган та ревізійну комісію, інші внутрішні документи та зміни до них;
- положення про кожну філію та кожне представництво товариства;
- документи, що підтверджують права товариства на майно;
- принципи (кодекс) корпоративного управління товариства;
- протоколи загальних зборів;
- матеріали, з якими акціонери мають (мали) можливість ознайомитися під час підготовки до загальних зборів;
- протоколи засідань наглядової ради та колегіального виконавчого органу, накази і розпорядження голови колегіального та одноосібного виконавчого органу;
- протоколи засідань ревізійної комісії, рішення ревізора товариства;
- висновки ревізійної комісії (ревізора) та аудитора товариства;
- річну фінансову звітність;
- документи бухгалтерського обліку;
- документи звітності, що подаються відповідним державним органам;
- проспект емісії, свідоцтво про державну реєстрацію випуску акцій та інших цінних паперів товариства;
- перелік афілійованих осіб товариства із зазначенням кількості, типу та/або класу належних їм акцій;
- особливу інформацію про товариство згідно з вимогами законодавства;
- інші документи, передбачені законодавством, статутом товариства, його внутрішніми положеннями, рішеннями загальних зборів, наглядової ради, виконавчого органу.

Відповідальність за зберігання документів товариства покладається на голову колегіального виконавчого органу (особу, що здійснює повноваження одноосібного виконавчого органу) та на головного бухгалтера - щодо документів бухгалтерського обліку і фінансової звітності.

Акціонерне товариство зобов'язане забезпечити кожному акціонеру доступ до документів, що підлягають обов'язковому зберіганню, крім документів бухгалтерського обліку, які не стосуються значних правочинів та правочинів, у вчиненні яких є заінтересованість, якщо інше не передбачено законами.

Будь-який акціонер, за умови повідомлення виконавчого органу товариства не пізніше ніж за два робочі дні, має право на ознайомлення із вказаними документами, у приміщенні товариства за його місцезнаходженням у робочий час.

Акціонери можуть отримувати додаткову інформацію про діяльність товариства за згодою виконавчого органу або у випадках і порядку, передбачених статутом або рішенням загальних зборів акціонерного товариства.

Публічне акціонерне товариство зобов'язане мати власну веб-сторінку в мережі Інтернет, на якій розміщується інформація, що підлягає оприлюдненню відповідно до законодавства.

## 2. Система розкриття інформації

Впровадження системи розкриття інформації про корпорації відбулось у США на початку 20 ст., а її метою було стабілізація фондового ринку. Досвід країн з розвиненими й активно функціонуючими фондовими ринками показує, що розкриття інформації є потужним інструментом впливу на діяльність підприємств і захист прав інвесторів.

Успішний розвиток будь-якого бізнесу неможливо без інвестицій. Важливо розуміти, що інвестори не будуть вкладати значні кошти в компанію, що не має ефективною системи управління та контролю за її діяльністю. Вони хочуть бачити в компаніях, в які вони вже вклали або готові вкласти свої кошти, систему корпоративного управління, що забезпечує достатній рівень інформаційної прозорості, ясності і повноти отримання необхідної інформації в процесі прийняття корпоративних рішень і тим самим дає їм додаткові гарантії.

Таким чином, наявність своєчасної, достовірної та вичерпної інформації про товариство є важливою умовою для здійснення акціонерами та потенційними інвесторами об'єктивної оцінки фінансово-економічного стану товариства та для прийняття ними виважених рішень щодо придбання або відчуження цінних паперів, а також голосування на загальних зборах акціонерів. Розкриття інформації про товариство є необхідною передумовою довіри до товариства з боку інвесторів та сприяє залученню капіталу.

Розкриття інформації має велике значення для підвищення ефективності діяльності самого товариства, оскільки повна та достовірна інформація надає можливість керівництву об'єктивно оцінити досягнення товариства та розробити стратегію його подальшого розвитку.

Проте, розкриття інформації про те чи інше товариство завжди має дві сторони. З одного боку система корпоративного управління повинна забезпечувати максимально повне й точне розкриття інформації з усіх істотних питань діяльності акціонерного товариства, включаючи фінансовий стан, результати діяльності, розподіл власності й управління підприємством для задоволення інтересів акціонерів та інших зацікавлених осіб.

З іншого боку, зайва відкритість інформації може завдати шкоди акціонерному товариству, вступити в протиріччя з інтересами власників, управлінського апарату та працівників, розкрити конфіденційну інформацію й комерційну таємницю. У зв'язку з цим досягнення балансу між прозорістю та захищеністю інформації стає важливим механізмом управління корпорацією в ринкових умовах.

## **Тема 6. Внутрішньокорпоративна система управління.Лекція**

### **План**

#### **1. Побудова цілісної системи внутрішньо корпоративного управління**

##### **1.1. Методологія створення внутрішньо-корпоративної системи управління**

##### **1.2. Внутрішньо корпоративні документи для проведення зборів**

##### **2. Відносини учасників**

##### **2.1. Регулювання основних організаційно-економічних відносин**

##### **2.2. Заохочення і відповідальність менеджерів**

#### **1. Побудова цілісної системи внутрішньо корпоративного управління**

##### **1.1. Методологія створення внутрішньо-корпоративної системи управління**

Внутрішня система управління являє собою систему заходів, але для того, щоб ці заходи були обґрунтованими, в корпораціях розробляють систему приписів, які мають форму певних документів, або, як їх часто називають, положень. Тому *система управління корпорацією* являє собою елементи *законодавчо обов'язкових норм і специфічні розроблені приписи, притаманні даній фірмі*. Усі ці приписи перебувають у єдності й переплетінні, взаємодоповнюючи один одного. Така система управління має певну структуру і повинна набувати певної документарної форми. Значна частина корпорацій застосовує ряд розроблених положень, що регламентують ті чи інші напрями

Основними принципами побудови системи органів управління є:

- розмежування компетенції між його органами управління;
- централізація функцій управління та контролю за

діяльністю товариства - забезпечення ефективного контролю за діяльністю управління з боку Наглядової ради і підзвітність самої Наглядової ради загальним зборам акціонерів;

- колегіальна побудова всіх органів управління

Внутрішньо корпоративна система управління та її побудова залежать від багатьох чинників. Головним методологічним заходом до формування такої системи є те, що із зовнішньої сфери вона регулюється чинним законодавством і не повинна суперечити йому. *Інші принципи її побудови та особливості залежать від ряду наведених нижче чинників:*

1. *По перше*, структура внутрішньо корпоративного управління залежить від розмірів корпоративних структур і масштабів їх завдань. Зрозуміло, що невелика корпорація з незначною кількістю учасників, стабільно працюючими управлінцями не має потреби створювати об'ємну систему внутрішньо корпоративного управління з великою кількістю положень, які регламентують практично усі прояви господарського життя. Водночас великі акціонерні товариства, особливо ті, що були створені в результаті приватизації величезних підприємств, мають створювати систему управління з досить чіткою регламентацією управління, повноважень, руху цінних паперів, виплати дивідендів тощо.

2. *По друге*, формування внутрішньо корпоративного управління залежить від урегулювання відносин власності, зокрема, від чітко структурованих відносин контролю, наявності в корпорації власників, які ставлять за мету налагодження ефективної діяльності акціонерного товариства. За умов неструктурованої власності створення дійової системи управління на підприємстві залежить від інтересів, які отримують перевагу в той чи інший момент.

3. *По-третє*, налагодження внутрішньо корпоративних зв'язків залежить від фінансово-економічного стану корпорації.

4. *По-четверте*, створення структури внутрішньо корпоративного управління залежить від особливостей психологічного стану акціонерів, їх обізнаності зі специфікою діяльності підприємства, можливостями побачити його стратегічні потреби і необхідність побудови під них ефективної управлінської системи.

## **1.2. Внутрішньо корпоративні документи для проведення зборів**

Загальні збори скликаються не менше одного разу на рік за рішенням або правління з обов'язковим узгодженням порядку денного з Спостережною радою, або самої Наглядової ради. Рішення про проведення зборів повинне враховувати, що дата проведення зборів має бути встановлена не менше ніж за 3-4 місяці до запланованої дати. Під час проведення засідання, крім дати, встановлюється час проведення зборів, місце проведення, визначається порядок денний, призначається особа або особи, відповідальні за підготовку та проведення зборів ( організаційний комітет), призначаються члени реєстраційної (мандатної комісії), а також члени лічильної комісії. На засіданні також вирішується питання про призначення голови зборів й секретаря.

Основною функцією реєстраційної комісії є реєстрація акціонерів та їхніх представників на зборах акціонерів, перевірка їхніх повноважень і визначення наявності або відсутності кворуму.

Основною функцією лічильної комісії є підрахунок голосів при голосуванні питань порядку денного.

До складу комісій можуть входити члени правління, інші працівники товариства, а також особи, які не перебувають в трудових відносинах з товариством ( звичайно, це фахівці, залучені на договірних засадах). Персональний склад комісій узгоджується і затверджується Спостережною радою. При визначенні порядку денного треба точно формулювати кожне питання, пропонуване на розгляд загальним зборам акціонерів. Проведення зборів повинне бути в місці знаходження підприємства, за винятком випадку, якщо всі 100% акцій належать іноземним акціонерам.

Дата проведення зборів призначається як мінімум за 2 місяці. Цей строк обумовлений тим, що за законом за 45 днів до дати проведення зборів необхідно зробити повідомлення всіх акціонерів про майбутні збори. У повідомленні зобов'язані бути вказані:

- місце, дата, час проведення зборів;
- порядок денний;
- у разі зміни статутного капіталу додатково в повідомленні вказуються мотиви таких змін, величину та інші відомості.

Повідомлення про майбутні збори повинне бути опубліковане в двох друкованих офіційних виданнях. Не пізніше як за 30 днів до дати проведення зборів кожний акціонер має можливість запропонувати включити додаткове питання до порядку денного. Рішення про включення цих пропозицій до порядку денного приймається виконавчим органом товариства. Пропозиції акціонерів, які володіють більше ніж 10% голосів, вносяться до порядку денного обов'язково. При цьому рішення про зміну на порядку денному повинні бути доведені до відома акціонерів не пізніше 10 днів до дати проведення зборів у порядку, передбаченому статутом підприємства.

До дати проведення зборів акціонерам повинна бути надана можливість ознайомитися з проектами документів, пов'язаних з порядком денним зборів.

На загальних зборах акціонерів мають право брати участь всі акціонери або їхні представники. Представники акціонерів беруть участь у зборах на підставі доручення. Доручення акціонерів – юридичних осіб засвідчують печаткою та підписом керівника юридичної особи.

Доручення акціонерів - фізичних осіб можуть бути засвідчені нотаріально, печаткою виконавчого органа товариства або реєстратором.

Голосування на зборах акціонерів може бути:

- відкритим( шляхом підняття мандатів)
- закритим ( за допомогою бюлетенів для голосування).

## **2. Відносини учасників**

### **2.1. Регулювання основних організаційно-економічних відносин**

Як правило, організаційно-економічні відносини основних учасників корпорацій більш-менш чітко регламентується законодавчими положеннями і в окремих випадках внутрішньо корпоративними документами. В цілому економічна роль засновників та інших акціонерів, їх вплив на діяльність товариства чітко розписані в таких документах, як статут, положення про загальні збори акціонерів, їх представницькі органи. Іноді акціонерні товариства розробляють окремі положення про порядок роботи з акціонерами, які стосуються організаційних аспектів. Як правило, такі положення містять пункти про ознайомлення акціонерів з інформацією або документами товариства, особливості подання акціонерами заяв і їх розгляд, оформлення та реєстрацію довіреностей акціонерів, перереєстрацію їх прав власності. Інші положення, наприклад, про особливості отримання акціонерами дивідендів, про фонди товариства, стосуються більшою мірою економічних аспектів.

Виходячи з цього, чіткого трактування потребують *способи набуття контрольного пакета акцій і купівлі значних пакетів*. Річ у тім, що в умовах вільного руху акцій на ринках цінних паперів саме акціонерне товариство може й не знати про те, що їх контрольні чи блокуючі пакети перейшли в інші руки. Тому такі положення мають якоюсь мірою теоретичний характер і прийнятні лише за умови відповідності вимогам чинного законодавства. Слід визнати, що в Україні законодавчо ці питання недостатньо врегульовано. Тому в положення слід викласти вимоги до закупівлі пакетів, зокрема контрольного.

Затвердження такого положення має враховувати взаємовідносини учасників, де є пов'язані (афілійовані) особи. Можна також розробити окремо

таке положення. Оскільки поняття "пов'язані особи" визначається чинним законодавством, пункти внутрішньо корпоративних документів не повинні йому суперечити. Існують досить обгрунтовані думки фахівців, що в регуляторну базу потрібно закласти поняття "афілійована" особа і дати відповідне законодавче трактування. До такого положення має ввійти регламентація заінтересованості в укладанні угод и нагляду посадових осіб корпорації, великих акціонерів, які володіють спільно зі своєю пов'язаною (афілійованою) особою (особами) певною (визначеною чинним законодавством) кількістю голосуючих акцій АТ.

Слід визначити поняття значної майнової угоди в АТ, оскільки її кількісне вираження у кожному акціонерному товаристві буде своє і залежатиме від його розмірів. Насамперед треба чітко визначити вартість майна, що об'єктом значної угоди, і орган корпоративного управління, який повинен визначати її та регламентувати порядок здійснення. Так, досить часто в положення закладається вимога щодо рішення про здійснення значної майнової угоди, вартість якої становить 25—50 % балансової вартості активів АТ на дату прийняття рішення про її здійснення. У такому разі можна встановити, що рішення має прийматися радою АТ одноголосно, а за умови відсутності одноголосного вирішення — бути переданим на розгляд загальних зборів.

Таке положення може бути дійовим тільки за умови ув'язки його з чинним антимонопольним законодавством. Якщо є спроби здійснити такі дії з боку пов'язаних (афілійованих) осіб, вони повинні довести до ради товариства (правління АТ) свою заінтересованість у здійсненні передбачуваної угоди до моменту прийняття рішення про її укладання, надати їм необхідну інформацію щодо своєї участі в майбутній угоді, а також інші відомості, де вони можуть бути заінтересованими особами. Доцільно визначати вимоги до порядку укладання угод, в яких є заінтересованість, особливо щодо участі в обговоренні та в голосуванні з питань, що стосуються такої угоди, винесення на розгляд окремих органів корпорації тих чи інших угод.

Важливим моментом є *регулювання антиконкурентної діяльності всередині самої корпорації*. По-перше, в законодавчій базі України не досить чітко сформульовані умови віднесення дій власників чи персоналу корпорації до конкурентних, тому у внутрішній системі управління потрібно це чітко визначити. Для цього приймають документи про заборону конкурентної діяльності в АТ із занесенням до них певних вимог. Наприклад, члени керівних органів корпорації не мають права без погодження ради товариства або загальних зборів бути членами правління або управлінцями, які несуть персональну відповідальність в іншому господарському товаристві, крім тих, які створені цією корпорацією.

Не можна стверджувати, що конче потрібно розробляти окремо таке положення, його можна внести окремим розділом наприклад, у Положення про персонал та ін. У цілому наведені положення не вичерпують усіх відносин акціонерів, посадових осіб, і їх можна розширювати, регламентуючи більший чи менший обсяг функцій менеджменту та інших працівників, стосунки акціонерів з корпорацією.

## **2.2. Заохочення і відповідальність менеджерів**

Найважливішим моментом є визначення ролі, компетенції і відповідальності найманих управлінців. Загальні принципи діяльності, наприклад членів правління, викладено у положеннях про правління, про персонал та інших документах, які є базовими для формалізації ролі менеджера. Елементом, який регулює становище менеджера, його функції, повноваження та відповідальність, є контракт з посадовою особою. В багатьох корпораціях розробляються положення про укладання контракту з посадовими особами або окремо з головою правління. Це положення про укладання контрактів з посадовою особою, контракт з головою правління та інші форми внутрішньо корпоративних документів.

Контракти з менеджерами розробляються частіше індивідуально, ніж колективно, і мають конфіденційний характер, засоби захисту і процедури, до яких може звернутись менеджер, якщо вважає, що умови не виконуються. Особливо це стосується менеджерів високого рангу, як правило, перших осіб. Водночас корпорація повинна розробити методи захисту від некомпетентних або недобросовісних дій менеджера. Такі умови викладено в контрактах, складання, узгодження і підписання яких належить до одного з дуже важливих елементів корпоративного управління.

Крім загальноприйнятих форм стимулювання менеджерів можливе також застосування деяких інших *елементів матеріального стимулювання* перших менеджерів у фірмі — таких як "золоті парашути", опціони на придбання акцій, передача акцій товариства в довірче управління директорам.

*"Золоті парашути"* являють собою попередньо узгоджені вихідні виплати вищим менеджерам у разі поглинання, злиття та інших реорганізацій фірми, що приводить до суттєвих змін у становищі голови виконавчого органу. Такі винагороди застосовуються для того, щоб вищі посадові особи не протидіяли вигідним для акціонерного товариства змінам щодо злиття, поглинання, розукрупнення, участі в інших господарських товариствах.

*Опціони на придбання акцій* також використовуються у системі внутрішньо корпоративного управління. Розповсюдження опціонів на придбання власних акцій ставить за мету підвищення зацікавленості персоналу в ефективному функціонуванні корпорації і збільшення власних доходів працівників — як акціонерів, так і неучасників. При додатковому випуску акцій АТ згідно з чинним законодавством його службовці-акціонери користуються переважним правом на придбання додатково випущених акцій.

Для підвищення рівня зацікавленості виконавчих директорів і для здійснення операцій з власними акціями можуть ви користуватись такі форми, як *передача акцій товариства у довірче управління директорам*. Практика свідчить, що акумуляція здійснювалась різними шляхами. Простий шлях — голові правління (директору) можуть передаватись у довірче управління акції акціонерів цієї корпорації. Більш складний шлях — акціонерне товариство передавало працюючому директору (голові правління) в довірче управління викуплені власні акції АТ.

Крім методів заохочення учасників-менеджерів, потрібно також застосовувати системи відповідальності. Серед них досить важливе місце займають, наприклад, документи про відповідальність посадових (афілійованих) осіб перед корпорацією і акціонерами. Якщо іншими

положеннями не визначені "посадові особи" в конкретній корпорації, треба їх визначити. Такими, як правило, є особи, наділені організаційно-розпорядчими й адміністративно-господарськими повноваженнями для здійснення діяльності АТ. Насамперед це голова та члени ради АТ, голова та члени правління АТ, голова ревізійної комісії АТ, посадові особи адміністрації АТ, що виконують функції, передбачені певними пунктами розроблених положень.



## Тема 7. Корпоративні фінанси

### План

1. Поняття корпоративних фінансів.
2. Оцінка результативності фінансово-господарської діяльності акціонерного товариства.
3. Розрахунки показників використання акціонерного капіталу.
4. Дивідендна політика акціонерного товариства.

### 1. Поняття корпоративних фінансів.

Корпоративні фінанси пов'язані з формуванням, розподілом і використанням грошових доходів і фондів. Ефективне управління фінансовими ресурсами сприяє підвищенню ефективності діяльності корпорації.

Фінансування діяльності корпорації відбувається із різних джерел: внутрішніх і зовнішніх. До внутрішніх джерел відносяться чистий прибуток, амортизація, доходи від продажу надлишкових активів тощо. Зовнішні ресурси залучаються у банках, інвестиційних компаніях, інших фінансових установах.

Відповідно до Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 2 “Баланс” власний капітал – частина в активах підприємства, яка залишається після вирахування його зобов'язань. До складу власного капіталу акціонерного товариства включаються:

- статутний капітал (зафіксована в засновницьких документах загальна вартість активів, які є внеском власників до капіталу підприємства);
- додатковий вкладений капітал (АТ показують суму, на яку вартість реалізації випущених акцій перевищує їх номінальну вартість);
- резервний капітал (сума резервів, створених відповідно до діючого законодавства або установчими документами за рахунок нерозподіленого прибутку підприємства);
- нерозподілений прибуток (непокритий збиток) – відображення або суми прибутку, реінвестованої у підприємство, або суми непокритого збитку;
- неоплачений капітал (сума заборгованості власників за внесками до статутного капіталу, ця сума вираховується при підсумку власного капіталу);
- вилучений капітал (господарські товариства відображають фактичну собівартість акцій власної емісії або часток, викуплених товариством у його учасників, ця сума вираховується при підсумку власного капіталу).

Розмір статутного фонду АТ дорівнює сумі номінальних вартостей випущених акцій. За Законом України “Про господарські товариства” мінімальний розмір статутного фонду повинен становити 1250 мінімальних заробітних плат.

Рішення про збільшення (зменшення) статутного фонду АТ відноситься до компетенції загальних зборів акціонерів. Якщо зміни статутного фонду (СФ) не перевищують 1/3, вони можуть прийматися правлінням АТ за умови, що це передбачено статутом.

Збільшення СФ здійснюється шляхом:

- додаткового випуску акцій;
- обміну облігацій на акції;

- за індексацією основних фондів;
- збільшення номінальної вартості акцій.

Зменшення СФ відбувається шляхом:

- зменшення кількості акцій, при цьому АТ викупає частину акцій з наступним їх анулюванням;

- зменшення номінальної вартості акцій.

Нерозподілений прибуток товариства дорівнює прибутку АТ після сплати податків, відрахувань до резервного і дивідендного фондів.

## **2.Оцінка результативності фінансово-господарської діяльності акціонерного товариства .**

Оцінку результативності фінансово-господарської діяльності акціонерного товариства можна починати, використовуючи методологію експрес-аналізу, який проводиться а такій послідовності:

1) Оцінка прибутковості:

а) прибуток;

б) рентабельність основної діяльності, % (прибуток від реалізації/виручка від реалізації 100%);

в) рентабельність продукції, в % (прибуток від реалізації / затрати на виробництво продукції x 100%).

2) Оцінка динамічності:

а) темпи зростання виручки (валового доходу) від реалізації, % (форма 2 в динаміці);

б) темпи зростання прибутку, % (форма 2 в динаміці).

3) Оцінка ефективного використання економічного потенціалу:

а) рентабельність активів % (балансовий прибуток / середній власний капітал) x 100%.

4) Оцінка ринкової та інвестиційної активності:

а) цінність акції (ринкова ціна акції / доход на акцію);

б) рентабельність акції (дивіденди, що виплачується по акції / ринкова ціна акції);

в) коефіцієнт котирування акції (ринкова ціна акції / книжна (облікова ціна акції).

Аналіз ліквідності балансу полягає в порівнянні коштів по активу, згрупованих за ступенем їх ліквідності і розташованих у порядку зменшення ліквідності з зобов'язаннями по пасиву, об'єднаними за строками їх погашення і в порядку зростання цих строків. Залежно від ступеня ліквідності, тобто швидкості перетворення в гроші, активи підприємства, як було зазначено вище, поділяються на групи:

1. Найбільш ліквідні активи.

2. Активи, що швидко реалізуються.

3. Активи, що реалізуються повільно.

4. Важко реалізовані активи.

Пасиви групуються за ступенем строку їх оплати:

1. Короткострокові пасиви.

2. Довгострокові пасиви.

### 3. Постійні пасиви.

Інформація, що характеризує величину поточних активів, наведена в II і III розділах активу балансу.

Відомості про короткострокові зобов'язання підприємства містяться в III розділі пасиву балансу. Аналіз ліквідності підприємства здійснюється шляхом складання балансу ліквідності.

Платоспроможність означає наявність у підприємства грошових коштів і еквівалентів, достатніх для розрахунків по кредиторській заборгованості, що вимагає негайного погашення.

Ознаками платоспроможності є:

1. Наявність грошей у касі, на розрахунковому рахунку.
2. Відсутність простроченої кредиторської заборгованості. Причому наявність незначних залишків грошей на розрахунковому рахунку ще не означає, що підприємство неплатоспроможне, бо кошти на розрахунковий рахунок можуть надійти впродовж кількох днів.

Для оцінки платоспроможності на підприємстві складається платіжний баланс (календар). Він складається на будь-яку дату.

Якщо сальдо в активі платіжного балансу, то це означає: підприємство неплатоспроможне. Відомо, що оцінка рівня платоспроможності дається за даними балансу на основі характеристики ліквідності оборотних коштів, тобто з урахуванням часу, необхідного для перетворення їх у готівку. Отже, є три рівні платоспроможності підприємства, оцінку яких проводять за допомогою трьох коефіцієнтів: грошова, розрахункова і ліквідна.

Як відомо, для встановлення платоспроможності підприємства перш за все вивчається структура балансу. Вона може бути визнана незадовільною, а підприємство неплатоспроможним, якщо:

- а) загальний коефіцієнт ліквідності на кінець звітного періоду має значення нижче нормативного (1,5);
- б) коефіцієнт забезпеченості власними оборотними коштами на кінець звітного періоду має значення нижче нормативного (0,3).

Коефіцієнт ліквідності і коефіцієнт забезпеченості власними оборотними коштами може бути нижчим за нормативний, проте виявляється тенденція до зростання цих показників на підприємстві. В таких випадках розраховується коефіцієнт відновлення платоспроможності.

Фінансова стабільність підприємства є однією з найважливіших характеристик фінансового стану підприємства. Вона пов'язана зі ступенем залежності від кредиторів і інвесторів і характеризується співвідношенням власних і залучених коштів. Цей показник дає загальну оцінку фінансової стабільності. Крім нього розраховують ще кілька показників, які характеризують фінансову стабільність підприємства.

Фінансовий стан підприємства визначається цілим набором показників. Так майновий стан підприємства характеризується такими показниками:

1. Сума господарських засобів, які знаходяться в розпорядженні підприємства:

Підсумок балансу:

- а) на початок року;
- б) на кінець року.

**2. Частка активної частини основних засобів визначається :**

— вартість активної частини основних засобів / вартість основних засобів.

**3. Коефіцієнти зносу основних засобів визначаються за формою :**

— знос / балансову вартість основних засобів за первісною вартістю

Збільшення коефіцієнта зносу є ознакою погіршення стану матеріально-технічної бази підприємства. Проте цей коефіцієнт не відображає фактичного зносу основних засобів з низки причин. Наприклад, на законсервоване обладнання і транспортні засоби нараховується амортизація на повне відновлення, тобто фізично ці засоби не зношуються, але загальна оцінка зносу цих основних засобів змінюється.

**4. Коефіцієнти відновлення визначаються за формою :**

— балансова вартість основних засобів, що надійшли за період звіту / балансова вартість основних засобів на кінець періоду.

Цей коефіцієнт показує, яку частину від наявних на кінець звітного періоду основних засобів складають нові основні засоби.

**5. Коефіцієнт вибуття. Визначається за формою:**

— балансова вартість основних засобів, що вибули за цей період / балансова вартість основних засобів на початок періоду.

Цей коефіцієнт показує, що частина основних засобів, з якими підприємство почало діяльність у звітному періоді, вибуло через знос та з інших причин.

Ліквідність підприємства можна оперативно визначити за допомогою коефіцієнтів ліквідності.

Ними є:

1. Загальний коефіцієнт покриття (або поточний коефіцієнт).
2. Коефіцієнт швидкої ліквідності.
3. Коефіцієнт абсолютної ліквідності.

Загальний коефіцієнт визначається:

Поточні активи (підсумок II розділу активу + підсумок III розділу активу) / поточні зобов'язання (підсумок IV розділу пасиву).

У світовій і вітчизняній обліковій аналітичній практиці розроблена система показників, що характеризують фінансову стабільність підприємства. Основними із них є:

**1. Коефіцієнт концентрації власного капіталу.**

Він визначається:

власний капітал (підсумок I розділу пасиву) / всього господарських коштів (валюта балансу).

Цей коефіцієнт характеризує частку власників підприємства в загальній сумі коштів, авансованих у його діяльність. Чим вище значення цього показника, тим більш фінансово стає підприємство, стабільне і незалежне від зовнішніх кредиторів. Доповненням до цього показника є коефіцієнти концентрації залученого (позикового) капіталу — їх сума дорівнює 1 (або 100%).

**2. Коефіцієнт співвідношення власних і залучених коштів.**

Він визначається:

залучений капітал (підсумок IV розділу пасиву балансу) / власний капітал (підсумок розділу I пасиву балансу). Цей коефіцієнт є найбільш загальною оцінкою фінансової стійкості підприємства.

Якщо значення цього показника 0,178, то це означає, що на кожному 1 грн. власних коштів припадає 17,8 коп. позичених. Зростання цього показника в динаміці свідчить про підсилення залежності підприємства від зовнішніх інвесторів і кредиторів, тобто про деяке зниження фінансової стійкості, і навпаки.

**Аналіз ділової активності.** За даними ф1, ф2 «Баланс», «Звіт про фінансові результати і їх використання» визначаються і аналізуються такі показники оборотності обігових коштів:

**1. Оборотність в днях (Од)** — число днів, протягом яких обігові кошти завершують повний кругообіг. Визначається за формулою:

$$O_d = C_o \cdot D/P$$

де:

$C_o$  — середній залишок обігових коштів;

$D$  — число днів у періоді, що аналізується;

$P$  — оборот коштів за цей період.

Середній залишок обігових коштів у цілому або будь-якого з їх видів обчислюється за формулою середньої хронологічної. Для цього беруться підсумки залишків II та III розділів активу балансу і за формулою середньої арифметичної визначається середньорічний залишок.

**2. Коефіцієнт оборотності (Ко)** — це число оборотів, що їх роблять обігові кошти за період, який аналізується. Цей коефіцієнт характеризує розмір обсягу виручки від реалізації в розрахунку на одну гривню обігових коштів.

Він визначається за формулою:

$$K = P/CO,$$

де:

$K_o$  — коефіцієнт оборотності;

$P$  — виручка від реалізації;

$CO$  — середній залишок обігових коштів за період, що аналізується.

Коефіцієнт оборотності засобів — це фондівдача обігових коштів.

**3. Тривалість одного обороту в днях (По)** визначається за формулою:

$$P_o = D/O_d,$$

де:

$P_o$  — тривалість одного обороту в днях;

$D$  — число днів періоду, що аналізується (90,360);

$O_d$  — оборотність обігових коштів.

**Основними показниками оборотності грошових коштів є:**

1. Мінімальна сума грошей, що необхідна для проведення господарських операцій. Визначається за формулою: ;

$$DM = P_{op}/O_d,$$

де:

$DM$  — мінімальна сума грошей;

$P_{op}$  — операційні витрати;

$O_d$  — оборотність грошей.

Операційні витрати — це витрати грошей на купівлю товару і сировини, заробітну плату, виплату відсотків, дивідендів.

2. Оборотність грошових коштів. Визначається за формулою:

$$Од = 360 \text{ днів} / По,$$

де:

Од — оборотність грошових коштів;

Цо — цикл оборотності грошових коштів.

Або за формулою:

$$Од = 360 / По,$$

де:

По — кількість днів між закупівлею сировини і надходженням виручки від продажу готових виробів.

3. Тривалість періоду обороту. Наступний показник, що характеризує обіговість коштів, — тривалість періоду обігу, що визначається як аналогічний показник, що характеризує оборотність матеріальних обігових коштів. Він визначається за формулою:

$$ПО = C_{од} \times Д / О \quad \text{де:}$$

По — період обороту;

Сод — середні залишки грошових обігових коштів;

Д — тривалість періоду (360, 90, 30 днів);

О — оборот за період.

Таким чином, фінансовий стан підприємства характеризується цілим набором показників. Їх багато і не існує єдино правильної методики аналізу показників для всіх випадків. Тому однією з головних задач того, хто проводить аналіз, це визначити коло показників, які він буде аналізувати, та правильно вибрати методику аналізу.

### **3. Розрахунки показників використання акціонерного капіталу.**

Акціонування як засіб вкладення коштів дає значний імпульс для розвитку підприємництва. Середня акція приносить більш високий прибуток і в більшій мірі захищає від явного і неявного ризику, чим будь-який вид інвестицій. Крім того, ціна акції росте одночасно з загальним ростом цін, що захищає вкладника від впливу інфляції. Можливість продажу акцій на фондовій біржі служить і засобом збереження коштів, і стимулом для перетворення діяльності підприємства.

Щоб акції служили надійним джерелом прибутку, необхідно вибрати для інвестицій гідне підприємство. Ця задача в умовах ринку постійно виникає як перед фірмами, що розширюють свій вплив за рахунок вкладень значних капіталів, так і перед дрібними вкладниками, що витрачають свої заощадження на покупку незначної кількості цінних паперів. Оцінку прибутковості акцій можна зробити з достатнім ступенем достовірності і мінімального ризику тільки в результаті аналізу ефективності використання підприємством власного капіталу. Така оцінка повинна провадитися по багатьох критеріях.

Коефіцієнт ціна – прибуток ( P/E ), встановлює зв'язок між ринковою ціною акції і величиною чистого прибутку компанії на одну просту акцію.

Чим вище величина цього коефіцієнта порівняно із середньою його розміром на ринку, тим вища оцінка ринком компанії та її акцій. І навпаки, зниження Р/Е свідчить про падіння попиту на акції компанії.

Приклад.

Величина чистого прибутку на одну акцію дорівнює 7,2 грн.

Ринкова ціна простих акцій зросла до 58 грн. за шт.

Визначити Р/Е.  $P/E = 58 / 7,2 = 8,1$ .

Це означає, що ринкова ціна акції на ринку у 8,1 рази перевищує дохід, який отримує компанія від цієї інвестиції.

Якщо не здійснюється котирування акцій компанії на ринку, то по середньому значенні Р/Е можна визначити ціни акцій аналогічних компаній.

Ціна акції = Р/Е x чистий прибуток компанії на одну акцію.

Приклад.

Чистий прибуток компанії на 1 акцію становив 1,9 грн.

На ринку середнє значення Р/Е для таких акцій дорівнює 5,8.

В такому випадку ціна акції може становити:  $1,9 \times 5,8 = 11,02$  грн. за 1 акцію.

Норма прибутку акціонерного капіталу (прибутковість власного капіталу) показує, наскільки ефективно використовується капітал акціонерів, вкладений у підприємство.

Курс акцій визначається попитом і пропозицією, але в той же час розмір ціни акції не дає гарантії успіху. Вона має значення тільки в зв'язку з прибутком і дивідендами, що припадають на частку власності, а також ступенем участі в управлінні підприємством.

Показник виплати дивідендів визначає яка частка чистого прибутку направляється на виплату дивідендів.

Кожне підприємство має своє значення цього показника. Звичайно молоді і підприємства, що швидко ростуть, мають дуже низьке і навіть нульове значення цього показника. Акціонери задовольняються тут перспективою росту фірми і фактично фінансують довгострокові інвестиції. Зрілі підприємства стараються залучити до себе акціонерів за рахунок стабільної виплати високих (до 50% чистого прибутку) дивідендів.

Дивіденд на одну акцію визначається як частка від розподілу всієї суми коштів, що спрямовуються на виплату дивідендів, на кількість акцій, що знаходяться у акціонерів.

Прибутковість акцій - це відношення чистого прибутку в розрахунку на одну акцію до ринкової вартості акції, виражене у відсотках. Розраховується шляхом розподілу чистого прибутку на кількість акцій в обертанні, поділених на їхню ринкову вартість.

Чим вище прибутковість акцій, тим більше привабливими вони є для потенційних інвесторів. З іншого боку, чим більш ризикованими є вкладення, тим вище повинна бути прибутковість акцій для притягнення інвесторів. У країнах із розвитою ринковою економікою дані про прибутковість акцій, зареєстрованих на фондовій біржі, можна одержати з аналітичних оглядів експертів.

Для того, щоб збереглася прибутковість акцій при зростанні їхньої ринкової вартості (що може бути пов'язане з додатковою емісією акцій або

ростом їхнього курсу), потрібно щоб темпи росту чистого прибутку були не нижче темпів росту загальної вартості акцій в обертанні.

#### **4. Дивідендна політика.**

Під дивідендною політикою розуміється процес прийняття рішень щодо виплати дивідендів або накопичення чистого прибутку для інвестування компанії. Власники акцій мають подвійний інтерес, пов'язаний із володіння акціями: довгостроковий і короткостроковий.

Довгострокова зацікавленість проявляється у досягненні високих стабільних економічних показників діяльності корпорації, для чого необхідна реалізація інвестиційних проектів, перш за все за рахунок нерозподіленого прибутку. У короткостроковій перспективі для акціонерів (особливо дрібних) важливо отримання високих дивідендів. В зв'язку з цим виникає проблема щодо оптимізації пропорцій розподілу прибутку на накопичення і споживання.

На вибір дивідендної політики впливають як зовнішні, так і внутрішні фактори (макроекономічні, законодавчі, податкові, можливості інвестування, фінансовий стан корпорації, розвиток фондового ринку тощо). Виплати високих сум дивідендів збільшує ціну акції, в той же час зменшують можливості інвестування у виробництво, що зменшить темп росту прибутку і ціну акції.

В теорії дивідендної політики існують декілька концепцій дивідендної політики. Одна із них (Міллера - Модільяні) базується на тому, що вартість капіталу залежить не від його структури, а від грошових потоків, отриманих від реалізації інвестиційних проектів. При цьому реінвестиція прибутку у нові проекти, збільшуватиме ринкову вартість акцій і капітал акціонерів у майбутньому. Згідно із концепцією "синиці у руці" (М. Гордон, Е. Бригем, Дж. Лінтнер) базується на тому, що отримання дивідендів сьогодні менш ризиковано ніж очікування приросту капіталу від інвестицій у майбутньому.

Відповідно до українського законодавства (ст. 158 Цивільного Кодексу України – ЦКУ) АТ не має право оголошувати та виплачувати дивіденди:

- до повної сплати всього статутного капіталу;
- при зменшенні вартості чистих активів АТ до розміру, меншого, ніж розмір статутного капіталу і резервного фонду.

АТ мають право сплачувати дивіденди один раз на рік за рішенням загальних зборів акціонерів. Виплата дивідендів здійснюється з прибутку після сплати податків (чистий прибуток). Право на отримання дивідендів пропорційно частці кожного акціонера у статутному капіталі мають акціонери АТ, які є його учасниками на початок строку виплати дивідендів. Загальна сума дивідендів залежить від:

- частки акціонера у статутному капіталі АТ;
- виду акцій, що належать акціонеру.

Джерелом виплати дивідендів виступає чистий прибуток, резервний фонд, нерозподілений прибуток минулих періодів тощо.



## Тема 8. Фінансові посередники в системі корпоративного управління

План

1. Суть фінансового посередництва
2. Економічна роль фінансового посередництва

### 1. Суть фінансового посередництва

У зовнішніх структурах корпоративного управління функціонують різні форми посередництва, які мають не тільки специфічні риси та особливості, зумовлені їх місцем та роллю в економічній системі, а й спільні риси.

У широкому розумінні фінансові посередники характеризуються як компанії, які надають своїм клієнтам послуги в галузі інвестування. Фінансові посередники визначаються також як інститути, які організують безпосереднє регулювання попиту та пропозиції на фінансові ресурси в економіці, основні суб'єкти ринку капіталів.

Слід виділити кілька важливих *функцій*, що виконують фінансові посередники в системі корпоративного управління. Насамперед існування фінансових посередників, як показує світова практика, дає змогу в масштабах суспільства і окремого підприємства мати певну економію на деяких операціях внаслідок спеціалізації. Фінансові структури з'являються як посередники об'єктивно, внаслідок дії економічних законів ринкового характеру, і функціонують у змішаному механізмі господарювання, обслуговуючи різні сектори національного господарства і підпадаючи під дію державних та ринкових регуляторів.

Другою важливою функцією фінансового посередництва є вилучення вільних інвестиційних ресурсів і спрямування їх в корпоративний сектор. При цьому фінансові посередники своєю діяльністю впливають на структурну перебудову і динаміку руху економічних процесів.

Третьою важливою функцією фінансових посередників є зниження рівня ризиків при інвестиційній діяльності. Ця функція стосується приватного інвестора, який не завжди може змінити об'єкти інвестування.

Четвертою важливою функцією фінансових посередників щодо корпоративних структур є консультативна. Як правило, посередницькі структури впливають на підприємства консультативною роботою, яка стосується тих чи інших сторін корпоративного управління. Особливо це стосується у вітчизняній практиці приватизованих підприємств, що набули форми акціонерних товариств, однак не мають досвіду управління такою організаційно-економічною формою бізнесу.

### Види фінансового посередництва

Світова практика вказує на існування кількох основних видів фінансових посередників, до яких відносять фінансових брокерів (посередників), торговців цінними паперами (дилери), інвестиційні фонди, інвестиційні компанії, інвестиційних консультантів, довірчі товариства.

Для України характерною формою фінансового посередництва є так звані торговці цінними паперами, які обслуговують рух цінних паперів

корпоративних підприємств. Такі фінансові посередники здійснюють діяльність з випуску та обігу цінних паперів, якою визнається посередницька діяльність з випуску та обігу цінних паперів, що здійснюється банками, а також акціонерними товариствами, статутний фонд яких сформовано рахунок виключно іменних акцій, та іншими товариствами, яких операції з цінними паперами становлять виключний від їх діяльності.

В Україні торговці цінними паперами мають право здійснювати такі види діяльності з випуску та обігу цінних паперів:

- а) діяльність з випуску цінних паперів;
- б) комісійну діяльність з цінних паперів;
- в) комерційну діяльність з цінних паперів.

Діяльністю з випуску цінних паперів визнається виконання торгівцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента обов'язків щодо організації підписки на цінні папери або їх реалізації іншим способом. При цьому торгівець цінними паперами за домовленістю з емітентом може брати на себе зобов'язання у разі неповного розміщення цінних паперів викупити в емітента нереалізовані цінні папери.

Комісійною діяльністю з цінних паперів визнається купівля-продаж цінних паперів, що здійснюється торгівцем цінними паперами від свого імені, за дорученням і за рахунок іншої особи.

Комерційною діяльністю з цінних паперів визнається купівля-продаж цінних паперів, що здійснюється торгівцем цінними паперами від свого імені та за свій рахунок.

Крім названих фінансових посередників в умовах приватизаційного процесу в Україні існували і деякі специфічні форми фінансового посередництва, до яких з певною часткою умовності можна віднести товариства покупців. Водночас при цьому вони мали суттєві відмінності, оскільки не отримували ліцензії на проведення посередницьких операцій з інвестиційними ресурсами, майже не залучали кошти сторонніх інвесторів при здійсненні приватизаційних операцій. Крім того, деякі форми фінансового посередництва в сучасних умовах тісно переплетені й взаємодоповнюють одна одну. Наприклад, у реальному житті функції фінансових брокерів найчастіше виконують довірчі товариства, функції дилерів та інвестиційних консультантів — інвестиційні фонди та інвестиційні компанії.

### Обмеження діяльності фінансових посередників

На фінансових посередників поширюються усі обмеження, які діють для господарських товариств. Крім того, існують певні особливі обмеження, викликані специфічною роллю цих структур на фондовому ринку. Практично всі країни досить жорстко регулюють діяльність фінансових посередників, застосовуючи різні методи впливу.

На перших етапах розвитку фінансових посередників, які припадають на середину 90-х років, їх кількість зростала надзвичайно швидко. Для дійового регулювання процесів були запроваджені законодавчо визначені обмеження для функціонування фінансового посередництва. Вони регламентували у загальних рисах посередницьку діяльність на ринку цінних паперів та в процесах приватизації.

Одним із важливих напрямів обмеження було положення згідно з яким Дозвіл на здійснення будь-якого виду діяльності з випуску та обігу цінних паперів не може отримати торгівець цінними паперами, який безпосередньо або побічно володіє майном іншого торговця цінними паперами вартістю понад 10% статутного фонду, в тому числі безпосередньо вартістю понад 5% статутного фонду іншого торговця.

Слід мати на увазі, що торговець цінними паперами, який має дозвіл на здійснення будь-якого виду діяльності з випуску та обігу цінних паперів, не може безпосередньо або побічно володіти майном іншого торговця цінними паперами вартістю понад 10% статутного фонду, в тому числі безпосередньо — вартістю понад 5 % статутного фонду іншого торговця. Якщо частка юридичної особи, що не має дозволу на здійснення діяльності з обігу цінних паперів, або громадянина в статутному фонд! кількох торговців цінними паперами перевищує 5 % за кожним торговцем, то вони не можуть здійснювати торгівлю цінними паперами один з одним.

Крім того, торговець цінними паперами не може здійснювати торгівлю: а) цінними паперами власного випуску; б) акціями того емітента, у якого він безпосередньо або побічно володіє майном у розмірі більш як 5 % статутного фонду. На сьогодні діяльність фінансових посередників досить детально регламентується, хоча організаційна база їх функціонування потребує доопрацювання.

## **2. Економічна роль фінансового посередництва**

### Інвестиційна компанія

Найбільш комплексною структурою серед фінансових посередників є інвестиційна компанія. Інвестиційна компанія є юридичною особою, яка діє на ринку інвестиційних ресурсів за рахунок власних коштів за замовленням клієнтів або згідно з власною стратегією. Відповідно до чинного законодавства України інвестиційною компанією визнається торгівець цінними паперами, який, крім провадження інших видів діяльності, може залучати кошти для здійснення спільного інвестування через емісію цінних паперів та їх розміщення.

Інвестиційна компанія створюється у формі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю в порядку, встановленому для цих товариств, та здійснює діяльність щодо спільного інвестування. Статутний фонд інвестиційної компанії, яка здійснює спільні інвестиції, формується в порядку, встановленому чинним законодавством, і має становити не менш як 50 тис. мінімальних заробітних плат, визначених на Момент реєстрації інвестиційної компанії.

Інвестиційна компанія одержує прибутки від діяльності, пов'язаної зі спільним інвестуванням, пропорційно до вартості майна, переданого нею у взаємний фонд, якщо інше не передбачено інвестиційною декларацією. Вона отримує інвестиційні сертифікати у розмірі, що відповідає вартості майна, переданого нею у взаємний фонд. Інвестиційні сертифікати засновників зберігаються у депозитарія і не можуть пропонуватися на продаж. Інформацію

про діяльність взаємного фонду інвестиційними компанія зобов'язана надавати загальним зборам акціонерів (учасників) не рідше ніж раз на рік.

Раніше інвестиційна компанія повинна була мати ліцензії як Міністерства фінансів, так і Фонду державного майна на проведення представницької діяльності з приватизаційними паперами. Оскільки такий дозвіл має бути наданий тільки за умови роботи з приватизаційними паперами, то формально інвестиційна компанія може існувати без нього, що спостерігається сьогодні, тому що приватизаційні папери практично виведені з обігу. Однак практика засвідчує, що практично всі інвестиційні компанії створювались для роботи з приватизаційними сертифікатами громадян. Тому більшість їх була націлена на роботу з "ваучерами", що, в свою чергу, ставить їх у складне становище при проведенні операцій з реальними інвестиційними ресурсами і посередництві в здійсненні значних інвестиційних проектів. Звичайно, для накопичення грошових коштів інвестиційна компанія може випускати власні цінні папери (ними можуть бути акції і облігації), залучати кредити та отримувати аванси за операціями з цінними паперами, проте насправді це не так просто, оскільки вільні кошти інвестори не поспішають вкладати.

### Інвестиційні фонди

Інвестиційний фонд — це юридична особа, заснована у формі відкритого акціонерного товариства з урахуванням вимог, встановлених чинним законодавством, що здійснює виключну діяльність у галузі спільного інвестування. Суттєвою особливістю є те, що інвестиційний фонд не може сам виконувати процес інвестування і для цього існує інвестиційна компанія, яка виступає в ролі інвестиційного керуючого. Інвестиційний керуючий проводить дії з управління активами інвестиційного фонду, організовує продаж інвестиційних сертифікатів, приймає рішення стосовно інвестицій і здійснює управління відповідно до придбаних від імені інвестиційного фонду акцій. Крім того, він здійснює управління активами інвестиційного фонду від імені інвестиційного фонду без доручення та готує проекти інформаційних повідомлень про випуск інвестиційних сертифікатів.

Інвестиційний керуючий організовує продаж інвестиційних сертифікатів інвестиційного фонду. Для цього він може залучати агентів з розповсюдження цінних паперів інвестиційного фонду, але не може пропонувати на продаж інвестиційні сертифікати за ціною, нижчою від номінальної. Інвестиційний керуючий відкритого інвестиційного фонду зобов'язаний вживати нагоди для викупу інвестиційних сертифікатів на вимогу їхніх власників від імені та за рахунок коштів інвестиційного фонду, а в разі відсутності таких коштів — за рахунок власних коштів.

При цьому за свої послуги він отримує винагороду, річна сума якої не може перевищувати 5% нетто-активів інвестиційного фонду. Існують також певні обмеження. Так, інвестиційний фондам не дозволяється інвестувати більш як 5% своїх активів у придбання акцій конкретного підприємства і понад 10% своїх цінних паперів в одного емітента. У зв'язку з цим на приватизованих підприємствах відсутні відповідальний власник та стратегічний інвестор. На сучасному етапі в Україні всі інвестиційні фонди створюються у формі закритих акціонерних товариств. Їх, у свою чергу, поділяють на відкриті і

закриті. Відкриті фонди створюються на невизначений термін і здійснюють викуп своїх інвестиційних сертифікатів у терміни, встановлені інвестиційною декларацією інвестиційного фонду.

Закриті фонди створюються на визначений термін і здійснюють розрахунки щодо інвестиційних сертифікатів після закінчення терміну діяльності інвестиційного фонду.

Засновниками інвестиційного фонду є юридичні та фізичні особи, але не можуть бути його засновниками ті особи, частка державного майна у статутному фонді яких перевищує 25%. Законодавством може бути передбачено також інші обмеження щодо участі юридичних і фізичних осіб у створенні інвестиційних фондів.

Для здійснення спільного інвестування інвестиційні фонди а також інвестиційні компанії, що заснували взаємні фонди (далі — фонди), випускають інвестиційні сертифікати, які пропонуються для розміщення серед учасників. Кошти, отримані від учасників, відкриті фонди інвестують у цінні папери інших емітентів. Суттєвою особливістю емісійної діяльності є те, що фонди мають право здійснювати загальну емісію інвестиційних сертифікатів на суму, розмір якої не повинен перевищувати 15-кратного розміру їх статутних фондів.

Доходи фондів складаються з дивідендів та інших надходжень від цінних паперів, що перебувають у власності фонду, та доходів від операцій з цінними паперами й іншими активами. Вони оподатковуються при виплаті дивідендів у порядку, встановленому чинним законодавством.

Чинними нормативними документами встановлено обмеження щодо деяких напрямів діяльності інвестиційних фондів. Так, фондам заборонено:

- тримати в цінних паперах менш як 70 % активів інвестиційного фонду;
- купувати інвестиційні сертифікати іншого інвестиційного фонду чи інвестиційної компанії;
- займатися посередницькою діяльністю з приватизаційними паперами;
- брати банківський кредит, крім випадків використання цього кредиту для викупу відкритим фондом своїх інвестиційних сертифікатів;
- здійснювати інвестиції в цінні папери, емітентом яких є афілійована особа інвестиційного фонду;
- видавати майнові гарантії, забезпечені майном фонду, для третіх осіб, укладати договори застави;
- придбавати цінні папери повних і командитних товариств;
- випускати облігації та векселі.

Особливістю нормативних вимог є те, що майно фондів при їх ліквідації реалізується виключно на аукціоні. Виручка від продажу спрямовується на задоволення вимог кредиторів. Кошти, які залишаються після цього, розподіляються між учасниками пропорційно до кількості інвестиційних сертифікатів. У разі, коли вартість майна в розрахунку на один інвестиційний сертифікат нижча за його номінальну вартість, різниця учасникам покривається за рахунок коштів засновників.

Функціонування інвестиційних фондів на ринку інвестиційних ресурсів має свої недоліки і переваги, які стосуються насамперед дрібного інвестора, для приватизованих підприємств їх інвестиційні функції не досить суттєві. Проте вплив інвестиційних фондів на корпоративні інтереси, переходи прав власності, консолідацію пакетів акцій продовжує залишатися досить значним.

### Довірчі товариства

Довірче товариство являє собою фірму, яка здійснює представницьку діяльність відповідно до договору, укладеного з довірцями майна щодо реалізації їх прав власників. Тому довірче товариство є досить специфічною ланкою в системі корпоративного управління, де здійснюється передавання функцій управління від власника до професійного управляючого, який, на думку власника, більш ефективно здійснить функції розпорядження його майном. Певні функції власника корпоративних прав у цьому разі переходять від довірителя до довірчого товариства. При цьому довірчі операції від імені довірчого товариства здійснюють його учасники — довірені особи, які особисто виконують свої обов'язки перед довірцями майна. Довірцями виступають окремі громадяни і юридичні особи.

Певну схожість з передачею функцій управління і розпорядження має інститут уповноважених осіб, яким можуть передаватись окремі функції управління корпоративними правами, але вони мають іншу організаційну форму. Засновниками довірчого товариства можуть бути юридичні особи та громадяни.

Насамперед для юридичних осіб довірче товариство здійснює такі послуги: розпорядження майном, управління голосуючими акціями, агентські послуги. Для окремих громадян довірче товариство може здійснювати управління їх майном і корпоративними правами. Щодо майна громадян, то довірче товариство здійснює функції збереження та представницькі послуги. Довірені особи зобов'язані діяти в інтересах довіртелів — власників майна, хоча більш конкретних приписів щодо цього положення немає. Практика показала, що надзвичайно складно довести діяльність довірчих осіб, якщо вона здійснювалась не в інтересах довіртелів.

У процесі діяльності довірчих товариств виявився також ряд недоліків, особливо в нормативному забезпеченні взаємовідносин довіртелів та довірених осіб. Практика засвідчила, що довірчі товариства, як правило, пропонували довірцям там угоди, згідно з якими вони будь-який контроль за довіреними коштами.

Головними порушеннями довірчих товариств у ході їх діяльності були перевищення обсягів довірчих операцій з приватизаційними майновими сертифікатами, відсутність відповідної звітності та ін. Частина фінансових посередників йшла на пряме порушення нормативної бази і нехтування інтересами вкладників. Це призвело до позбавлення ліцензій багатьох фінансових посередників і призупинення діяльності ряду довірчих товариств та інвестиційних фондів, і навіть до судових справ, що здобули широкий соціальний резонанс.