



КУРС ЛЕКЦІЙ

# КОРПОРАТИВНЕ УПРАВЛІННЯ

# ТЕМА 4. МОДЕЛІ ТА МІЖНАРОДНІ СТАНДАРТИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ

---

- 4.1. Теорії управління корпоративним утворенням. Основні групи учасників корпоративного утворення. Концепції корпоративного управління Основні сучасні моделі корпоративного управління. Англо-американська модель. Японська модель. Німецька модель. Родинна модель корпоративного управління. Формування моделі корпоративного управління в Україні.
- 4.2. Вимоги в галузі корпоративного управління. Міжнародні принципи корпоративного управління ОЕСР. Призначення та зміст національних кодексів корпоративного управління.
- 4.3. Інструменти забезпечення та захисту прав акціонерів та інвесторів. Принципи визначення ринкової вартості та інформаційної прозорості компанії. Забезпечення вимог інвесторів. Вимоги до інформаційної прозорості компаній.
- 4.4. Взаємовідносини між учасниками в моделях корпоративного управління. Побудова системи корпоративного управління в Україні. Особливості формування моделей корпоративного управління у країнах з перехідною економікою. Глобалізація і формування сучасних ознак корпоративного управління.

# 4.1. ТЕОРІЇ УПРАВЛІННЯ КОРПОРАТИВНИМ УТВОРЕННЯМ

---

- Підходи науковців до визначення кола учасників корпоративних відносин, інтереси яких слід враховувати першочергово при управлінні корпорацією, еволюціонували паралельно з розвитком теорій корпоративного управління:
- теорія співучасників (stakeholders theory);
- агентська теорія (agency theory);
- теорія порівняльного інституціонального аналізу.



# Agency Theory

## *Агентська теорія. Теорія контрактних взаємовідносин*

**Agency: relationship between two parties, one a principal and the other an agent who represents the principal in transactions with a third party.**

**Agency theory provides a frame work for analyzing the control of conflicts in contractual relations that arise from different incentives and asymmetric information.**

### **Examples of principal-agent relationship**

#### **Principal**

#### **Agent**

**Patient**

**Doctor**

**Employer**

**Employee**

**Owner**

**Manager**

**Lender  
(bank)**

**Borrower  
(loan customer)**

# АГЕНТСЬКА ТЕОРІЯ. ТЕОРІЯ КОНТРАКТНИХ ВЗАЄМОВІДНОСИН

---

- Агентська теорія побудована на реаліях життя: **агенти** (менеджери, співробітники), які найняті **принципалами** (акціонерами, власниками), діють так, щоб максимізувати свою корисність, а не принципала.
- “В системе тогда наступает оптимум, когда личные интересы опережают общественные” —  
С.М. Ельвов

- 
- Початок детального вивчення проблеми “принципал - агент” чи “агентської проблеми” започаткував S.Ross (1973)
  - **Конфлікт інтересів менеджерів і власників можливий за умов:**
  - інформаційної асиметрії та/або
  - неповних контрактів між менеджером та власником

# АСИМЕТРИЧНА ІНФОРМАЦІЯ

---

- **I. Асиметрична інформація** означає, що менеджер має інформаційні переваги по відношенню до власника.
- Власник не може точно визначити та оцінити зусилля менеджерів, а також їх кінцевий вплив на бізнес
- Чому погіршилась ситуація у компанії —
  - у результаті дій менеджерів;
  - чи з об'єктивних причин
- (Менеджери прогнозували покращення кон'юнктури ринку та інвестували значні кошти у розширення виробництва. Однак інвестиції не виправдались. Що це — помилка менеджерів, чи об'єктивні обставини?)
- Як оцінити грамотність прийняття рішень в умовах невизначеності?



# ПРИКЛАД НЕПРЯМИХ АГЕНТСЬКИХ ВИТРАТ

## У КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСАХ:

---

- надмірне споживання менеджерів за рахунок підприємства (власні літаки керівництва, розкішні офіси, тощо);
- трансфертне ціноутворення. Підписання контрактів з іншими підприємствами, які знаходяться під контролем менеджерів, на більш вигідних умовах, ніж ринкові;
- не виплата дивідендів, а інвестування вільних коштів у інші проекти з метою диверсифікації бізнесу, його кількісного зростання тощо.



- 
- Акціонери не зацікавлені у розширенні підприємства, якщо ROE зменшується.
  - Рентабельність власного капіталу (англ. Return on equity (ROE)) — фінансовий коефіцієнт, що характеризує ефективність використання власного капіталу. Показує, яка віддача (норма прибутку) на вкладений власний капітал. Максимізація цього показника – важливе завдання, яке необхідно виконати управлінцям підприємства
  - Акціонери без допомоги менеджерів мають можливість диверсифікувати свої інвестиції на фондовому ринку.
  - Менеджери зацікавлені у зростанні бізнесу, тому що це підвищує соціальний статус і винагороди.

- 
- Mork, Shleifer, Vishy (1988) досліджували, яка з гіпотез - конвергенції інтересів чи “бойового укріплення” — є більш сильною. Вони встановили залежність між ринковою ціною матеріальних активів компаній і часткою менеджерів у її власності.
  - При зростанні частки менеджерів у власності компанії з 0% до 5% ринкова вартість компанії зростає; з ростом з 5% до 25% — падає; з ростом більш ніж 25% — знову зростає.
  - Вивчення “інформаційної асиметрії” та пов’язаних з цим “інформаційних витрат” почалося з праць
  - J.Stiglitz (1961), J.Akerloff (1970), A. Spence (1973).
  - Вони показали, що коли один клас економічних суб’єктів володіє більш повною інформацією, ніж інший, тобто інформація розподілена

# ПРИКЛАДИ

---

- Наприклад:
- 1) ринок авто, що були у користуванні.
- Справжня якість авто відома тільки продавцю. Перед покупцем виникає проблема несприятливого відбору (adverse selection).
- 2) ринок медичних страховок.
- Справжній стан здоров'я відомий тільки покупцеві полісу. Перед продавцем виникає проблема adverse selection

- 
- Товари та послуги, якість яких не можна зрозуміти заздалегідь, називають “лимонами”
  - Асиметрія інформації визначає стратегію купівлі-продажу “лимонів”, цінову політику по відношенню до них, тощо.
  - Головним чином застосовуються “сигнали” ринку - гарантійні талони по обслуговуванню, можливість повернути товар, інше.
  - Наприклад, на ринку праці “лимоном” є кваліфікована робоча сила, а “сигналом” — диплом про освіту знаного закладу.
  - На фондовому ринку та у акціонерних товариствах наявність інформаційної асиметрії є системою, а не виключенням.



# КОНТРАКТ З МЕНЕДЖЕРОМ

- II. Практично неможливо розробити такий **контракт з менеджером** (“повний контракт”), який би передбачив його повну відповідальність повну підзвітність
- Контроль за виконанням контракту у повному обсязі потребує великих витрат. Такі витрати називають агентськими.
- **Агентські витрати** бувають *прямі та непрямі*

# АГЕНТСЬКІ ВИТРАТИ

---

- ▣ **Прямі** — це витрати на написання контрактів, на контроль за їх виконанням з боку власників (monitoring cost) та на демонстрацію менеджерами того, що вони виконують контракт (bonding cost)
- ▣ **Непрямі** — це втрати, пов'язані з неотриманням доходів унаслідок того, що контроль за діяльністю менеджерів і самі контракти з ними недосконалі.

# ПОНЯТТЯ АГЕНТСЬКИХ ВИТРАТ У КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСАХ

---

- Це поняття ввів E.Fama та M.Jensen у статті “Separation of Ownership and Control// Journal of Law and Economics, 1983”.
- **Джерело агентських проблем** — поділ підприємця на постать власника (акціонера) та постать менеджера (управлінця).
- **“Контроль за діяльністю”** менеджерів важливий, тому що вони ініціюють та втілюють рішення, за які не несуть головний фінансовий ризик” — E.Fama, M. Jensen.
- Якщо ефективна процедура контролю відсутня, то менеджери діють **неоптимально** з точки зору інтересів акціонерів.

# ПРИКЛАД

---

- ▣ **Monitoring Cost** у корпоративних фінансах — витрати на збори акціонерів та утримання спостережної ради.
- ▣ **Bonding Cost** у корпоративних фінансах — витрати на аудит.



# КОНВЕРГЕНЦІЯ ІНТЕРЕСІВ ЧИ “БОЙОВЕ УКРІПЛЕННЯ”?

---

- Для вітчизняної практики велике значення має дослідження М. Jensen, W. Meckling “Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure” // JFE, 1976.
- Jensen M., Meckling W.: **“Вартість компанії залежить від розміру часток власності її акціонерів”**
- **Розглядалась компанія:**
  - 1) яка не використовує позикові кошти;
  - 2) менеджер(и) є одночасно і акціонером(ами);
  - 3) без урахування різниці у податках.

- Для власника, якому належить **100% компанії**, не має значення, чи отримати \$1 у вигляді дивідендів, чи “зняти” його у вигляді персонального споживання (купити авто та використовувати для особистих потреб, тощо).
- Для власника, якому належить **95% компанії**, краще віднести \$1 персонального споживання на рахунок компанії, бо у вигляді дивідендів він отримає тільки 95 центів.
- Однак на рахунок компанії можна віднести **не всі особисті потреби**. З`ясовано, що п`ятий долар ресурсів компанії вже не вигідно витратити у вигляді споживання, а краще отримати 95 центів дивідендів.
- Власник витрачає ресурси компанії на себе особисто доти, доки його **гранична корисність** від витрати \$1 на особисті потреби не зрівняється з граничною корисністю від збільшення дивідендів на 95 центів.
- При **зменшенні частки власності** в компанії частка власника у дивідендах також зменшується. Це стимулює його до привласнення все більшої кількості ресурсів компанії.
- Зовнішні акціонери посилюють контроль за менеджером-власником доти, доки **витрати на контроль** не перевищують їхніх вигід від зменшення особистого споживання менеджера-власника в рамках компанії.

- 
- Зміст роботи M.Jensen та W.Meckling:
  - У ситуації, коли **контроль є можливим та вигідним**, вартість компанії більша, ніж у ситуації, коли контроль неможливий, однак менше, коли компанія на 100% належить одному власнику.
  - Ідея стосовно того, що чим більше частка акціонера-менеджера у капіталі компанії, тим менш вигідно йому відволікати її ресурси на власне споживання, — є **гіпотеза про конвергенцію інтересів** (convergence of interest hypothesis).



# БОЙОВЕ УКРІПЛЕННЯ

---

- Гіпотеза “бойового укріплення” (entrenchment hypothesis) базується на факті, що **менеджери-власники зацікавлені збільшити свою частку у компанії**, бо це відводить загрозу поглинання.
- Коли менеджери вже “сидять в окопі” їх дисципліна послаблена: їм не загрожує втрата місця роботи.
- Пороговим значенням “бойового укріплення” вважається **25% голосуючих акцій**.
- Таким чином, ефект “бойового укріплення” менеджерів домінує для компанії, де їх частка є від **5% до 25%**.
- Після 25% ефект конвергенції (злиття) інтересів менеджерів і акціонерів починає



# СТІЙКІ СУСПІЛЬНІ СТЕРЕОТИПИ, ЩО ОБМЕЖУЮТЬ РОЗВИТОК КОРПОРАТИВНИХ ВІДНОСИН

Інституційні  
обмеження для  
розвитку  
корпоративних  
відносин обумовили

фрірайдерство

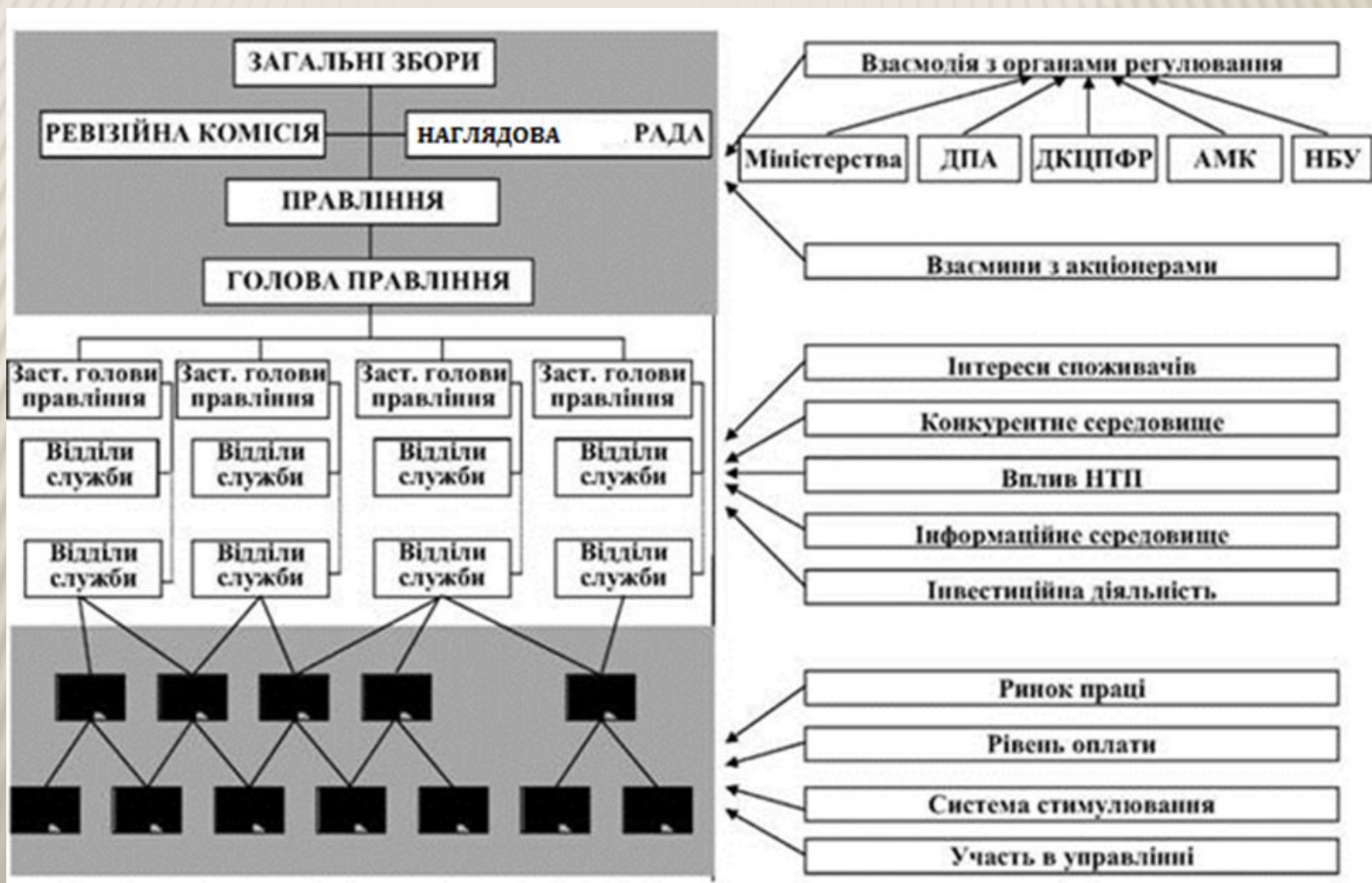
абсентеїзм

патерналізм

# СТРУКТУРА ВЛАСНОСТІ МАЄ НЕОДНОЗНАЧНИЙ ВПЛИВ НА ЕФЕКТИВНІСТЬ ДІЯЛЬНОСТІ КОРПОРАЦІЙ

Витрати концентрації	Джерело витрат
Дискримінація міноритаріїв	Опортунізм менеджерів
	Надлишковий контроль
	Використання інсайдерської інформації
	Неринкові продажі
	Низькі дивіденди: використання інсайдерської інформації і контролю
	Обнародування конфліктів
Зниження самостійності менеджменту, упущення прибуткових можливостей	Надмірний моніторинг
Зниження ліквідності	Концентрація пакету акцій в одних руках
Зниження можливостей для диверсифікації	
Втрата репутації	Опортуністична поведінка

# ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ОРГАНІВ УПРАВЛІННЯ АКЦІОНЕРНИМИ ТОВАРИСТВАМИ



# АНГЛО-АМЕРИКАНСЬКА МОДЕЛЬ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ





# “ЗА” ТА “ПРОТИ” АНГЛО-АМЕРИКАНСЬКОЇ МОДЕЛІ

---

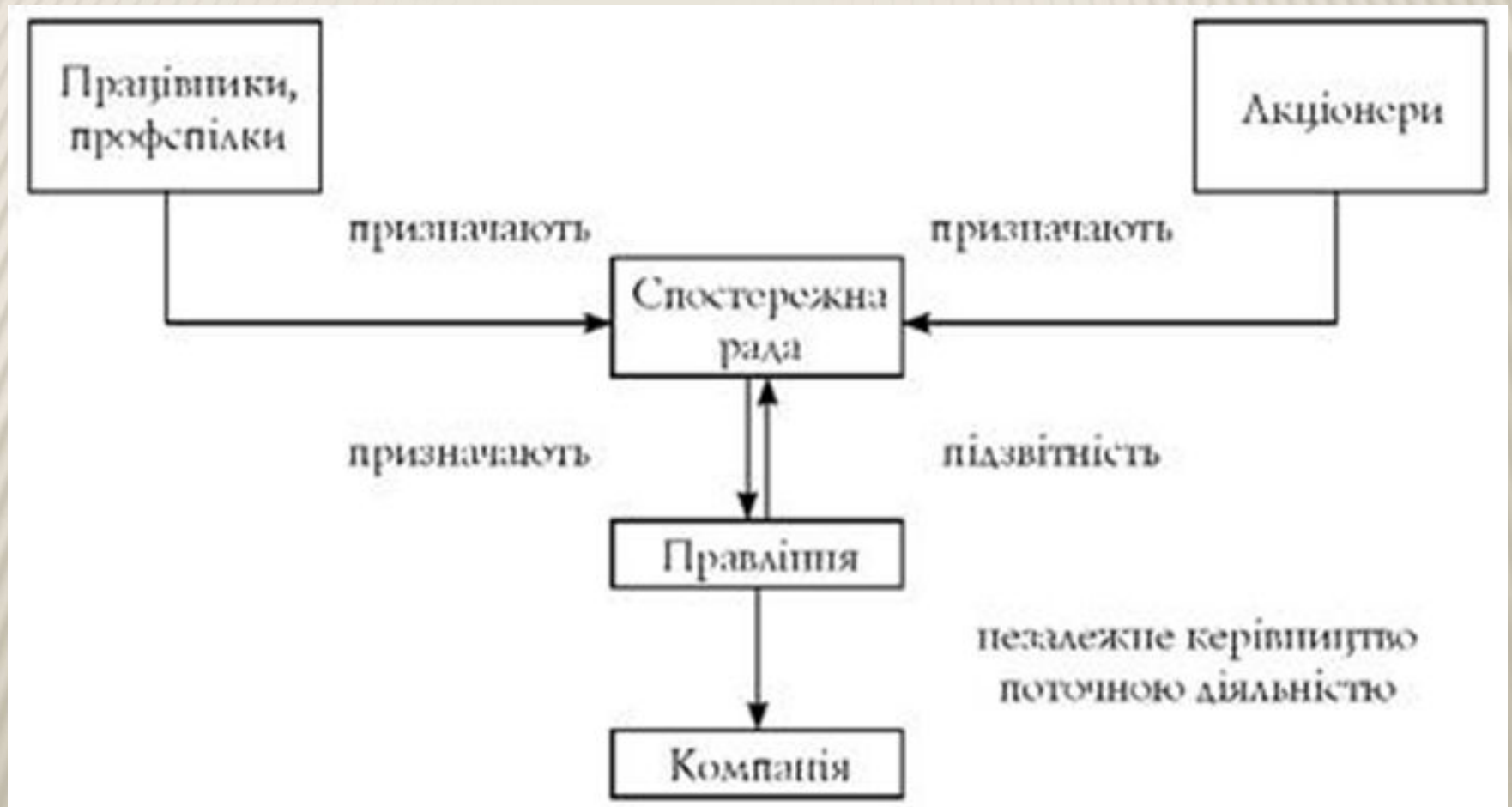
## □ ЗА:

- 1. ЛЕГКИЙ ДОСТУП ДО НОВИХ КАПІТАЛІВ
- 2. ВІДСУТНІСТЬ КОНФЛІКТУ ІНТЕРЕСІВ МІЖ ПОСТАЧАЛЬНИКАМИ, КЛІЄНТАМИ ТА БАНКАМИ ЯК АКЦІОНЕРАМИ
- 3. СТИМУЛЮЮЧИЙ ВПЛИВ НА РОБОТУ МЕНЕДЖМЕНТУ ЗАГРОЗИ ПОГЛИНАННЯ
- 4. ДИВЕРСИФІКАЦІЯ ІНДИВІДУАЛЬНИХ ІНВЕСТОРІВ

## □ ПРОТИ:

- 1. ПРІОРИТЕТИ КОРОТКОСТРОКОВИХ БІЗНЕСОВИХ ІНТЕРЕСІВ МЕНЕДЖМЕНТУ НАД ДОВГОСТРОКОВИМИ
- 2. НИЗЬКИЙ РІВЕНЬ КОНТРОЛЮ МЕНЕДЖЕРІВ З БОКУ АКЦІОНЕРІВ
- 3. ВИТРАТИ ПРИ ПОГЛИНАННІ

# НІМЕЦЬКА МОДЕЛЬ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ





# “ЗА” ТА “ПРОТИ” НІМЕЦЬКОЇ МОДЕЛІ

## ЗА

- Високий ступінь соціальної взаємодії (акціонери, менеджери, трудовий колектив, банки, різні громадські організації)

- Низька вартість залучення капіталу. Ефективний моніторинг корпоративного управління банками. Банки займають центральну роль у корпоративному управлінні (населення зберігає кошти у банках, які видають кредити компаніям або скупають акції і облигації компаній)

- Включення представників співробітників компанії у спостережну раду (більше 500 співробітників – 1/3 місць у спостережній раді, більше 2000 співробітників – 1/2 місць спостережної ради). Чисельний склад спостережних рад від 9 до 22 представників

- Орієнтація на довгострокові цілі. Єдина політика кредитно-фінансових інститутів (Велика мережа перехрестного володіння акціями (акціонери друг друга). Центральне місце – банки та страхові товариства. Голосування по акціям, які знаходяться на зберіганні (кредити під акції) у комерційних банках за допомогою представників банків)

- Чітке розділення функцій управління і контролю (2 рівня керівництва: спостережна рада та правління)

## ПРОТИ

- Незначна роль фондового ринка як зовнішнього інструмента контролю

- Висока ступінь концентрації капіталу і недостатня увага до міноритарних акціонерів

- Невисока інформаційна прозорість (закрита інформація про склад акціонерів корпорації)



# ЯПОНСЬКА МОДЕЛЬ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ



# ФОРМУВАННЯ ЯПОНСЬКОЇ МОДЕЛІ

- Современная модель корпоративного управления в Японии сложилась под влиянием двух факторов: японских традиций и демократизации Японии американцами после окончания Второй мировой войны в рамках плана Маршалла.
- В довоенные годы в японской экономике функционировали финансово-промышленные конгломераты — «**дзайбацу**», собственность которых была сконцентрирована в руках определенных семейных кланов.
- Американские специалисты пытались внедрить собственную модель управления, в пределах которой акционеры составили юридическую основу корпорации. Однако в сочетании с сильной национальной традицией организации жизни японского общества она дала совершенно особую разновидность, не имеющую аналогов

# JAPAN INCORPORATED

---

- Какие факторы повлияли на корректировку американской модели?
- Одним из важнейших факторов явился религиозный. Дело в том, что согласно конфуцианской традиции «права личности» (права отдельного человека) рассматриваются негативно, как выражение эгоистических устремлений, и наоборот, позитивным считается стремление к удовлетворению национальных интересов.
- Другой не менее важной особенностью японского менталитета является ориентация на длительную перспективу. Забудь о сегодняшнем дне, а думай о завтрашнем дне — этот подход превалирует в Японии. Естественно, что при таком подходе частному бизнесу совершенно необходимо воздействие сверху, со стороны государства, которое указывало бы ему стратегические ориентиры.
- Отсюда вытекает совершенно особая роль государства в Японии.
- Роль государства в развитии экономики Японии настолько велика, что в употребление вошло специальное понятие «Japan Incorporated», т. е. акционерная компания «Япония». Это выражение следует понимать так: японская экономика представляет собой единую производственную корпорацию, возглавляемую государством.

- 
- Японський уряд розробив програму розвитку економіки, розподіливши усі фінансові ресурси серед шести найбільших банків. Згідно з цією програмою банки повинні були організувати інвестиційний процес, узявши усі ризики на себе. Навколо цих банків сконцентрувалися групи взаємозв'язаних промислових, торгових і страхових компаній. Поступово сформувалися **6 горизонтальних** (Sumitomo, Mitsubishi, Mitsui, Fuyo, Sanwa, Dai - Ichi Kangyo Bank) і **3 вертикальних** (Toyota, Sony, Nissan) фінансово-промислових групи.
  - Як правило, кейрецу групуються навколо того або іншого потужного банку, який забезпечує фінансування усіх компаній групи і фактично унеможлиблює їх вороже поглинання іншими учасниками ринку.
  - Банки грають настільки важливу роль, що кожна компанія прагне встановити тісні відносини з головним банком. У кожній горизонтальній групі є один головний банк, у вертикальних групах їх може бути два.



- 
- Японское корпоративное управление характеризуется присутствием высокого процента банков в составе акционеров. Среди них выделяют так называемые главные банки, которые выполняют самые разные функции (кредитора, основного акционера, консалтинговые услуги и др.). Главный банк является первым или вторым по объему кредитования в 85% наиболее крупных японских корпораций. Для 16% корпораций главный банк — самый крупный акционер, для 22% корпораций — второй по величине, для 15% — третий. Банк также является венчурным капиталистом, финансируя высокорисковые проекты корпораций.

# “ЗА” ТА “ПРОТИ” ЯПОНСЬКОЇ МОДЕЛІ

## **До переваг моделі можна віднести:**

- -Низька вартість залучення капіталу.
- -Орієнтацію на довгострокові цілі.
- -Орієнтацію компаній на високу конкурентоспроможність.
- -Високий рівень стійкості компаній.

## **До недоліків:**

- -Складність здійснення інвестицій.
- -Недостатня увага до доходності інвестицій і абсолютне домінування банківського фінансування.
- -Слабку інформаційну прозорість компаній.
- -Незначну увагу до прав міноритарних акціонерів.

Модель корпоративного управления	Преимущества	Недостатки
Англо-американская	<p>Высокий уровень мобилизации накоплений населения через фондовый рынок.</p> <p>Ориентация инвесторов на поиск сфер, обеспечивающих наиболее высокий уровень дохода.</p> <p>Высокая степень инновационности компаний.</p> <p>Основная цель бизнеса – повышение капитализации компании.</p> <p>Высокая степень информационной прозрачности компаний.</p>	<p>Высокая стоимость привлеченного капитала.</p> <p>Значительные искажения реальной стоимости активов фондовым рынком.</p> <p>Отсутствие четкого разделения функций управления и контроля.</p>
Континентальная	<p>Более низкая стоимость привлечения капитала.</p> <p>Ориентация инвесторов на долгосрочные цели.</p> <p>Высокий уровень устойчивости компаний.</p> <p>Четкое разграничение функций управления и контроля.</p> <p>Участие сотрудников в управлении компании.</p>	<p>Незначительная роль фондового рынка как внешнего инструмента контроля.</p> <p>Высокий уровень концентрации капитала.</p> <p>Малое внимание к правам миноритариев.</p> <p>Невысокая степень информационной прозрачности.</p> <p>Сложность осуществления вложений.</p>
Японская	<p>Низкая стоимость привлеченного капитала.</p> <p>Ориентация на долгосрочные цели.</p> <p>Ориентация компаний на высокую конкурентоспособность.</p> <p>Высокая степень инновационности компаний.</p> <p>Высокий уровень устойчивости компаний.</p>	<p>Сложность осуществления инвестиций.</p> <p>Недостаточное внимание к доходности инвестиций и абсолютное доминирование банковского финансирования.</p> <p>Слабая информационная прозрачность компаний;</p> <p>незначительное внимание к правам миноритариев.</p>
Семейная	<p>Возможность осуществления строгого контроля над бизнесом.</p> <p>Значительное снижение рисков основных собственников.</p> <p>Возможность аккумуляции капитала с целью реализации крупных проектов.</p> <p>Высокий уровень устойчивости компаний.</p>	<p>Консервация существующей структуры собственности.</p> <p>Недостаточное внимание к правам миноритариев.</p> <p>Низкая степень инновационности компаний.</p> <p>Низкий уровень информационной прозрачности бизнеса.</p>



## Модели корпоративного управления

Американская (англо-американская)	Азиатская (японская)	Континентальная (немецкая, европейская)
<b>Страны распространения</b>		
Великобритания, США, Канада, Австралия, Новая Зеландия	Япония	Германия, Нидерланды, Скандинавия, Франция, Бельгия
<b>Сущность</b>		
Аутсайдерская модель, большое количество независимых и индивидуальных акционеров, четко разработанная законодательная основа, определяющая механизм взаимоотношений	Существенная роль банков и аффилированных компаний, формирование промышленно-финансовых сетей	Преобладает банковское финансирование, роль финансовых рынков не так велика, как в американской модели
<b>Ключевые участники и состав акционеров</b>		
Ключевые участники — директора, акционеры, менеджеры, правительственные организации, биржи, консалтинговые организации. Индивидуальные инвесторы — около 20 % акций, велика доля институциональных инвесторов (в Великобритании — до 65 %)	Главный банк и промышленные сети — кейрецу, аффилированные компании. Страховые компании владеют до 50 % акций, корпорации — около 25 %, иностранные инвесторы — 5 %	Банки и акционеры, работники компании. Банки владеют примерно 30 % акций, корпорации — 45 %, индивидуальные инвесторы — 5 %
<b>Законодательная база</b>		
В США: Федеральное законодательное агентство, Комиссия по ценным бумагам и биржам. Регулируют регистрацию компаний законы штатов, которые могут различаться. В Британии: парламент и Коллегия по ценным бумагам, важна роль бирж	Во многом повторяет американскую. Бюро ценных бумаг и Комитет по надзору за фондовыми биржами. Большое влияние правительства через представителей в советах директоров	Федеральные и местные законы определяют уставы корпораций, фондовых бирж, правила, устанавливающие состав правления
<b>Требования к раскрытию информации</b>		
Самые жесткие требования: ежеквартальная финансовая отчетность, справка о деятельности и вознаграждениях директоров, данные о составе акционеров, об аудиторах, о планируемых реорганизациях	Раз в полгода раскрываются финансовая отчетность, информация о членах совета директоров, список 10 крупнейших акционеров	В целом требования менее строги, чем в США. Обычно раз в полгода предоставляются финансовая информация, размеры вознаграждения органов управления, сведения о ключевых акционерах и т. д.
<b>Действия, требующие одобрения акционеров</b>		
Обязательное согласие акционеров при выборе членов совета директоров, назначении аудиторов, при учреждении и внесении поправок к планам опционов, при реорганизации	Необходимо одобрение акционеров при выплате дивидендов, выборе совета директоров, внесении изменений во внутренние документы, вознаграждение органов управления, размеры выходных пособий	Распределение доходов, ратификация решений совета директоров и правления, финансовые вопросы, реорганизация, выборы органов управления



# СІМЕЙНА МОДЕЛЬ

---

- Сімейна модель корпоративного управління, або сімейний капіталізм і сімейні бізнес-групи, отримала поширення практично в усіх країнах світу. Така система корпоративного управління часто зустрічається в країнах Азії і Латинської Америки, в Канаді, а також в європейських країнах (Швеція, Італія і Франція). Управління найбільшими корпораціями здійснюється членами однієї сім'ї. Капітал концентрується і розподіляється по сімейних каналах, і контроль над бізнесом повністю належить сім'ї.
- Як приклад можна привести династію Валенбергов в Швеції, династію Бронфманов в Канаді, сімейну групу Оппенгеймеров в Південній Африці і сімейну групу Ли Кай Ши в Тайвані, бізнес-групу Agnelli в Італії. Можна сказати, що модель сімейного капіталізму є протилежністю англо-саксонської моделі. Як правило, сімейна холдингова компанія контролює цілий ряд фірм, які, у свою чергу, контролюють наступну групу компаній.
- Інвестори можуть притягуватися при необхідності отримання додаткового капіталу, але вони не отримують більшості голосів ні в одній з фірм сімейної групи.
- Контроль над компаніями в сімейній бізнес групі встановлюється за допомогою пірамідальної побудови самої групи, випуску подвійного класу акцій і перехресного володіння акціями. Пірамідальна побудова групи є основою побудови практично усіх сімейних бізнес-груп і дозволяє сімейній компанії контролювати капітал і ресурси, які значно перевищують реальну власність сім'ї.



Часто у поєднанні з пірамідальною (вертикальною) структурою побудови бізнес-групи використовується горизонтальна структура перехресного володіння акціями. (Цей інструмент вже аналізувався при розгляді особливостей німецької моделі корпоративного управління.) Усі ці інструменти контролю використовуються сімейною компанією для того, щоб переводити прибутки компаній, які входять до групи, на верхній рівень піраміди, де головна компанія має усі права на капітал і повний контроль.

Перерозподіл грошових потоків здійснюється методами трансфертного ціноутворення, взаємного страхування і перехресного фінансування.

# ПЕРЕВАГИ І НЕДОЛІКИ СІМЕЙНОЇ МОДЕЛІ

---

- Переваги цієї моделі :
  - -Можливість суворого контролю над бізнесом.
  - -Зниження ризиків основних власників (сім'ї).
  - -Можливість акумуляція капіталу для реалізації великих проектів.
  - -Високий рівень стійкості компаній.
  
- Недоліки:
  - -Загальною метою бізнесу є задоволення інтересів сім'ї.
  - -Недостатня увага до прав міноритарних акціонерів.
  - -Низька міра інновативності компаній.
  - -Слабка інформаційна прозорість бізнесу і складність здійснення інвестицій у бізнес.



# СИСТЕМА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ В УКРАЇНІ

---

сьогодні проходить етап становлення і характеризується наявністю ряду спільних рис як з **англо-американською** (основну роль відіграють інституціональні інвестори, приділяється увага захисту інтересів меншості акціонерів), так і з **німецькою** (система органів товариства включає правління та спостережну раду, питання діяльності товариства вирішуються спільно керівництвом та працівниками) та **японською** (деякі ринки мають ознаки існування ключового банку та кейрецу, акціонери-інсайдери заінтересовані в довгостроковому контролі над товариством більше, ніж в отриманні швидкого прибутку) моделями.

# ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ ПРОЕКТУ КЕРІВНИХ ПОЛОЖЕНЬ ОЕСР ЩОДО КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИХ КОМПАНІЙ

▣ <http://getup.ligazakon.ua/porivnyalni-analiz-proektu-kerivnih-polozhen-oesr-shhodo-korporativnogo-upravlinnya-derzhavnih-kompanij/>

<i>СТАНДАРТ ОЕСР</i>	<i>ЗАКОНОДАВСТВО УКРАЇНИ, 2014</i>	<i>ОЦІНКА ВІДПОВІДНОСТІ</i>	<i>КОМЕНТАРІ</i>	<i>РЕКОМЕНДАЦІЇ</i>
<b>1. Обґрунтування державної власності</b>				
А. Державна політика щодо цілей держави як власника ДК і їх досягнення	ГК (10, 11, 22-24), ЗВЗП (7, 12)	Частково відповідає	Потребує розробки поточних цілей внутрішньої і зовнішньої політики. Цілі управління в договорах з уповноваженими особами	Розробити окремий акт КМУ
В. Політична підзвітність, розкриття державної політики, регулярний перегляд її цілей	-	Не відповідає	Програми діяльності КМУ та щорічні послання Президента не дорівнюють підзвітності і перегляду	Розробити окремий регламент
С. Обґрунтування ролі держави як власника окремих ДК, регулярний перегляд	ЗУОДВ (5, 5-1, 5-2)	Частково відповідає	Процедура щодо окремих ДК не визначена, участь громадськості відсутня. Дивідендна політика ДК визначається КМУ	Розробити поправки до закону або окремий акт КМУ

# 4.3. ІНСТРУМЕНТИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ТА ЗАХИСТУ ПРАВ АКЦІОНЕРІВ ТА ІНВЕСТОРІВ

---

- На сучасному етапі вирішенню питань ефективного залучення та використання інвестицій в економіку України поряд з корупцією перешкоджає назахищеність інвесторів, особливо в корпоративному секторі.
- Реальний стан правового забезпечення в Україні захисту прав інвесторів у корпоративному секторі може бути проілюстровано на ситуації, що склалася в ПАТ «Укрнафта» та ПАТ «Укртранснафта». У цих акціонерних товариствах (далі – АТ) держава, володіючи (безпосередньо чи опосередковано) як інвестор контрольними пакетами акцій, роками була позбавлена можливості реально впливати на оперативне управління господарською діяльністю цих підприємств, брати участь у розподілі прибутків, реалізації інших корпоративних прав.
- У результаті майно державного сектору економіки використовувалось в інтересах потужної фінансово-промислової групи, а державний бюджет щороку втрачав мільярди гривень. І це при тому, що на сторожі інтересів держави, як інвестора, стоїть потужний державний апарат з законодавчими, виконавчими, правоохоронними і судовими органами. Що в такому разі говорити про захищеність прав та інтересів звичайних інвесторів.



# ПРАВОВІ МЕХАНІЗМИ ЗАХИСТУ ПРАВ ІНВЕСТИТОРІВ

---

- Пріоритетною метою правового регулювання діяльності АТ стає запровадження ефективних правових механізмів захисту прав інвесторів. Певні кроки у цьому напрямку уже робляться.
- Так, 2 березня 2015 року Верховною Радою України у першому читанні було прийнято за основу проект Закону України про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав інвесторів (реєстр. № 2259) [ [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_2?pf3516=2259&skl=9](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_2?pf3516=2259&skl=9) ]. 19 березня 2015 року парламент ухвалив Закон України «Про внесення змін до Закону України «Про акціонерні товариства» № 272-VIII, який був підписаний Президентом України 25 березня і опублікований 26 березня 2015 року [ <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/272-viii> ].

# ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ВИМОГ ІНВЕТОРІВ

---

# ПЕРЕДБАЧАЄТЬСЯ ПІДВИЩЕННЯ РІВНЯ ЗАХИСТУ ПРАВ ІНВЕТОРІВ В УКРАЇНІ ЧЕРЕЗ:

- - запровадження похідного позову (право міноритарного акціонера подати позов в інтересах АТ про відшкодування збитків);
- - впровадження відповідальності посадових осіб господарських товариств у випадку завдання шкоди товариству їхніми неправомірними діями;
- - встановлення порядку визнання правочину, вчиненого посадовою особою, недійсним та повернення прибутку, отриманого за результатами такого правочину;
- - надання права позивачу на отримання відшкодування від товариства своїх витрат у зв'язку з судовим розглядом справи за позовом до посадової особи товариства про відшкодування завданих товариству збитків – у межах фактично одержаних товариством сум;
- - створення умов для переходу квазі-публічних АТ у приватну форму;
- - введення інституту «незалежних директорів», які будуть представляти інтереси міноритарних акціонерів у публічних АТ;
- - встановлення детального регулювання угод із заінтересованістю, яке буде враховувати інтереси всіх акціонерів;
- - запровадження єдиного підходу до зниження кворуму для всіх АТ, в тому числі, у статутному капіталі яких є корпоративні права держави і де вона є власником 50% і більше простих акцій;
- - удосконалення механізму обрання кандидатів та діяльності органів АТ;
- - встановлення заборони зміни статутом АТ обсягу прав акціонерів щодо внесення пропозицій до порядку денного загальних зборів АТ, а також пропозицій щодо нових кандидатів до складу органів товариства та порядку їх внесення;
- - удосконалення механізму прийняття наглядовою радою АТ рішень у разі дострокового припинення повноважень одного чи декількох членів наглядової ради;
- - удосконалення механізму виплати АТ дивідендів, у т.ч. шляхом надання акціонеру права звертатися до нотаріуса щодо вчинення виконавчого напису нотаріусом у разі невиплати АТ дивідендів (забезпечує стягнення заборгованості у безспірному порядку).



# МОЖЛИВІ НЕГАТИВНІ НАСЛІДКИ

---

- Запроваджені правові механізми захисту прав інвесторів (похідний позов, притягнення до відповідальності посадових осіб АТ, визнання недійсними правочинів товариства та ін.) на практиці можуть використовуватися для **розпалювання корпоративних конфліктів, рейдерства, корпоративного шантажу, усунення конкурентів** тощо. Зменшенню імовірності випадків зловживання акціонерами передбаченими законодавчими новаціями правами могли б сприяти деталізація у законодавстві передумов та підстав подання позовів, уточнення предмету позову, визначення підсудності зазначених категорій справ.
- Збільшення кількості імперативних норм **створює додаткові перешкоди** АТ для організації корпоративних процесів таким чином, щоб вони оптимально відповідали специфіці конкретного товариства. До того ж, це підвищує ризик застосування фінансових санкцій до АТ, діяльність яких знаходиться у зоні постійного нагляду регулятора, наділеного повноваженням и «жорстко карати» порушників

# ВИМОГИ ДО ІНФОРМАЦІЙНОЇ ПРОЗОРОСТІ КОМПАНІЙ

---

- Згідно Рішення НКЦПФР «Про затвердження Принципів корпоративного управління» № 955 від 22.07.2014, метою прийняття Принципів корпоративного управління є викладення на підставі загальноприйнятих міжнародних стандартів корпоративного управління та з урахуванням національних особливостей і досвіду принципів та рекомендацій, необхідних для удосконалення практики корпоративного управління в Україні.
- Цей документ містить важливі принципи та рекомендації щодо якісного та прозорого управління товариством, дотримання яких має допомогти товариствам у підвищенні їх інвестиційної привабливості та конкурентоспроможності

# ЗОКРЕМА ПРИНЦИПИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ МІСТЯТЬ ВИМОГИ ДО

## РОЗКРИТТЯ ІНФОРМАЦІЇ ТА ПРОЗОРОСТІ:

- 1. Інформація, що розкривається товариством, є суттєвою та повною.
- 1.1. До суттєвої інформації, яку товариство регулярно розкриває, належать, зокрема, відомості про:
  - а) мету, цілі та стратегію товариства;
  - б) результати фінансової та операційної діяльності;
  - в) структуру власності та контролю над товариством, а також структуру групи товариств, до якої входить товариство, та відносин всередині групи;
  - г) прийняття рішення про вчинення правочинів із заінтересованістю;
  - г') осіб, які надають товариству консультаційні та інші послуги, що може призвести до конфлікту інтересів;
  - д) посадових осіб органів управління, розмір їх винагороди, володіння акціями товариства;
  - е) істотні фактори ризику, що впливають на діяльність товариства;
  - є) дотримання товариством Принципів корпоративного управління;
  - ж) питання, пов'язані з працівниками та іншими заінтересованими особами.
- 1.2. Крім регулярної інформації товариство негайно розкриває особливу інформацію про суттєві події та зміни, які можуть впливати на стан товариства, вартість його цінних паперів та (або) розмір доходу за ними.
- 2. Інформація, що розкривається товариством, є достовірною, тобто такою, що сприяє чіткому та повному уявленню про дійсний фінансовий стан товариства та результати його діяльності.



- 
- 3. Товариство забезпечує своєчасність розкриття інформації.
  - 4. Товариство забезпечує рівний доступ до інформації, що розкривається, включаючи її обсяг, зміст, форму та час надання.
  - 5. Товариство використовує зручні для користувачів засоби поширення інформації, які забезпечують рівний, своєчасний та непов'язаний зі значними витратами доступ до інформації.
  - 6. Товариство має чітко визначену інформаційну політику, спрямовану на розкриття інформації шляхом її донесення до відома всіх заінтересованих в отриманні інформації осіб в обсязі, необхідному для прийняття зважених рішень, інформаційну політику товариства доцільне визначати з врахуванням потреб товариства у захисті конфіденційної інформації та комерційної таємниці.

- 
- Важливою складовою організації процесу розкриття корпоративної інформації є розробка і реалізація інформаційної політики корпорації, ціль якої – забезпечення можливості вільного доступу до інформації про корпорації.
  - До **конфіденційних** відносяться документи, які містять інформацію, що їх власник або власники відповідно до законодавства має право віднести до комерційної (підприємницької) таємниці, документи і бази даних, що фіксують будь-які персональні (особисті) дані, професійну таємницю, технічні і технологічні незапатентовані інновації.

# ІНФОРМАЦІЯ, ЩО ПОТРЕБУЄ ПУБЛІЧНОГО РОЗКРИТТЯ

---

Структура ради директорів

Структура менеджменту корпорації

Організаційна структура управління корпорації, включаючи і її відособлені структурні підрозділи

Інформацію про використання в корпорації систем систем матеріального заохочення

Дивідентна політика

Характер і обсяг операцій з афілійованими особами і зацікавленими сторонами



## **Положення про інформаційну політику корпорації має містити наступну інформацію:**

- зміна найменування корпорації;
- ухвалення рішення про збільшення (зменшення) уставного капіталу;
- придбання корпорацією власних акцій, якщо це не пов'язано зі зменшенням статутного капіталу корпорації;
- підвищення (зниження) ціни акцій корпорації не менш чим на 5 %;
- здійснення корпорацією деяких угод, що торкають інтереси акціонерів.

## **Основні принципи розкриття інформації про корпорації:**

- періодичність надання інформації;
- оперативність надання інформації;
- ймовірність та вірогідність наданої інформації;
- повнота змісту наданої інформації;
- доступність інформації практично для всіх акціонерів, у незалежності від кількості і типу приналежних їм акцій;
- підтримка балансу між відкритістю і вимогами інформаційної безпеки у відношенні дотримання корпоративних інтересів;
- збалансованість і нейтральність наданої акціонерам і іншим зацікавленим особам інформації.

# ТРАНСПАРЕНТНІСТЬ ТА

## НЕПРОЗОРИСТЬ

---

- У 2001 році Нобелівською премією було нагороджено одразу трьох американських економістів - Дж. Ейкерлофа, М. Спенса і Дж. Стігліця - за **аналіз ринків з асиметричною інформацією**. Як відомо, асиметричністю в розподілі інформації називається така ситуація, коли частина учасників ринку володіє інформацією, якою не володіють інші зацікавлені особи. Саме така асиметричність інформації є серйозною причиною, що породжує невизначеність ефективного використання засобів і ресурсів.
- **Інформаційна прозорість** (транспарентність) є вирішальним чинником в системі корпоративного управління, оскільки дозволяє інвесторові отримувати необхідні і об'єктивні дані для ухвалення обґрунтованих рішень про доцільність інвестування в конкретну компанію.
- Показником, зворотнім транспарентності, є **непрозорість** (opacity), яка включає три компоненти:
  - непрозорість звітності (accounting opacity),
  - інсайдерську непрозорість (insider opacity),
  - інформаційну непрозорість (informational opacity).

- 
- **Непрозорість звітності** характеризує якість даних про прибутковість, що публікуються в офіційній звітності компанії. Високий ступінь непрозорості означає, що менеджмент використовує різну техніку управління прибутковістю (earnings management), щоби заховати прибуток.
  - **Інсайдерська непрозорість** вимірює загальний рівень інформаційної асиметрії, властивий компанії.
  - **Інформаційна непрозорість** вимірюється через кореляцію прибутковості акцій компанії з ринковим індексом. У разі сильного взаємозв'язку з рухами ринкового індексу котирування акцій компанії містять мало інформації щодо діяльності компанії. І навпаки, при слабкій кореляції ціни, очевидно, відображають специфічну інформацію про фірму.



## ЕМІТЕНТИ ЦІННИХ ПАПЕРІВ РОЗКРИВАЮТЬ ІНФОРМАЦІЮ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ ШЛЯХОМ:

розміщення її в загальнодоступній інформаційній базі даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів

опублікування її в одному з офіційних друкованих видань Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України або Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку

подання її до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку

# РОЗКРИТТЯ ІНФОРМАЦІЇ ЕМІТЕНТАМИ

---

- Емітенти цінних паперів зобов'язані розкривати інформацію відповідно до вимог, в обсязі та строки, встановлені цим Законом та нормативно-правовими актами Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.
- Додаткові вимоги до розкриття інформації емітентами цінних паперів, які пройшли процедуру лістингу на фондовій біржі, встановлюються Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

# ОБОВ'ЯЗКОВЕ ОПРИЛЮДНЕННЯ ІНФОРМАЦІЇ ПРО ВЛАСНИКІВ ЗНАЧНИХ ПАКЕТІВ АКЦІЙ (10 % ТА БІЛЬШЕ)

Депозитарна  
система України  
(особа, яка веде  
облік права  
власності на акції  
емітента)



Національна  
комісія з цінних  
паперів та  
фондового ринку



Інформація є  
відкритою і  
шляхом  
розміщення у  
загальнодоступній  
інформаційній базі  
даних  
Національної  
комісії з цінних  
паперів та  
фондового ринку  
про ринок цінних  
паперів



# ІНФОРМАЦІЯ ОBOB'ЯЗKOBA ДЛЯ РОЗКРИТТЯ ЕМІТЕНТАМИ

**РІЧНА / КВАРТАЛЬНА  
ІНФОРМАЦІЯ ПРО ЕМІТЕНТА  
ПОВИННА МІСТИТИ ТАКІ  
ВІДОМОСТІ:**

найменування та місцезнаходження емітента, розмір його статутного капіталу;

орган управління емітента, його посадові особи та засновники;

господарська та фінансова діяльність емітента;

цінні папери емітента (вид, форма випуску, тип, кількість), спосіб розміщення та лістинг цінних паперів;

річна /квартальна фінансова звітність;

аудиторський висновок;

перелік власників значних пакетів (10 відсотків і більше) акцій із зазначенням кількості, типу та/або класу належних їм акцій.

- 
- Річна інформація про емітента є відкритою і в обсязі, встановленому Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, підлягає оприлюдненню емітентом не пізніше **30 квітня року**, наступного за звітним, шляхом:
    - розміщення у загальнодоступній інформаційній базі даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів;
    - опублікування в одному з офіційних друкованих видань Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України або Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку;
    - розміщення на власному веб-сайті.
  - Публічні акціонерні товариства додатково розкривають інформацію про свою діяльність на основі міжнародних стандартів бухгалтерського обліку в порядку, встановленому Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

# ЕМІТЕНТ МАЄ ПРАВО ДОДАТКОВО РОЗКРИВАТИ ІНШУ ІНФОРМАЦІЮ.

## ОСОБЛИВА ІНФОРМАЦІЯ ПРО ЕМІТЕНТА:

прийняття рішення про розміщення цінних паперів на суму, що перевищує 25 відсотків статутного капіталу;

прийняття рішення про викуп власних акцій, крім акцій корпоративних інвестиційних фондів інтервального та відкритого типу;

факти лістингу/делістингу цінних паперів на фондовій біржі;

отримання позики або кредиту на суму, що перевищує 25 відсотків активів емітента;

зміну складу посадових осіб емітента;

зміну власників акцій, яким належить 10 і більше відсотків голосуючих акцій;

рішення емітента про утворення, припинення його філій, представництв;

рішення вищого органу емітента про зменшення статутного капіталу;

порушення справи про банкрутство емітента, винесення ухвали про його санацію;

рішення вищого органу емітента або суду про припинення або банкрутство емітента.



# ІНСАЙДЕРСЬКА ІНФОРМАЦІЯ

## ІНСАЙДЕРСЬКА ІНФОРМАЦІЯ

- неоприлюднена інформація про емітента, його цінні папери та похідні (деривативи), що перебувають в обігу на фондовій біржі, або правочини щодо них, у разі якщо оприлюднення такої інформації може істотно вплинути на вартість цінних паперів та похідних (деривативів), та яка підлягає оприлюдненню відповідно до вимог, встановлених цим Законом

## ІНФОРМАЦІЯ НЕ ВВАЖАЄТЬСЯ ІНСАЙДЕРСЬКОЮ :

1. з моменту її оприлюднення відповідно до закону
2. інформація щодо оцінки вартості цінних паперів та/або фінансово-господарського стану емітента, якщо вона отримана виключно на основі оприлюдненої інформації або інформації з інших публічних джерел, не заборонених законодавством, не є інсайдерською інформацією

# ЗАБОРОНА ВИКОРИСТАННЯ ІНСАЙДЕРСЬКОЇ ІНФОРМАЦІЇ

## ОСОБІ, ЯКА ВОЛОДІЄ ІНСАЙДЕРСЬКОЮ ІНФОРМАЦІЄЮ, ЗАБОРОНЯЄТЬСЯ:

- вчиняти з використанням інсайдерської інформації на власну користь або на користь інших осіб правочини, спрямовані на придбання або відчуження цінних паперів та похідних (деривативів), яких стосується інсайдерська інформація, до моменту оприлюднення такої інформації
- передавати інсайдерську інформацію або надавати доступ до неї іншим особам, крім розкриття інформації в межах виконання професійних, трудових або службових обов'язків та в інших випадках, передбачених законодавством;
- давати будь-якій особі рекомендації стосовно придбання або відчуження цінних паперів та похідних (деривативів), щодо яких він володіє інсайдерською інформацією, до моменту оприлюднення такої інформації

Фондова біржа повинна повідомити Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку про операції з цінними паперами та/або похідними (деривативами), які здійснюються на такій фондовій біржі, у разі, якщо існує підозра в тому, що під час здійснення таких операцій використовується або може бути використана інсайдерська інформація.

Відповідальність за протиправне використання інсайдерської інформації встановлюється законом.

- 
- [http://www.uaib.com.ua/news/mass\\_media/223374.html](http://www.uaib.com.ua/news/mass_media/223374.html)
  - <http://blog.liga.net/user/ogaragonych/article/17574.aspx>