

## КОРПОРАТИВНІ КОНФЛІКТИ В УКРАЇНІ: ОСНОВНІ ВИДИ ТА ЇХ ЗНАЧУЩІСТЬ

© Іоргачова М. І., 2011

Розглянуто основні види порушень прав акціонерів в Україні та в інших країнах з ринками цінних паперів, що розвиваються. Проведено аналіз наявності ризиків цих порушень у певних країнах. Визначено унікальність такого ризику для України, як розкриття інформації. Надано рекомендації щодо зменшення імовірності виникнення корпоративних ризиків та поліпшення корпоративного управління. Запропоновані напрями дають змогу удосконалити корпоративні відносини в Україні та в інших країнах світу.

**Ключові слова:** корпоративне управління, акціонери, менеджери, корпоративний конфлікт, корпоративний ризик.

The article examines the main types of violations of shareholder rights in Ukraine and other countries with developing securities markets. The analysis the risks of emergence of these violations in certain countries. Determined the uniqueness of this risk for Ukraine as disclosure. Recommendations to reduce the probability of corporate risks and improve corporate governance. Proposed areas allow to improve corporate relations in Ukraine and other countries.

**Key words:** corporate governance, shareholders, managers, corporate conflict, corporate risk.

### Постановка проблеми

Питання ефективного корпоративного управління останнім часом стали одними з найважливіших тем в Україні. Вони є предметом обговорення безлічі конференцій і семінарів. Найбільші корпорації, які кілька років тому були основними порушниками прав акціонерів, сьогодні скеровують свої зусилля на введення у себе ефективного корпоративного управління. З цією метою вони приймають кодекси корпоративного управління, вводять в ради директорів незалежних директорів, корпорації прагнуть забезпечити “прозорість” своєї діяльності. В Україні 11 грудня 2003 року рішенням Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку України були затверджені Принципи корпоративного управління, також важливим досягненням у цій області є прийняття у 2008 році закону “Про акціонерні товариства”.

Посилення уваги до корпоративного управління пов'язане з кількома причинами: значне місце питанням корпоративного управління відводиться в рекомендаціях міжнародних фінансових організацій; це є одним із способів демонстрації урядом своєї активності у сфері інституціональних реформ; триває процес консолідації акціонерного капіталу у великих українських підприємствах, формуються нові інтегровані структури. Проте, незважаючи на дії уряду, багато акціонерних товариств виявляються залученими в різні корпоративні конфлікти, які ведуть до погіршення фінансового та інвестиційного стану підприємств. Це зменшує інвестиційну привабливість товариств в очах потенційних інвесторів, що в результаті негативно впливає на загальний інвестиційний і економічний стан країни.

### **Аналіз останніх досліджень і публікацій**

Проблеми порушення прав акціонерів висвітлюються у працях вітчизняних та зарубіжних науковців. Свої праці присвятили цим проблемам такі вчені: Алексеев Г. В., Бобришев А. Д., Боханова Е. Н. [1], Васильєва Ю. [2], Чинчикєєв В. [3], Губін Е. П. [4], Уайлі Д. [5], Berle A., Means G. [6], Grossman S. O. [7], Jensen M., Meckling W. [8], Morck R., Shleifer A., Vishny R. [9].

Водночас питання вирішення корпоративних конфліктів науковці розглядають без їх структуризації та найможливіших ризиків, які можуть призвести до їх виникнення, приділяючи більше уваги окремим видам корпоративних конфліктів.

Також недостатньо уваги приділяється розгляду корпоративних ризиків, які є в Україні, та напрямам їх подолання. Розвиток корпоративного управління в Україні неможливий без здійснення структуризації основних видів корпоративних конфліктів і виділення найзначущіших для України.

### **Постановка цілей**

Дослідження основних видів корпоративних конфліктів та їх значущість в Україні та в інших країнах, у яких ринки цінних паперів знаходяться на етапі формування, зумовлює постановку таких цілей:

- Ї структурувати основні види корпоративних конфліктів в Україні та в інших країнах з ринками цінних паперів, що розвиваються;
- Ї виділити ті корпоративні ризики, які є унікальними для України;
- Ї розробити рекомендацій щодо поліпшення корпоративного управління.

### **Виклад основного матеріалу**

Поняття “корпоративний конфлікт” необхідно відрізнити від поняття “конфлікт інтересів”. “Корпоративний конфлікт можна визначити як розбіжності (суперечки) між акціонерами (інвесторами) і менеджерами суспільства у зв'язку з порушенням прав акціонерів, які приводять або можуть привести до позовів стосовно товариства, що контролює акціонера або керівників щодо рішень, які приймаються ними, дострокового припинення повноважень органів управління, істотної зміни у складі акціонерів” [1, с. 11].

На відміну від корпоративного конфлікту термін “конфлікт інтересів” означає не ситуацію корпоративного конфлікту, а ситуацію, що має високу вірогідність виникнення корпоративного конфлікту. “Конфлікт інтересів визначається як ситуація вибору управлінського рішення, коли суб'єкт управління має суперечності між благом компанії і своїм власним інтересом” [4, с. 19].

Виникнення корпоративних конфліктів впливає з самої сутності корпорації, яка пов'язана з відділенням власності від поточного процесу управління. Тобто з виникненням ситуації, коли власники не управляють своєю власністю і можуть судити про стан справ на підприємстві тільки за інформацією, яку отримують від менеджерів, за рівнем виплачуваних дивідендів або курсовою вартістю акцій на ринку цінних паперів.

Об'єктом корпоративного конфлікту є права власності на акції компанії і права, які дають ці цінні папери (участь в управлінні, участь в розподілі прибутку компанії тощо). Розрізняють чотири основні групи, які можуть бути учасниками корпоративного конфлікту: мажоритарні акціонери, міноритарні акціонери, члени Ради директорів (Наглядової ради) і менеджери. Кожна з цих груп має свої відмінні від іншої групи інтереси.

Інтереси акціонерів спрямовані на отримання доходу від діяльності компанії. Отримання доходу може бути реалізоване двома шляхами – виплатою дивідендів і підвищенням курсової вартості акцій.

Мажоритарні акціонери налаштовані на довготривалу перспективу розвитку компанії і мінімальні ризики. Якщо їм доведеться вибирати між виплатою дивідендів і капіталізацією прибутку, вони, як правило, віддадуть перевагу капіталізації прибутку, оскільки це сприяє стійкості і стратегічним планам розвитку компанії.

Інтереси міноритарних акціонерів лежать в іншій площині. Їм важлива короткострокова перспектива – отримання доходу від своєї участі в компанії вже зараз. Тому головний інтерес міноритаріїв (виплата дивідендів) переважатиме над капіталізацією прибутку.

Що стосується менеджерів компанії, то вони не несуть ризиків втрати свого майна. Якщо компанія терпить крах, менеджери втрачають роботу, але не своє майно. Якщо така діяльність приносить прибуток, то менеджери отримують бонус. Якщо компанія терпить крах із-за високо-ризикової діяльності, менеджери знаходять нову роботу. Менеджери ризикують не своїм майном, а майном власників (акціонерів). Крім того, оскільки менеджери не є власниками, існує також небезпека зловживань з їхнього боку по відношенню до компанії і відповідно до її власників. Конфлікт між менеджерами і власниками є корпоративним конфліктом, що найчастіше зустрічається, його ще називають агентським конфліктом, який також має кілька різновидів.

Початок вивченню агентського конфлікту поклали у 1932 році у своїй роботі [6] Берлі і Мінз. Одне з найпоширеніших вирішень цієї проблеми – передача або продаж пакета акцій за пільговою ціною менеджерам компанії, що веде до зростання їх зацікавленості в максимізації вартості компанії, тобто зближує їх інтереси з інтересами інших власників. Збільшення мотивації менеджерів до досягнення максимальної вартості компанії, своєю чергою, знижує агентські витрати. Теоретична база для подальшого вивчення проблематики була закладена у [8, с. 305–360]. Було висунуто передумову, згідно з якою менеджери, що володіють невеликими пакетами акцій, вважатимуть за краще все ж витягати з компанії різні негрошові вигоди, а не максимізувати вартість компанії. Причина цього лежить в недостатній мотивації менеджерів до максимізації вартості. Тобто, якщо в руках менеджера такий пакет акцій, що сума дивідендів і зростання курсової вартості по них не може становити істотну частку його особистого доходу, то інтереси менеджера не зближуються з інтересами власників.

З початку 80-х рр. ХХ ст. багато уваги приділяється емпіричному виявленню залежності між кількістю акцій в руках менеджерів компанії і корпоративною ефективністю. Після виходу у світ широковідомої роботи [10, с. 293–315] думки з питання впливу власності менеджерів на ефективність діяльності компанії розділилися. Одні відкидають гіпотезу існування подібної залежності, інші стверджують, що інсайдерська власність позитивно впливає на ефективність діяльності компанії. Третій тип досліджень виявив позитивний вплив для невеликих пакетів акцій в руках менеджерів і негативний – для великих пакетів.

У 1988 р. у [7, с. 175–202] зорієнтовано загальну увагу на другому типі агентського конфлікту – між мажоритаріями і міноритаріями. Отже, з одного боку, концентрація власності в руках кількох власників посилює інтерес акціонерів максимізувати її вартість, що часто приводить до посилення моніторингу діяльності менеджерів. З іншого боку, концентрація власності веде до дискримінації міноритарних акціонерів, зокрема шляхом витягання мажоритаріями приватних вигод контролю. Тобто вплив цього показника дуже неоднозначний і залежить від правових інститутів країни.

Третій вид агентських конфліктів, що виникають усередині компанії, – це конфлікт між інституціональними інвесторами та іншими акціонерами. Головна мета інституціональних інвесторів – мінімізувати ризик за підтримки невеликого заданого рівня прибутковості, тобто їхня мета відрізняється від мети приватних акціонерів, які прагнуть максимізувати ефективність діяльності компанії.

Корпоративні конфлікти приносять власникам і державі великий матеріальний і моральний збиток – це і зниження міжнародних рейтингів України, і скорочення обсягів зовнішніх інвестицій, і падіння обсягів виробництва, а у багатьох випадках – банкрутство підприємств.

Основними видами порушень прав акціонерів в Україні і країнах з ринками цінних паперів, що розвиваються, є: права акціонера на участь в загальних зборах і в ході реорганізації і консолідації компаній, “розмивання” капіталу, виведення активів і трансфертне ціноутворення, порушення вимог розкриття інформації, здійснення угод з порушенням встановленого порядку, здійснення фіктивних банкрутств з подальшим скуповуванням активів, що продаються. Наявність

цих ризиків в Україні і в інших країнах, чиї ринки цінних паперів розвиваються, представлено у табл. 1.

З цієї таблиці бачимо, що в Україні, як і в інших країнах з ринками цінних паперів, що розвиваються, найбільше значення мають такі ризики корпоративного управління, як виведення активів і трансфертні ціни, розмивання статутного капіталу, злиття і поглинання, а також банкрутство. Слабке корпоративне управління в Україні дає змогу власникам основного пакета акцій посилювати свої позиції за рахунок міноритарних акціонерів шляхом розмивання капіталу, трансфертних цін та інших форм виключення капіталів з компаній, при цьому власники міноритарних пакетів акцій не можуть бути впевненими в реалізації своїх прав на справедливу частку в прибутках або дивідендах.

Загроза розмивання акціонерного капіталу вважається одним з найсерйозніших чинників ризику. Наявність великої кількості оголошених акцій, які можуть бути випущені за рішенням ради директорів (наглядової ради), часто свідчить про високу вірогідність майбутньої емісії, що веде до розмивання акціонерного капіталу [2].

Таблиця 1

**Основні види ризиків корпоративного управління в Україні та в інших країнах**

Ризик	Значення для України (+++- max)	Унікальність для України	Наявність в інших країнах з ринками цінних паперів, що розвиваються
“Розмивання” статутного капіталу	++	Немає	Росія, Корея
“Виведення” активів і трансфертні ціни	+++	Немає	Росія, Чехія, Мексика, Індонезія, Малайзія, Корея,
Розкриття інформації	++	Так (значно гірше, ніж в інших країнах)	-
Реорганізація (злиття і поглинання)	+++	Немає	Росія, Чехія, Малайзія, Корея, Індонезія
Банкрутство	+++	Немає	Росія, Польща, Чехія (фактично скрізь)
Обмеження на володіння акціями і розпорядження правом голосу	+	Немає	Росія, Корея, Мексика, Таїланд

Вже упродовж кількох років розмивання частки акціонерів очолює список найпоширеніших порушень прав акціонерів в Україні. Цей ризик виникає, коли товариство розміщає акції серед керівництва або наближених до нього інвесторів за ціною, значно нижчою від ринковою, і не надає іншим акціонерам переважного права на придбання додаткових акцій. В результаті цього зменшуються частки, що належать іншим акціонерам, в той час, як загальна вартість товариства збільшується на значно менший відсоток. Прикладом “розмивання” акціонерного капіталу є історія ВАТ “Дніпрошина”, коли було встановлено переважне право придбання акцій одних акціонерів над іншими.

Також одним з порушень є практика проведення підписки на додаткові акції за кілька днів, що, безумовно, ускладнює реалізацію переважного права усіма бажаними акціонерами. Так, ВАТ “Левада” на підставі рішення правління про додаткову емісію акцій провело підписку за два дні у віддаленому сільському районі.

Доволі поширеними проблемами в Україні є “виведення” активів і трансфертні ціни. Цей вид ризику означає продаж товариством свого майна за ціною, нижчою від ринковою, афільованій особі певного товариства або акціонера, що володіє великим пакетом акцій (включаючи державу). Такий продаж призводить до зменшення вартості підприємства і збагачення окремих інсайдерів (наприклад, ВАТ “Росава”). Нерідко важко довести факти маніпуляцій з активами і застосування

зухвалих сумнівних методів встановлення цін, проте інколи їх можна виявити шляхом ретельного аналізу фінансової звітності і способів укладання угод. Практика показує, що ці прийоми, будучи інколи непомітними для інвесторів, призводять до найсерйознішого зниження вартості компанії.

Можна відмітити фактично унікальність такого ризику для України, як розкриття інформації. Це пов'язано з тим, що в Україні розкриття інформації розвинене значно гірше, ніж в інших країнах.

Відсутність необхідного розкриття інформації про товариство не лише порушує права акціонерів на інформацію, але й не забезпечує рівного ставлення до усіх акціонерів і призводить до дій, в результаті яких акціонери терплять збитки. Нерідко спостерігається свідоме приховування керівництвом інформації і перешкода щодо її отримання акціонерами. Наприклад, акціонерові відмовляють у відправленні поштою певних матеріалів, на ознайомлення з якими він має законне право, навіть за умови оплати ним усіх витрат з копіювання і пересилки, а пропонують особисто прийти і ознайомитися з матеріалами в офісі підприємства.

Проте необхідно відмітити, що існують суперечності між інформаційною прозорістю (як засобом подолання корпоративного конфлікту, припинення зловживань інсайдерською інформацією) і небезпекою розкриття інформації (як чинника, що сприяє ворожим поглинанням і посиленню адміністративного тиску з боку корумпованих чиновників). Інформаційна закритість українських компаній – серйозна перешкода не лише для акціонерного фінансування, але й для банківського кредитування.

Слід зазначити, що інформаційна закритість завжди супроводжується використанням внутрішньої (інсайдерської) інформації для незаконного отримання прибутку окремими учасниками корпоративних стосунків (і відповідно породжує корпоративні конфлікти). Саме тому боротьба з інформаційною закритістю завжди повинна забезпечуватися запобіганням незаконному використанню інсайдерської інформації.

Західна практика показала, що обов'язкове розкриття інформації має і негативну сторону. Примусове розкриття інформації різко обмежує право на приватне життя, на комерційну таємницю. Зокрема, на ринку цінних паперів розкрита інформація часто використовується не для аналізу інвесторами, а для аналізу конкурентами. Через це при введенні відповідних норм регулювання важливо дотримуватися розумного балансу між комерційною таємницею і тією інформацією, яка розкривається.

Існують, принаймні, два чинники, які повинні спонукати керівників підприємств до розкриття інформації, – “інвестиційний” і “законодавчий”.

Цікавим механізмом забезпечення інформаційної прозорості німецьких компаній є участь працівників компанії в Наглядній раді [5, с. 179]. Така можливість не враховується фахівцями з українського корпоративного управління. Між тим це може бути додатковим аргументом (окрім реалізації соціальної функції корпорації) для залучення представників працівників до участі в раді директорів і дорадчих органах компанії.

Для підвищення рівня інформаційної прозорості країн з ринками цінних паперів, що розвиваються, необхідно передбачити активніше використання сучасних засобів зв'язку з метою: інформування акціонерів про поточний стан справ за підсумками звітів керівників, створення інтернет-сайту корпорації, створення інтернет-форумів, де акціонери можуть обговорити питання порядку денного майбутніх зборів, організація аудіо-конференцій для обговорення довгострокових проблем розвитку акціонерного товариства, розміщення оголошень про скликання зборів акціонерів і проведення засідань ради директорів, а також голосування з питань повістки дня зборів акціонерів.

У найрізноманітніших формах порушується вимога про забезпечення усім акціонерам рівних можливостей на участь в загальних зборах акціонерів – ненадання або несвочасне надання повідомлення про проведення загальних зборів, ненадання можливості ознайомитися з матеріалами, пов'язаними з порядком денним (найчастіше товариство посилається на те, що матеріали ще не готові, і це триває до самих зборів), відмова від допуску представників акціонерів на загальні збори на вигаданих підставах (наприклад, тому що дата видачі доручення написана цифрами, а не словами).

Однією з центральних проблем сьгоднішніх корпоративних стосунків в Україні, яка пов'язана з таким ризиком, як обмеження на володіння акціями, є проблема невиконання дивідендів більшою кількістю акціонерних товариств.

Ігнорування корпоративних прав на отримання акціонерами дивідендів, відмова від їхнього захисту призводить до грубих зловживань з боку членів Наглядової ради, виконавчих органів товариства, великих акціонерів. Так, існує думка, що визнання за акціонерами корпоративного права на дивіденд унеможливило б подібних зловживань. Проте покладання обов'язку на українські компанії виплачувати дивіденд в тих випадках, коли компанія отримує прибуток, призведе швидше до маніпулювання даними бухгалтерських звітів і зниження прибутку, і тим самим до скорочення розміру дивідендів і порушення ключового права акціонерів на участь у справедливому розподілі прибутку.

У законодавстві розвинених країн передбачено накладення державними органами санкцій на акціонерні товариства, які схильні до надмірного накопичення, а не розподілу свого прибутку. Для вітчизняних акціонерних товариств ця міра також представляється непридатною. Подібна санкція може бути ефективною в умовах розвинутої економіки стосовно багатих акціонерних товариств. Українські акціонерні товариства здебільшого бідні і слабкі, а тому перед ними стоїть протилежне завдання – накопичення засобів для реструктуризації і технічного переоснащення.

У розвинених країнах також передбачена можливість акціонерів захищати своє право на отримання дивідендів в суді. Що стосується України, то в українському законодавстві право вимагати виплати дивідендів в судовому порядку не передбачене.

Сьогодні завдання знаходження ефективного методу, який стимулював би менеджерів компаній регулярно виплачувати дивіденди за результатами господарської діяльності компанії, ще не виконано. Одним із стимулів може бути зниження податків на ту частину прибутків, яка йде на виплату дивідендів, у взаємозв'язку з іншими методами державного регулювання корпоративних стосунків.

За 2009 рік в Державну комісію з цінних паперів і фондового ринку надійшло для розгляду 3661 звернень від громадян щодо порушення їхніх прав і законних інтересів на ринку цінних паперів. Слід зазначити, що загалом кількість звернень від громадян щодо порушення їхніх прав має стійку тенденцію до зниження (табл. 2).

*Таблиця 2*

**Кількість звернень від громадян щодо порушення їхніх прав як акціонерів**

Рік	2005	2006	2007	2008	2009
Кількість звернень	10055	6864	5835	6315	3661

Майже 78 % з цих звернень становлять скарги міноритарних акціонерів на діяльність акціонерних товариств. Типовими порушеннями, як і в попередні роки, залишаються такі: порушення прав на рівне ставлення до усіх акціонерів, порушення прав на участь в управлінні товариством, порушення прав на отримання інформації про діяльність акціонерного товариства, порушення прав акціонера на отримання частини прибутку у вигляді дивіденду, порушення прав акціонерів під час додаткового випуску акцій [11].

В інших країнах, що розвиваються, ці ризики корпоративного управління теж існують. У зв'язку з високою концентрацією акціонерної власності ключовою проблемою в цих країнах є захист прав міноритарних акціонерів, тим більше, що керівники цих країн часто є контролюючими акціонерами. Незважаючи на розвинене в більшості країн законодавство, на практиці фактично скрізь відбувається безліч випадків зловживання своїми правами як міноритарними, так і найбільшними акціонерами. Це пов'язано з приватизаційною “спадщиною” у структурах власності, неадекватністю (незбалансованістю) законодавства і слабким правозастосуванням.

Головна проблема у сфері захисту прав міноритарних акціонерів – розмивання їхніх пакетів акцій, незважаючи на те, що існуюче законодавство містить положення про переважні права на купівлю акцій.

При розмиванні капіталу, що веде до зменшення частки дрібних акціонерів в акціонерному капіталі, а значить і до зменшення вартості пакетів акцій, що належать їм, портфельні інвестиції стають безглуздими. До того ж захоплення контролю над підприємством, як правило, створює необхідні передумови для розкрадання майна, відведення фінансових ресурсів і майна підприємства у спеціально створені компанії, доведення підприємства до банкрутства.

Серйозну небезпеку для інвестора несе в собі також процедура банкрутства, яка потребує подальшого удосконалення. Часто спостерігається парадоксальна ситуація: серед доволі стійких з фінансового погляду підприємств ініціюється процедура банкрутства, а безнадійні уникають цієї долі.

Проблемою є і те, що міноритарні акціонери в органах управління компанією представлені або недостатньо, або в жоден спосіб, що може бути результатом як їхньої низької активності, так і обмеженням можливостей доступу до процесу управління. Міноритарні акціонери також мало залучені в обговорення стратегії розвитку компанії під час річних зборів акціонерів. Крім того, деякі положення законодавства можуть обмежувати рівне ставлення до акціонерів в тому, що стосується їхнього права голосу. Право акціонера на отримання дивідендів залишається також дуже теоретичним, оскільки багато великих і таких, що навіть мають лістинг на біржі компаній, за останні кілька років не розподіляли дивіденди. Ще однією важливою проблемою є поширена практика виведення активів або прибутку в компанії, пов'язані з контролюючими акціонерами, а також угоди, здійснені з використанням інсайдерської інформації і за участю зацікавлених осіб.

Активними учасниками у схемах з виведення активів з підприємств в Чехії є інвестиційні фонди, які були створені ще в період приватизації і продовжують існувати і сьогодні. Деякі компанії мають обмеження на придбання і володіння акціями або на право голосування на загальних зборах для міноритарних та іноземних акціонерів.

Досвід розвинених країн показує, що права акціонерів можуть бути адекватно захищені тільки за дотримання прозорості діяльності корпорацій і ефективного розкриття інформації, а також ефективної роботи органів, що управляють корпорацією.

У транзитивній економіці, як правило, розкриття інформації публічною корпорацією встановлюється системою формальних норм. Самі корпорації, оцінюють це як надмірний тиск з боку держави, оскільки прозорість поки що не сприймається як перевага з точки зору іміджу компанії. У країнах, що розвиваються, регулярно робляться спроби знайти адекватні стимули і заходи для того, щоб компанії працювали в умовах відкритості, ігноруючи проблему, що недостатньо розвинений ринок не заохочує до відкритості інформації. Саме тому у цій області в усіх країнах з транзитивною економікою спостерігається найбільша невідповідність між вимогами законодавства (доброзичливого до інвесторів) і реальною практикою.

На думку експертів ЄБРР [10, с. 36], найслабкішим місцем у комерційному законодавстві цих країн є законодавство про банкрутство і ефективність його застосування (слухання часто виявляються затягнутими і безрезультатними, викликає сумніви кваліфікація зовнішніх керівників, що призначаються). Найважливішим завданням є усунення із законодавства усіх перешкод для реалізації прав боржника і його кредиторів. Важливим чинником є здатність суду впоратися з труднощами, які, зазвичай, супроводжують процедуру банкрутства підприємства.

Захист інвесторів і регулювання ринку цінних паперів в корпоративному законодавстві відрізняються у різних країнах, проте можна відмітити певний прогрес після модифікації багатьма країнами законодавства, що стосується регулювання публічної торгівлі цінними паперами на початку 2000-х рр.

Що стосується ризику реорганізації (злиття і поглинання), то для багатьох країн з перехідною економікою (Чехія, Угорщина) у 2000–2001 рр. були внесені істотні поправки в законодавство, які додатково захищають права міноритарних акціонерів, зокрема у разі реструктуризації компанії під час злиття і поглинання. У цей же період у багатьох країнах (Чехія, Угорщина, Польща) були посилені вимоги стосовно повідомлень, які зобов'язані зробити акціонери, величина пакетів яких досягла певних порогових значень, або про придбання великого пакета акцій (Польща).

Для вирішення виникаючих суперечностей в результаті порушення прав акціонерів існують певні механізми і процедури запобігання і врегулюванню агентських конфліктів.

Ці механізми прийнято розділяти на зовнішні і внутрішні механізми вирішення агентських конфліктів. Внутрішні механізми контролю за діяльністю керівників корпорації побудовані на основі безпосередніх взаємин акціонерів і менеджерів корпорації або ж опосередкованих через Раду директорів корпорації. До них належать складання трудового контракту і побудова системи оплати праці менеджерів, а також покладання контролю за діяльністю менеджерів корпорації на Раду директорів. А зовнішні механізми контролю ґрунтуються на ефективному функціонуванні зовнішніх посередників у взаєминах власників і керівників корпорації. Одним з основних зовнішніх механізмів контролю є контроль з боку фінансового ринку.

Таблиця 3

**Рекомендовані напрями поліпшення корпоративного управління**

Ризики корпоративного управління	Напрями поліпшення
“Розмивання” статутного капіталу (розмивання частки шляхом випуску акцій)	- регулювання процедури випуску акцій, а також процедури випуску облігацій, які конвертуються в акції - деталізація регулювання операцій з акціями, особливо у разі переважного викупу акцій
“Виведення” активів і трансфертні ціни	- вдосконалення форм фінансової звітності - посилення і уточнення вимог щодо порядку здійснення великих угод і угод зацікавлених осіб - регулювання угод з афільованими особами, розширення поняття “афільована особа” - вдосконалення податкового законодавства і його правозастосування
Розкриття інформації (порушення вимог при її розкритті)	- вдосконалення законодавства з розкриття інформації - заборона практики асиметричного надання інформації деяким привілейованим сторонам і використання в корисливих цілях істотно важливої і закритої інформації - введення міжнародних стандартів бухгалтерського обліку - повинні також бути передбачені певні санкції (введення карної відповідальності) за нерозкриття інформації
Реорганізація (порушення при злитті і поглинанні)	- введення вимог про залучення незалежного оцінювача - поліпшення розкриття інформації
Банкрутство (умисне (фіктивне) банкрутство з подальшою скупкою активів)	- вживання додаткових заходів (критеріїв входження в процедури банкрутства) для попередження недобросовісного переділу власності і порушення справ стосовно фактично платоспроможних підприємств - розробка законодавства про дискваліфікацію керівника, дії якого завдали збитку очолюваній ним організації та її кредиторам - введення заходів щодо відповідальності арбітражних керівників за дії (здійснення угод з активами) в інтересах частини кредиторів - уточнення ролі державних органів (як кредиторів, так і представників інтересів держави) і процедур їх участі в процесі банкрутства - розширення практики відмови судових інстанцій від використання процедур банкрутства як рядового засобу погашення боргу
Обмеження на володіння акціями і розпорядження правом голосу	- законодавче врегулювання неясних питань (наприклад, істотне порушення прав, повинно дозволяти (через суд) піти з АТ, отримавши відповідну компенсацію) - систематичні перевірки дотримання процедур сповіщення про проведення загальних зборів і публікації їх рішень - судова реформа загалом - комплекс антикорупційних заходів - поліпшення законодавства



Рада директорів корпорації – як інструмент корпоративного управління виступає зокрема найвизначнішим механізмом внутрішнього контролю за діяльністю менеджменту корпорації завдяки залученню акціонерами “незалежних директорів” або “аутсайдерів”. Передбачається, що, оскільки вони не пов'язані безпосередньо з оперативним управлінням корпорацією, то стають у зв'язку з цим захисниками інтересів власників. Причиною зниження ефективності діяльності незалежних директорів може бути те, що, побоюючись втратити своє становище, директори часто стають перешкодою на шляху раціоналізації діяльності корпорації, пов'язаної з її поглинанням або злиттям.

Загалом для запобігання ризикам корпоративного управління можна сформулювати пропозиції, наведені в табл. 3.

Актуальним для українських компаній є впровадження такого положення з організації корпоративного контролю, рекомендованого “передовою практикою корпоративного управління”, як створення в Наглядовій раді комітету з врегулювання корпоративних конфліктів. Ідеальним варіантом стало б включення до складу цього комітету тільки незалежних директорів.

Наглядова рада як один з інструментів контролю не може гарантувати ефективність корпоративного управління, тому, окрім внутрішніх, потрібні і зовнішні механізми корпоративного управління, до яких належить контроль з боку фінансового ринку.

Розмаїття інструментів, що існують у акціонерів для контролю ефективності роботи менеджерів, не означає, що вони скрізь і завжди застосовуються. Застосування цих інструментів залежить від структури акціонерного капіталу.

Для дисперсної (розпорошеної) системи корпоративної власності і корпоративних фінансів характерним є те, що вторинний ринок корпоративних емісійних цінних паперів орієнтований на розподіл акцій і облігацій серед значної кількості власників, відповідно така система має надзвичайно розвинену інфраструктуру фондового ринку, за що її нерідко називають ринковою моделлю. Отже, якщо капітал розпорошений, найефективнішими механізмами контролю за менеджерами є фінансові ринки. За відсутності великого акціонера ефективним є контроль з боку інституту незалежних директорів. До того ж, як показує практика, у тих країнах, де акціонерний капітал більшості корпорацій розпорошений, інтереси акціонерів захищені законодавчо сильніше, ніж в країнах з концентрованим капіталом.

За концентрованого акціонерного капіталу корпорації в одних або кількох руках найефективнішим вважають механізм контролю – як прямий контроль за допомогою участі в Раді директорів (ефективний, якщо великий акціонер – аутсайдер). Концентрований капітал корпорації, на думку багатьох економістів, забезпечує стабільність системи володіння, що дає змогу, на відміну від наявності розпорошеного капіталу, здійснювати довгострокові перспективні проекти [3].

Існує кілька точок зору стосовно взаємозв'язку між силою агентських конфліктів, механізмів, якими вони можуть бути вирішені, і часток акціонерного капіталу корпорації, що належить вищим менеджерам. Висновком цих емпіричних досліджень [8; 9] є те, що чим більший пакет акцій, що належить інсайдерів (більше 25 %), тим менш актуальне питання про наявність і вирішення агентських конфліктів.

Об'єктивною перешкодою для ефективного захисту прав акціонерів в Україні є продовження боротьби за контроль в умовах постприватизаційної трансформації структури власності. Саме цей чинник є вирішальним для розуміння основних проблем як в сфері захисту прав акціонерів, так і ширше – для оцінки перспектив становлення української моделі корпоративного управління і моделі ринку цінних паперів.

Ефективне регулювання корпоративних стосунків вимагає не лише активного правового регулювання процесів, що відбуваються у цій сфері, але й створення системи регулярного контролю, що забезпечує дотримання законодавства. Загальною і принципово важливою проблемою для усіх без винятку країн з перехідною економікою є проблема додержання законодавства. З багатьох об'єктивних і суб'єктивних причин її вирішення в переважній більшості країн знаходиться на початковій стадії.

Якщо на ранніх етапах розвитку корпоративного сектору і ринку корпоративних цінних паперів особливе значення мало усунення пропусків в наявному фрагментарному законодавстві, то

вже сьогодні на перший план виходять завдання правового контролю і примусу до виконання законодавства. Проблема полягає у тому, що “самодостатня” роль внутрішніх механізмів захисту не може посилюватися до безконечності. Якщо такі “зовнішні” механізми захисту і контролю, як ліквідний ринок і відлагоджений механізм банкрутства, представлені слабо, то дуже посилюється значення не лише “внутрішніх” механізмів контролю, але й виконання законів.

Очевидно, що жоден закон не може охопити увесь комплекс корпоративних проблем. Відповідно найважливішим елементом системи виконання законодавства повинен стати державний регулювальний орган, який виступатиме повноважним арбітром і вирішальною інстанцією із суперечливих питань у межах взаємин суб'єктів корпоративного управління і контролю.

Вирішення проблеми корпоративних конфліктів у правовому руслі неможливе без ефективної системи судового контролю за ними, здатної відстежувати специфічні аспекти корпоративних суперечок, знаходити оптимальний баланс між інтересами різних груп суб'єктів корпоративних конфліктів, але існуюча арбітражна процедура в Україні неоперативна і не відповідає потребам корпоративних стосунків. У виборчому праві багатьох країн існують судові процедури прискореної перевірки порушення виборчих прав (з метою забезпечення права на участь у виборах). Відсутність таких прискорених судових процедур в арбітражному процесі в Україні сприяє необґрунтованому і довільному застосуванню заходів, які паралізують нормальне функціонування органів управління корпораціями, перешкоджають реалізації акціонерами своїх прав і у результаті не запобігають, а сприяють ескалації корпоративних конфліктів.

### **Висновки**

1. З метою дослідження такого явища, як корпоративний конфлікт, ми обґрунтували основну причину його виникнення, яка пов'язана з самою сутністю корпорації та відділенням власності від поточного процесу управління.

2. Під час дослідження були структуровані основні види корпоративних конфліктів та розглянуті корпоративні ризики, пов'язані з їх виникненням. Виявлена тенденція розвитку українського законодавства в останнє десятиліття, яка спрямована на захист прав міноритарних акціонерів та визначення унікальності такого ризику для України, як розкриття інформації.

3. Надано рекомендації щодо зменшення імовірності виникнення корпоративних ризиків та поліпшення корпоративного управління, які уможливають поліпшити стан корпоративного управління не лише в окремому товаристві, а й в країні загалом.

### **Перспективи подальших досліджень**

Обґрунтовані теоретичні аспекти щодо основних видів корпоративних конфліктів та їх значущості. Запропоновані напрями щодо зменшення корпоративних ризиків будуть використанні у подальших дослідженнях стосовно розроблення відповідного теоретичного підґрунтя та практичного їх використання для поліпшення корпоративного управління в акціонерних товариствах.

Найближчі перспективи розвитку корпоративного сектору України виглядають доволі прозоро. Усе більше спрямовується зусиль для зниження різних корпоративних конфліктів. Проте навряд чи проблема корпоративних конфліктів буде вирішена остаточно, оскільки конфлікт інтересів спочатку закладений в самій структурі акціонерного товариства, в якій різні групи осіб переслідують різні інтереси. Тут важлива не стільки регламентація дій органів управління товариства і акціонерів, скільки розроблення ефективних механізмів узгодження різноспрямованих інтересів численних учасників корпоративних відносин, захист прав слабкішої сторони в правовідношенні і недопущення зловживання правом.

*1. Алексеев Г. В. Корпоративные конфликты: причины их возникновения и способы преодоления / Г. В. Алексеев, А. Д. Бобрышев, Е. Н. Боханова. – М.: Едиториал, 2002. – 298 с. 2. Васильева Ю. Риски наперечет / Ю. Васильева // Российская Бизнес-газета. – 2009. – № 707(23). 3. Чинчикеев В. Организация корпоративного управления в акционерном обществе / В. Чинчикеев //*

*Акціонер. – 2003. – № 2–3. 4. Управление и корпоративный контроль в акционерном обществе / под ред. Е.П. Губина. – М.: Юристъ, 1999. – 248 с. 5. Уайли Д. Корпоративное управление. Владельцы, директора и наемные работники АО. – М.: Изд-во “Джон Уайли энд Санз”, 1996. – 240 с. 6. Berle A., Means G. The Modern Corporation and Private Property. – N. Y.: MacMillan, 1932. 7. Grossman S., O. Hart. One Share – One Vote and the Market for Corporate Control // Journal for Financial Economics, 1988. – Vol.20. – P. 175–202. 8. Jensen M., W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure // Journal of Financial Economics, 1976. – Vol.3. – P. 305–360. 9. Morck R., A. Shleifer, R. Vishny. Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis // Journal of Financial Economics, 1988. – P. 293–315. 10. Transition Report 2001. Energy in Transition. – EBRD, 2001. – P. 36. 11. Сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Режим доступу: [www.ssmc.gov.ua](http://www.ssmc.gov.ua).*

УДК 338.658

А.В. Катаєв, М.В. Гербут

Національний університет “Львівська політехніка”,  
кафедра менеджменту організацій

## РОЗРОБКА БІЗНЕС-ПЛАНУ ВИРОБНИЦТВА ІННОВАЦІЙНИХ ТОВАРІВ

© Катаєв А.В., Гербут М.В., 2011

Запропонований алгоритм формування бізнес-плану виробництва інноваційних товарів з різним ступенем інноваційності. Дотримання алгоритму уможливить підвищити достовірність та реалістичність обґрунтування життєздатності бізнес-ідеї у процесі бізнес-планування завдяки врахуванню специфіки розробки і виробництва інноваційних товарів та аналізу альтернативних варіантів маркетингових, виробничих і фінансових рішень з відслідковуванням численних взаємозв'язків між результатами цих рішень.

**Ключові слова:** інновації, інноваційний товар, бізнес-планування, технічна підготовка виробництва, технологічна підготовка виробництва, інвестиції, маркетингові дослідження, маркетингова підтримка товару

The article suggests the algorithm of the creation of business plan of innovative goods production with different levels of innovation. Keeping to algorithm will allow raising trustworthiness and reality of argumentation of vitality of business idea in the process of business planning by virtue of taking into account the specificity of the development and production of innovative goods and the analysis of the alternative variants of marketing, productive and financial decisions with the observation of numerous interconnections with the results of these decisions.

**Key words:** innovations, innovative goods, business planing, technical preparation of the production, technological preparation of the production, investments, marketing research, marketing support of the commodity

### Постановка проблеми

Під час розробки бізнес-плану здійснюється комплексне планування маркетингових, операційних та фінансових заходів і рішень, які мають бути здійснені для реалізації певної бізнес-ідеї. Відповідно підготовка бізнес-плану є складним, як правило, багатоітераційним процесом. Ще