

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ, МОЛОДІ ТА СПОРТУ УКРАЇНИ  
ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
Факультет економіки та управління  
Кафедра менеджменту організацій та інноваційного підприємництва**

**СЕРНЕЦЬКА Світлана Любомирівна**

**ФОРМУВАННЯ ТА РЕАЛІЗАЦІЯ КОРПОРАТИВНОЇ  
ВЛАСНОСТІ АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА**

**Спеціальність 8.050201 «Менеджмент організацій»**

**Дипломна робота за освітньо-кваліфікаційним рівнем «магістр»**

**Виконав:**

студент групи МОмз – 51

\_\_\_\_\_ С.Л.Сернецька

**Науковий керівник:**

к.е.н., доцент

\_\_\_\_\_ С.П.Черничинець

Дипломну роботу допущено  
до захисту

« \_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2012р.

Зав. кафедри, д.е.н.,  
професор Тарнавська Н.П.

\_\_\_\_\_

**Тернопіль – 2012**

**ЗМІСТ**

<b>Вступ</b>	<b>3</b>
<b>Розділ 1. Суть та характеристика корпоративної власності</b>	<b>7</b>
1.1. Теоретичні основи корпоративної власності	7
1.2. Сутність та зміст корпоративної власності	15
1.3. Класифікація корпоративної власності підприємства	23
<b>Висновки до 1 розділу</b>	<b>30</b>
<b>Розділ 2. Дослідження управління корпоративною власністю</b>	<b>32</b>
2.1. Організаційне забезпечення корпоративного управління на ВАТ «Опілля»	32
2.2. Оцінка організації корпоративного управління	35
2.3. Аналіз ефективності управління корпоративною власністю	58
<b>Висновки до 2 розділу</b>	<b>73</b>
<b>Розділ 3. Шляхи підвищення ефективності управління корпоративною власністю</b>	<b>75</b>
3.1. Удосконалення механізму взаємодії менеджерів і ради директорів в управлінні корпоративною власністю	75
3.2. Покращення механізму контролю за управлінням корпоративною власністю	83
3.3. Удосконалення структури власності корпоративних підприємств у процесі управління	88
<b>Висновки до 3 розділу</b>	<b>95</b>
<b>Висновки та пропозиції</b>	<b>97</b>
<b>Список використаних джерел</b>	<b>100</b>

## Вступ

*Актуальність теми.* Науково-технологічні, економічні, соціальні, культурні, ідеологічні та політичні процеси, що відбуваються сьогодні в світі і в Україні, є предметом наукового аналізу в дослідженнях вчених. Сучасний період розвитку відображається в них по-різному: як епоха переходу до постіндустріального, інформаційного, інституціонального чи соціалізованого суспільства з відповідною економічною структурою. Різницю обумовлено різними методологічними посилками досліджень в залежності від напрямів економічної теорії, соціально-економічного поля чи сфери дослідження, мети дослідження та імовірних його результатів. Безперечним є подальший розподіл праці і обумовлене цим зростання трансакційних витрат суспільства на досягнення його кінцевих цілей. Подолання цієї суперечності здійснюється появою і розвитком різних форм об'єднань контрагентів економіки, серед яких корпорація являє собою найбільш адекватну форму процесам, що об'єктивно здійснюються, і тому ефективну з точки зору сучасного обмеження трансакційних витрат.

Науковий аналіз корпоративної власності, проблем її формування і функціонування є однією з актуальних тем. Додатковим аргументом за доцільність дослідження саме корпоративної власності є те, що ця форма власності має тенденцію до розвитку і нової структуризації як натеper, так і на шляху до майбутньої економіки.

Різні аспекти корпоративної власності знайшли відображення в працях таких зарубіжних вчених, як Дж.Акерлоф, А.Блайндер, Дж.Гелбрейт, Дж.М.Кейнс, Б.Кларк, Р.Коуз, Н.Калдор, К.Маркс, Г.Менкью, Д.Норт, Дж.Робінсон, П.Самуельсон, Дж.Стігліц, Дж.Тобін, О.Уільямсон, Й.Шумпетер, Е.Хансен, Р.Харрод та інші.

Сучасну українську і російську економічну думку у цьому напрямі представлено працями таких авторів, як О.Амоша, Ю.Архангельський, С.Архієреєв, А.Бандилет, А.Беспалова, В.Будкін, А.Бузгалін, В.Геєць,

А.Гриценко, Г.Губерна, М.Данько, В.Дементьев, Т.Долгопятова, В.Іноземцев, Р.Капелюшніков, А.Колганов, І.Лазня, П.Лемещенко, І.Малий, С.Мочерний, Р.Нуреев, В.Рибалкін, А.Сірко, В.Тарасевич, Н.Фролова, М.Хохлов, А.Чухно, А.Шастітко, Т.Шинкоренко, та інші. Чимало авторів приділяють увагу корпоративному управлінню.

Проте, проблемам корпоративної власності приділяється незаслужено мало уваги з боку дослідників. Справа в тому, що і практика переходу до ринкових методів господарювання, і перспективи переходу сучасної змішаної за суттю економіки до нової її структури потребують теоретико-методологічних досліджень саме відносин та прав корпоративної власності як власності, адекватної найближчому майбутньому устрою суспільства та його економічній структурі. За суттю цієї проблеми залишаються недостатньо дослідженими такі аспекти корпоративної власності, як етапи її формування, зокрема в Україні, створення умов її розвитку і удосконалення, визначення її об'єктів і суб'єктів, співвідношення із акціонерною власністю, функціонування її суб'єктів натеper і за умови переходу до нової економіки тощо. Це й зумовлює актуальність теми дослідження, його мету і задачі.

**Мета і задачі дослідження.** Метою дипломної роботи є розробка концепції корпоративної власності у системі відносин, форм і прав власності та концептуальних засад і практичних пропозицій щодо здійснення реального процесу діяльності суб'єктів корпоративної власності, в тому числі і на шляху до майбутньої економіки.

Для досягнення зазначеної мети в роботі поставлено і вирішено такі задачі:

- Проаналізовано теоретичні основи корпоративної власності
- Визначено сутність та зміст корпоративної власності
- Охарактеризовано організаційне забезпечення корпоративного управління
- Проведено аналіз ефективності управління корпоративною власністю

- Визначено механізм взаємодії менеджерів і ради директорів в управлінні корпоративною власністю
- Окреслено механізм контролю за управлінням корпоративною власністю

**Предметом дослідження** є механізм функціонування системи, форм і прав корпоративної власності в сучасній і майбутній економіці.

**Об'єктом дослідження** є процеси формування і функціонування корпоративної власності як інституту сучасного і постіндустріального суспільства.

Методи дослідження. Теоретичною і методологічною основою дослідження слугували фундаментальні положення теорії управління, результати теоретичних, дослідно-аналітичних і прикладних розробок з проблем управління інвестиційною діяльністю акціонерних товариств, організаційно-статистичного моделювання, матеріали науково-практичних конференцій.

В процесі написання дипломної роботи застосовувались загальнонаукові методи пізнання та спеціальні методи економічних досліджень. Використання методів порівняльного монографічного аналізу та діалектичного пізнання дозволило визначити сутність та роль інвестиційної діяльності акціонерних товариств, методів управління нею.

**Практичне значення одержаних результатів** полягає в обґрунтуванні позиції щодо доцільності подальшого розвитку корпоративної власності як адекватної сучасній і майбутній економіці форми власності. Практичного значення можуть мати окремі положення, висновки та пропозиції відносно удосконалення контролю за процесом формування нових суб'єктів корпоративної власності. Шляхом посилення контролю слід вважати розвиток та поширення впливу фондового ринку в корпоративному секторі економіки України.

**Інформаційною базою дослідження** є публікації в українській і зарубіжній економічній та економіко-правовій літературі, статистичні

матеріали та звіти Державного комітету статистики України, державних відомств та інформаційні повідомлення щодо діяльності акціонерних товариств промисловості, опубліковані в засобах масової інформації в паперовому та електронному вигляді, законодавчі та нормативно-правові акти України.

*Наукова значущість* дипломної роботи полягає в узагальненні сутності підходів щодо використання методів управління корпоративною власністю в практиці акціонерних товариств та уточненні їх ролі в діяльності ВАТ «Опілля».

*Практичне значення* отриманих в дипломній роботі результатів полягає в можливості їх використання для підвищення ефективності управління корпоративними правами ВАТ «Опілля».

*Апробація результатів дипломної роботи.* Основні положення і результати, отримані в дипломній роботі, були опубліковані в.

*Структура та обсяг.* Дипломна робота викладена на 105 сторінках; складається з вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел із 69 найменувань.

## **Розділ 1. Суть та характеристика корпоративної власності**

### **1.1. Теоретичні основи корпоративної власності**

Проблеми власності, разом з формами її прояву на різних етапах розвитку суспільних відносин, займають центральне місце в економічній системі та залишаються важливими для економічної теорії і практики. Разом з цим, актуальність дослідження власності на сучасному етапі розвитку економічної науки в останні десятиліття значно зростає. Це пов'язано з радикальними змінами у відносинах власності, які характеризуються динамічністю, мінливістю форм та сутнісними трансформаціями.

У результаті проведеної широкомасштабної приватизації у країні була сформована нова система відносин власності, важливу роль у якій стала відігравати власність корпоративна. Корпоративна власність надає акціонерним товариствам можливість постійно розширювати коло інвесторів, забезпечувати високу гнучкість, динамізм та ефективність виробництва.

Однак, сьогодні низька ефективність управління корпоративними підприємствами, відсутність налагодженого механізму взаємодії менеджерів і акціонерів призводить до послаблення потенціалу великих корпоративних утворень в реальному секторі економіки.

Загалом, проблема власності є однією з центральних у наукових працях зарубіжних і вітчизняних дослідників, а саме А. Алчіана, А. Берлі, Т. Веблена, П. Дракера, Дж.М. Кейнса, Р. Коуза, П. Лафарга, К. Маркса, Дж. Міля, Г. Мінза, Д. Норта, А. Сміта. Різні аспекти корпоративної власності знайшли відображення в працях таких вчених, як А. Гальчинський, А. Гриценко, М. Данько, Т. Долгопятова, Р. Капелюшніков, А. Колганов, І. Лазня, Н. Сірош та ін.

Незважаючи на значні досягнення вітчизняної та зарубіжної економічної думки у дослідженні проблем трансформації власності, недостатньо розробленими залишаються питання визначення напрямів

становлення корпоративної власності та етапів її формування, глибинних зрушень у системі відносин власності в контексті загальносвітових тенденцій.

Проблема власності має загальнофілософське значення, тому тлумаченню її змісту та походженню приділяли увагу як мислителі за часів Давньої Греції, так і сучасні західні соціологи та економісти. При цьому існують різні підходи як до самої категорії “власність”, так і до з’ясування особливостей її походження (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

## Особливості походження категорії “власність”

Теорія	Засновники	Підходи
Мислителі древнього світу	Аристотель, Г. Гегель,	Виникнення перших трактувань категорії “власність”
Теорія марксизму	К. Маркс, Ф. Енгельс	Виділення двох форм власності: юридичної та економічної. Зв’язок власності з виробничими відносинами та з матеріальною діяльністю
Концепція “абсентеїстської власності”	Т. Веблен	“Абсентеїстська власність” (1923 р.). Відокремлення власності від управління виробництвом
Теорія “народного капіталізму”	А. Берлі, Г. Мінз	“Сучасна корпорація та приватна власність” (1932 р.) Дослідження прав власності та корпоративного управління
Теорія “прав власності”	Р. Коуз, О. Ульямсон, А. Алчиан, Х. Демзец, С. Гроссман	Тлумачення власності як юридичної категорії “Природа фірми” (1937 р.) Розробка концепції власності як інструмента зниження трансакційних витрат

Примітка. Складено на основі джерел [6, 10, 12, 26, 47].

Давньогрецький філософ Платон під поняттям “власність” визнавав



лише натуральні блага, а не грошові. Аристотель також вважав надбанням людей лише ті блага, які задовольняють природні людські потреби [44 с. 9].

Спеціальному аналізу природа виникнення власності підлягає у філософській системі Гегеля. Він виводив появу власності з духовного початку: воля людини, щоб не залишитися абстрактною, повинна мати свій матеріальний вираз. Тобто, завдяки суб'єктивній волі, людина привласнює собі певні речі та встановлює над ними контроль. У цьому плані власність розглядається у вигляді вольового ставлення людини до речей. З іншого боку, Гегель у своїй теорії акцентував увагу не тільки на духовній, але й на суспільній природі виникнення власності [10 с. 45].

Варто відмітити і значний внесок К. Маркса у розвиток досліджень природи походження власності та її місця і ролі в економіці. На думку основоположників марксизму, визначальне значення в характеристиці власності належить її економічному змісту, насамперед те, за допомогою яких виробничих відносин здійснюється процес присвоєння. Відповідно, сутність власності марксизм запропонував шукати не в фізичному володінні речами, а в процесі безпосереднього виробництва, в економічних відносинах, які виражають певний рівень розвитку виробничих продуктивних сил суспільства [32 с. 8].

Вагомим внеском в теорію є поділ власності К. Марксом на дві форми: юридичну (власність як вольові відносини) та реальну (власність як виробничі відносини). У своїх працях К. Маркс спирався на висновки англійського філософа та економіста Джона Локка, який ще у XVII ст. зробив першу спробу розкрити соціально-економічну природу появи та існування власності. Дж. Локк цілком однозначно визначав працю як первісне джерело приватної власності на предмети природи. У процесі господарської діяльності людина за допомогою праці виводить предмети природи зі стану спільного володіння і приєднує їх до того, що є її власністю від природи, тобто до своєї власної особистості. Отже, праця, на його думку, дає право людині на власність того до чого вона застосована, і на її плоди [10 с. 44].

Значну увагу проблемі власності приділив засновник соціально-інституційного напрямку в економічній науці Т. Веблен. Розроблена ним концепція про формування “абсентеїстської власності” (абсентеїстська - відсутня, неосяжна) лежить в основі переважної більшості сучасних теорій власності. Т. Веблен під “абсентеїстською власністю” вважав власність бізнесменів, які не беруть безпосередньої участі у виробництві. Якщо раніше, на стадії “панування підприємців”, прибуток був закономірним підсумком підприємницької діяльності, то в умовах “грошового господарства” ХХ ст. головним засобом вилучення прибутку став кредит. Саме за допомогою кредиту представники “бездіяльного класу” привласнювали акції, облігації, інші фінансові цінності, які приносили величезні спекулятивні доходи. В підсумку непомірно розширюється ринок цінних паперів, ріст величини “абсентеїстської” власності в кілька разів перевищує вартість матеріальних активів корпорацій. Саме “абсентеїстська власність”, на думку Т. Веблена, є основою існування “бездіяльного класу”, причиною конфлікту між індустрією та бізнесом. Слід відмітити, що вперше в межах інституціоналізму, автор поставив проблему відокремлення капіталу-власності від капіталу-функції [68 с. 6].

В 50-х роках у США виникла теорія “народного капіталізму”, прибічниками якої виступили економісти і соціологи А. Берлі, С. Чейз, Дж.-М. Кларк, М. Сальвадорі, П. Дракер. Ця теорія визначає власність як ставлення людини до речі, й наголошує, що закони розвитку капіталізму призводять до зміни структури капіталістичної власності, при цьому основною формою власності стає акціонерна. Складовою теорії “народного капіталізму” є теорія управлінських революцій, яка стверджує, що з розвитком акціонерних товариств влада капіталістів-власників відсувається на задній план, натомість встановлюється влада менеджерів, які керують суспільними інтересами.

У своїй праці “Сучасна корпорація та приватна власність” А. Берлі і Г. Мінз здійснили прорив у вивченні питань присвяченим проблемі прав

власності та корпоративного управління. Авторами був статистично зафіксований і аналітично обґрунтований феномен квазіпублічних корпорацій, які контролюються професійними менеджерами, які не є акціонерами. Проблема відокремлення власності від контролю в акціонерних компаніях зайняла місце серед найважливіших проблем, які досліджуються світовою економічною наукою [6 с. 48-58].

Впродовж багатьох років ідеї соціальної трансформації капіталізму А. Берлі розробляв спільно з Г. Мінзом. Г. Мінз пропонував проект економічної реформи: через акціонування спрямувати корпорації на служіння інтересам суспільства. На його думку, менеджери корпорацій в управлінській діяльності мають керуватися особистим інтересом, але одночасно й служити інтересам суспільства. Цього буде достатньо, аби зберегти свободу підприємництва й спрямувати її у русло суспільних інтересів [68 с. 7].

Далі теоретичні дослідження, присвячені процесам відокремлення управління від власності в корпораціях зустрічаються в працях представників неінституціональної школи починаючи з 30-х років ХХ ст. Особлива роль належить таким економістам, як О. Ульямсон, А. Алчіан, Х. Демзец, С. Гроссман і О. Харат, які висунули концепцію власності, як інструмента зниження трансакційних витрат. При цьому їх роботи були розвинуті контрактним підходом до аналізу фірми, початок якого було покладено Р. Коузом.

Особливої уваги заслуговує “Теорія прав власності”, яка виникла у 60-70-і роки та розвивається надалі як теоретична і методологічна основи нових напрямків економічного аналізу - “неінституціоналізм” і “трансакційна економіка”. Даний напрям економічної науки трактує власність як юридичну категорію, ототожнюючи її з правом, яке закріплює відносини між власниками.

В теорії прав власності центральне місце займає теорема американського економіста Р. Коуза, методологічне та теоретичне значення якої полягає у взаємозв'язку власності з ефективністю виробництва, його

структурою та доходами.

Учений вважав величини трансакційних витрат одними з найважливіших чинників, що визначають функціонування сучасної економічної системи. Тому скорочення трансакційних витрат, а, отже, підвищення ефективності функціонування економіки забезпечується існуванням правових норм і їх дотримання [68 с. 8].

Теорія прав власності формувалася під впливом англійської правової традиції трактування власності, яка відмінна від правових систем інших країн Європи, де пануючою стала ідея “абсолютного” права приватної власності, і передбачала, що об’єктами власності вважалися як матеріальні речі, так і безтілесні блага, допускалася можливість роздроблення права власності на будь-який об’єкт на частковій правомочності декількох осіб. Ця тенденція стає переважною в західних теоріях, більше відповідаючи реаліям капіталізму і береться за основу на міжнародному рівні [33 с. 17-18].

В сучасний період одним з розділів західної економічної думки є теорія розвитку економічних організацій як ще одне відгалуження аналізу прав власності, яка поширює функцію трансакційних витрат на процеси організації фірми і саме в цьому полягає її значення - вона є органічним розвитком ідей прав власності і трансакційних витрат стосовно проблематики організаційних форм фірми, займається вивченням джерел, форм і наслідків трансакційних витрат.

На стику економічної і юридичної теорій власності з’явилася так звана “економіка права”, концептуальний каркас якої, на думку Дж. Хіршлейфера, складають три теореми:

1) “Теорема А. Сміта”: добровільний обмін підвищує добробут учасників угоди, а законодавство повинне всіляко заохочувати обмін, усуваючи штучні бар’єри будь-якого роду, забезпечуючи юридичний захист контрактів тощо;

2) “Теорема Р. Кроуза”: всі можливості для взаємовигідного обміну цілком вичерпуються самими зацікавленими сторонами за умови, що

трансакційні витрати дорівнюють нулю, а права власності точно визначені. Звідси, задачею законодавства є точна специфікація прав власності на всі ресурси, що мають економічну сутність;

3) “Теорема Р. Познера”: в умовах, коли трансакційні витрати позитивні, різні варіанти розподілу прав власності з огляду інтересів суспільства виявляються нерівноцінними - при високих трансакційних витратах законодавство повинне обирати і встановлювати найбільш ефективний з усіх доступних розподіл прав власності [47 с. 38].

За останнє десятиріччя у працях, насамперед, українських вчених-економістів чіткіше подано структуру категорії власності, зокрема, детальніше розкриваються взаємозумовленість і відмінність власності юридичної та власності економічної. Юридична власність є формою вияву реальних економічних відносин та виступає загальною умовою виробництва, виявом волі певного класу і правовим оформленням цієї волі в юридичних аспектах і нормах, у праві власності.

Економічна історія людства свідчить, що існувало два основних типи власності: приватна власність і суспільна власність. Приватна власність характеризується безпосередньо прямою участю фізичної особи у привласненні засобів та результатів виробництва [16].

Загальновизнано, що найвищу форму свого розвитку суспільна власність набуває в акціонерній власності. Акціонерна власність виступає закономірним результатом процесу розвитку і трансформації приватної власності, коли на певному етапі розвитку масштаби виробництва та рівень технології створюють передумови для виникнення принципово нових форм організації виробництва - акціонерних товариств (корпорацій), які об’єднують індивідуальні капітали осіб в асоційований капітал.

До основних рис акціонерної власності можна віднести: приналежність капіталу акціонерного товариства усім його акціонерам, що обумовлює асоційований, спільний характер акціонерної власності; приналежність кожному акціонеру певної кількості акцій акціонерного товариства, що обу-

мовлює приватний характер акціонерної власності; наявність права акціонерів на управління (володіння, розпорядження та використання) капіталом акціонерного товариства та отримання доходів в формі дивідендів [47 с. 263].

При цьому виникає питання про природу корпоративної форми власності. Насамперед, слід зазначити, що в економічній літературі вона розглядається як акціонерна власність, сутність якої трактується по-різному. Одні автори розглядають її як колективну форму власності. Інші, навпаки, вважають, що за своїм змістом вона є винятково приватною власністю. Треті визначають її як приватно-колективну власність.

Можна зазначити, що корпоративна власність є, насамперед великою формою акціонерної власності, для якої характерні є три функції: 1) виступає засобом акумуляції капіталу; 2) є засобом залучення акціонерів до розширення власності й контролю за діяльністю апарату управління; 3) виступає засобом створення господарської мотивації, коли акціонер і працівник поєднуються в одній особі.

Особливість корпоративної форми власності полягає у тому, що вона, з одного боку, зберігає через володіння окремими особами акціями все те позитивне, що несе в собі приватна власність (підприємницький інтерес, ініціативу, свободу вибору та ін.). Водночас корпорація долає обмеженість, притаманну класичній формі приватної власності.

Корпоративна власність у своєму класичному вигляді допускає досить високий рівень розвитку кредитних відносин, утворення великих акціонерних товариств, наявність реального й фіктивного капіталу, відділення капіталу-функції від капіталу-власності. Ці передумови склалися в процесі багатівікового економічного розвитку суспільства.

Отож, сьогодні в Україні відбуваються глобальні перетворення в сфері відносин власності. Інституційні й структурні перетворення в економіці, здійснені в контексті ринкового реформування, стимулювали процеси розвитку корпоративної власності як основи післякризового поживлення

вітчизняної економіки. Разом з тим слід згадати про низький рівень її розвитку, що проявляється насамперед в незахищеності прав учасників корпоративних відносин.

Тому проблема управління корпоративною власністю на сучасному етапі розвитку економіки продовжує залишатися актуальною для економічної теорії й практики. Наявність у цій сфері безліч невирішених питань, перешкоджає ефективному функціонуванню акціонерних товариств та залученню інвестиційних ресурсів.

На нашу думку, при вірному розумінні ролі і функцій корпоративної власності у ринковій економіці, що формується, продуманої корпоративної стратегії, вмілому поєднанні короткострокових і довгострокових інтересів в контексті ефективної інвестиційної політики можливо успішно реалізувати задачі розвитку економіки.

## **1.2. Сутність та зміст корпоративної власності**

Для того, щоб з'ясувати соціально-економічний зміст корпоративної (акціонерної) власності, необхідно попередньо конкретизувати сутність власності в цілому та економічної власності зокрема. З цієї проблеми тривають дискусії як в українській, так і в зарубіжній фаховій літературі.

У «Великому економічному словнику» за редакцією А. Азриліяна зазначено, що власність - це «приналежність засобів і продуктів виробництва певним особам - індивідам або колективам - в певних історичних умовах, що відображають конкретний тип відносин власності» [5]. Повністю тотожне визначення власності дано в «Економічній енциклопедії» за редакцією Л. Абалкіна [20].

Подібно до цього група інших російських учених трактує власність як «належність речей, матеріальних і духовних цінностей певним особам, юридичне право на таку належність та економічні взаємини між людьми з

приводу належності, розділу, переділу об'єктів власності» [50].

Автори «Економічного словника» стверджують, що власність - це «об'єктивні економічні відносини юридичних і фізичних осіб з приводу привласнення майна» [60].

Російські вчені розглядають власність з двох боків; по-перше, як «систему об'єктивних взаємин між людьми з приводу привласнення засобів і результатів виробництва», а по-друге, як «сукупність прав власності з управління умовами економічної діяльності та її результатів» [11 с. 97].

Відомий російський економіст В. Шкредов визначив власність як «систему об'єктивних взаємин між людьми, що змінюються в процесі виробництва, розподілу, обміну, споживання, які характеризують привласнення засобів виробництва і предметів споживання» [21 с. 42].

На думку С. Мочерного, власність - «соціологічна категорія, яка містить низку підсистем суспільних відносин (економічних, соціальних, правових, психологічних, національних тощо), що прямо й опосередковано стосуються привласнення предметів природи у процесі праці та привласнення матеріальних і духовних благ через соціально-економічну форму суспільного способу виробництва» [38 с. 42].

Економічний аспект власності, на його переконання, означає систему «виробничих відносин між людьми (класами, соціальними верствами, групами, окремими індивідами тощо) з приводу привласнення об'єктів власності (засобів виробництва, предметів споживання, послуг, робочої сили, патентів тощо) в усіх сферах суспільного відтворення (в безпосередньому виробництві, розподілі, обміні та споживанні)» [18].

Це визначення сутності економічної власності може, на наш погляд, бути основою для дефініції сутності акціонерної власності своєю чергою, власність як економічна категорія має два аспекти: кількісний і якісний. Кількісний «...означає сукупність матеріальних благ в суспільстві, різноманітних об'єктів власності, основними з яких є засоби праці, предмети праці, предмети споживання, робоча сила, послуги, цінні папери, золото,



гроші, патенти, ліцензії, «ноу-хау», використовувані людьми сили природи, форми і методи організації виробництва, корисні копалини». Якісний «...означає процес привласнення різними суб'єктами власності певних об'єктів економічної власності (або їх сукупності) у безпосередньому виробництві, розподілі, обміні та споживанні» [18].

Проаналізуємо наведені вище точки зору щодо сутності власності як економічної категорії.

Найповнішу характеристику власності як економічної категорії дав С. Мочерний, котрий визначає економічну власність як соціологічну категорію. Крім того, заслуговує на увагу при з'ясуванні економічного змісту даної категорії виділення в ній кількісного та якісного аспектів, що орієнтує, відповідно, на кількісний та якісний аналіз даної категорії [38 с. 108].

У вже згаданому «Великому економічному словнику» за редакцією А. Азриліяна характеристика власності як економічної категорії через поняття «належності» є хибним, тому, що дане визначення відображає тільки юридичний аспект. Поза увагою залишаються відносини у більшості сфер суспільного відтворення, оскільки власність розглянута як економічні відносини належності, поділу, переділу. Такі ж недоліки значною мірою повторив колектив російських учених [5 с. 103].

Незважаючи на значну теоретичну і практичну значимість питання про сутність акціонерної (а отже, корпоративної) власності, в українській та російській науковій літературі 1990-х рр. досліджень із даної проблеми майже нема. Не розкриті це поняття серед 12 тис. термінів, визначень, категорій у виданій «Енциклопедії бізнесмена, економіста, менеджера» за редакцією Романа Дяківа [19]; в «Економічній енциклопедії», за редакцією Л. Абалкіна [20]; у теж уже згаданому «Великому економічному словнику», що містить 19 тис. термінів і категорій [5].

Розглянемо, як характеризують цю категорію в окремих статтях, що хоч дуже рідко, але трапляються в українській періодичній літературі. Так, В. Рибалкін та Л. Мамичева стверджують, що акціонерна власність -

«найрозвинутіша і водночас перехідна форма приватної власності: асоційована приватна власність як органічна єдність двох якостей відносин привласнення - приватної і спільної» й одночасно з цим зазначають, що «суперечність між потребами у дедалі більших розмірах капіталу і обмеженими можливостями його концентрації, притаманна командним формам підприємства, розв'язується через виникнення підприємств акціонерної форми, тобто акціонерної власності». Крім цього, згадані автори характеризують акціонерну власність як єдність «двох якостей - спільної та індивідуальної» [46].

Ми вважаємо, що дане визначення стисло розкриває деякі аспекти акціонерної власності. Проте в ньому, по-перше, не названі основні суб'єкти акціонерної власності; подруге, не сказано, з приводу яких найважливіших об'єктів виникають відносини привласнення; по-третє, не конкретизовані сфери суспільного виробництва, в яких функціонує і розвивається така власність.

Автори «Короткої економічної енциклопедії» стверджують, що акціонерна власність - «один із різновидів колективної форми власності» [11 с. 31].

Український учений В. Євтушевський стверджує, що «термін «власники» в корпоративній сфері можна застосовувати у кількох вимірах. Перший «...стосується учасників або акціонерів. Вони є власниками корпоративних прав і здійснюють власне управління ними. Акціонери є власниками цінних паперів у вигляді акцій. Є власники облігацій акціонерних товариств та опціонів на придбання акцій. Вони є приватною власністю, з якою акціонери здійснюють відповідні операції». Другий «...стосується власності корпорації як юридичної особи». Разом із цим автор зазначив, що «...власність господарських товариств розглядається як об'єднана (спільна) власність» [22 с. 21].

У даному твердженні певною мірою ототожнені юридичний і економічний аспекти це видно з того, як автор трактує корпоративні права.

На нашу думку, доцільно розглядати в межах акціонерної власності поєднання колективної та індивідуальної власності. Колективна в даному випадку належить колективу або засновникам (колективна, асоційована або групова), тобто це поєднання колективної та індивідуальної. Таку власність акціонерних товариств не можна дробити. Коли автор стверджує, що акціонери є власниками корпоративних прав і управляють ними, в даному разі не враховано, що власники однієї або кількох акцій є формальними власниками і на практиці вони не здійснюють управління. Це підтверджує те, що управління акціонерними компаніями зосереджують у своїх руках власники великих пакетів акцій, а права більшості акціонерів практично неіснуючі.

Таким чином, об'єктивно наявна множина конфліктів інтересів у межах реалізації корпоративної власності.

Так, американські вчені А. Берлі та Г. Мінз у 1932 р. започаткували концепцію про сферу взаємовідносин акціонерної власності та організаційне управління. Під тезою «відокремлення власності від контролю» вони розуміли фактичне позбавлення ефективного контролю акціонерів корпорації за діяльністю менеджерів [56].

Американський учений Дж. Кейнс згодом підтвердив, що в розвитку великих акціонерних компаній настає момент, коли власники капіталу майже повністю віддаляються від управління [26].

Навіть у розвинутих країнах світу, де корпоративна власність розвивається більше ніж століття і є здебільшого демократичною, за визнанням західних авторитетних учених, зокрема таких, як Дж. Гелбрейт, дрібні власники (акціонери) - нуль, тобто ніщо, насправді ж управляють власники контрольних пакетів акцій.

Також американські вчені є авторами так званої теорії «революції керуючих», згідно з якою влада відокремлена від власності, а власність від влади; зокрема, вони стверджують про відсутність у вищих менеджерів власності.

Проте перетворення влади вищих менеджерів на власність спростовує цю тезу. Оскільки останні мають значні владні повноваження, делеговані їм від реальних власників (останні займаються вирішенням насамперед стратегічних питань), то разом із такою владою до них переходить і значна частка акціонерної власності. Це свідчить про те, що між власністю і владою не може бути розриву, вони діалектично пов'язані, тобто власність перетворюється у владу, а влада - у власність [38 с. 42].

Серед менеджерів розрізняють три ланки: вищу, середню та нижчу. До менеджерів вищої ланки разом із певними повноваженнями переходить частка корпоративної власності, тобто вони володіють значною кількістю акцій (у США приблизно 10 тис. вищих менеджерів у великих монополіях); тому ці менеджери стають співвласниками акціонерних компаній. Зокрема, менеджери вищої ланки стали власниками підприємств: вартість акцій яких понад 4 млн. дол. у кожного, крім того, вони отримують таку заробітну плату, яка за величиною приблизно дорівнює живій вазі кожного із цих менеджерів. Тому щодо таких менеджерів західні вчені ввели поняття «епоха золотих зірок».

Менеджери середньої ланки (керівники підрозділів підприємств) мають на підприємстві набагато менше влади, ніж менеджери вищої ланки; за рівнем доходів належать до середньої буржуазії.

Нижча ланка - це менеджери, заробітна плата яких приблизно дорівнює заробітній платі висококваліфікованого працівника. Контроль, за наявності малої власності у менеджерів нижньої ланки, обмежений.

З врахуванням викладеного доцільно дати таке визначення: корпоративна власність є, на наш погляд, найважливішою підсистемою відносин економічної власності між власниками акціонерних підприємств та вищими і середніми менеджерами, з одного боку, й дрібними акціонерами - з іншого з приводу зростання масштабів у сфері безпосереднього виробництва акціонерної власності та привласнення її результатів у сфері обміну та розподілу.

У даному визначенні корпоративна (акціонерна) власність названа найважливішою підсистемою тому, що на акціонерних підприємствах у розвинутих країнах світу створюють 90% загального обсягу ВВП, а в Україні акціонерні підприємства становлять приблизно 70% загальної кількості підприємств (чітких даних щодо створення на них ВВП нема).

Масштаби такої власності зростають в основній сфері суспільного відтворення - безпосереднього виробництва, а її результати привласнюють у сфері обміну (оскільки акціонери купують і продають свої акції на фондовій біржі), а частину акцій на підприємствах акціонерного типу надають зайнятим на ньому працівникам, як правило, за пільговими цінами [38 с. 118].

Це підсистема капіталістичних відносин економічної власності між власниками акціонерних підприємств та вищими менеджерами, з одного боку, і найманими працівниками цих підприємств й дрібними акціонерами - з іншого з приводу постійного збільшення її масштабів (у сфері безпосереднього виробництва) як капіталізації частини додаткової вартості та розширення масштабів безпосереднього виробництва і привласнення її результатів. Окрім того, у сфері розподілу перерозподіляють придбані акції - на вторинному ринку цінних паперів. Водночас ця сфера є певною мірою і сферою обміну, оскільки це вторинний ринок цінних паперів.

А тепер перейдемо до критичного аналізу визначень корпорації в економічному контексті. Найвужчу дефініцію дали М. Шкільняк і Я. Ларіна, майже аналогічну думку висловив А. Кісільов, оскільки вони розглянули формування акціонерного капіталу тільки з одного боку, крім того, в них не зазначена мета їх діяльності. Водночас М. Шкільняк і Я. Ларіна правильно наголосили, що акціонерне товариство є основною формою організації. У визначенні Ю. Лисенкова та інших авторів йдеться про основні сфери діяльності акціонерних компаній, проте у наведених економічних дефініціях нема вказівки на основну мету діяльності таких компаній.

Позитивними аспектами наведених вище економічних та економіко-

правових визначень (щодо останніх, то йдеться про позитивні моменти лише економічного аспекту дефініції) є, по-перше, характеристика акціонерного товариства або корпорації як основної форми організації. Це зумовлено тим, що у США, наприклад, частка корпорацій у створенні ВВП становить більше 90%, а в Україні - 70% [58].

По-друге, віднесення корпорацій до асоційованої форми власності. На наше переконання, доцільніше називати їх не асоційованою, а колективною формою власності. Це зумовлено тим, що загально визначеним у вітчизняній літературі є поділ власності на приватну, колективну та державну, а також на відповідні види інтересів.

По-третє, формування капіталу корпорації шляхом продажу акцій. Проте це не єдиний метод формування, оскільки перед цим відбувається злиття індивідуальних капіталів в один колективний капітал.

Якщо усунути згадані недоліки і врахувати позитивні сторони, а також взяти до уваги основні вимоги діалектичного методу дослідження, то акціонерне товариство, на нашу думку, - це основна форма організації великих та середніх підприємств, базована на колективній формі власності, що формується шляхом злиття індивідуальних капіталів і продажу акцій із метою здійснення спільної господарської діяльності та привласнення на цій основі максимальних прибутків [58].

Водночас у даному визначенні акціонерне товариство не охарактеризоване з боку речового змісту (продуктивних сил) та суспільної форми. До речового змісту акціонерного товариства належать засоби виробництва (машини, устаткування, будівлі тощо), наукові лабораторії, інститути, патенти, ліцензії та інші об'єкти [38 с. 51].

Суспільною формою акціонерних товариств є відносини власності - «відносини між засновниками, найманими працівниками, власниками акцій, державою, з приводу привласнення цих об'єктів та створеного в процесі праці необхідного і додаткового продукту» [38 с. 53].

Оскільки економічна категорія є передусім діалектичною єдністю

речового змісту і суспільної форми, що передбачає принцип суперечності, то сутність акціонерного товариства можна визначити, як процес взаємодії відносин власності та продуктивних сил, тобто суперечність між власниками засобів виробництва і власниками робочої сили (найманими працівниками), але позбавленими власності на засоби виробництва.

### **1.3. Класифікація корпоративної власності підприємства**

У працях російського економіста С. Хавіної [61] наголошується, що поняття корпорації не можна вважати вичерпним, оскільки в законодавстві різних держав закріплено і інші ознаки. Так, в країнах з розвинутою корпоративною структурою підприємництва фахівці виділяють наявність таких критеріїв, за якими та або інша організація належить до групи корпорацій:

- статус юридичної особи;
- принцип обмеженої відповідальності;
- безстрокове існування;
- вільна передача акцій;
- централізоване управління.

Термін “корпорація”, використовуваний в американській економіко-правовій системі, відповідає поняттю “компанія” – в європейській системі.

Фахівці відзначають, що у складі економічно розвинених країн є, як правило, декілька великих корпорацій і декілька тисяч дрібних за структурою і розміром обороту фірм, також побудованих за корпоративною ознакою. На наш погляд, досить вдалою є класифікація малих, середніх і великих корпорацій, запропонована І.П. Булеєвим, яку наведено в табл. 1.1 [7 с. 41].

Корпорації – основа промислового потенціалу розвинених країн. Найбільш сильний вплив на формування і зміну будь-якої корпорації справляють інтереси власників, працівників (менеджерів) і замовників

(покупців). Тому сучасні організаційні структури корпорацій повинні мати узгоджені інтереси цих трьох груп зацікавлених осіб.

Таблиця 1.1

## Класифікація корпорацій

Розмір корпорації	Кількість підприємств, що входять до корпорації	Чисельність працівників	Вартість основних фондів, тис. грн.	Річний обіг, тис. грн.
Мала	1–3	До 200	До 5000	До 4000
Середня	Не встановлюється	До 1000	Більше 5000	Менше 20000
Велика	Не встановлюється	Більше 1000	Більше 5000	Більше 20000

Підхід Р. Брейлі [6], з погляду фінансової системи, визначає корпоративне управління як певні інституційні угоди, що забезпечують трансформацію заощаджень в інвестиції і що розподіляють ресурси серед альтернативних користувачів в індустріальному секторі. Ефективне перетікання капіталу між галузями і сферами суспільства здійснюється в рамках корпорацій, побудованих на основі об'єднання банківського і промислового капіталу.

У роботах з корпоративного управління відомий російський економіст Б. Чуб [65] розглядає корпорацію і корпоративне управління з юридичної точки зору. У цьому випадку корпоративне управління – це загальна назва юридичних концепцій і процедур, що лежить в основі створення і управління корпорацією, зокрема, що стосуються прав акціонерів.

Проте найбільш поширеними і вживаними підходами при визначенні корпоративного управління є такі.

Перший підхід – це підхід до визначення корпоративного управління як управління інтеграційним об'єднанням.



Наприклад, на думку І. Храбрової [62], корпоративне управління – це управління організаційно-правовим формуванням бізнесу, оптимізацією організаційних структур, побудова міжфірмових відносин всередині компанії відповідно до прийнятих цілей.

Проте дане визначення, на нашу думку, стосується вже результатів використання корпоративної форми бізнесу, а не суті проблеми.

Другий підхід, найбільш ранній і найбільш часто застосовуваний, ґрунтується на наслідках, що виходять з суті корпоративної форми бізнесу – поділу інституту власників і інституту керівників – і полягає в захисті інтересів певного кола учасників корпоративних відносин (інвесторів) від неефективної діяльності менеджерів. Такий підхід розроблено в працях М. Хаммера. Хоч і в цьому випадку визначення корпоративного управління різняться залежно від кількості зацікавлених сторін, що враховується, в корпоративних відносинах. У найбільш вузькому розумінні – це захист інтересів власників-акціонерів. Інший підхід включає до них і кредиторів, які разом з акціонерами складають групу фінансових інвесторів. У найбільш широкому розумінні корпоративне управління – це захист інтересів як фінансових (акціонери і кредитори), так і нефінансових (працівники, держава, підприємства-партнери та ін.) інвесторів [3].

Як пояснюються причини включення тих або інших груп в систему корпоративного управління?

Дана проблематика висвітлюється в працях відомого європейського економіста М. Хеселя. На його думку, акціонери є джерелом необхідної фінансової бази для виникнення корпоративного управління. Їх інтереси в системі корпоративного управління полягають в отриманні певної частки прибутку за допомогою дивідендних виплат або зростання ціни їх частки участі в корпорації [29 с. 289].

Кредитори також є фінансовими інвесторами, але, на відміну від акціонерів, які зацікавлені в зростанні прибутковості і вартості корпорації (для збільшення свого доходу), кредитори зацікавлені в стабільності стану

корпорації (для отримання гарантованого доходу).

Проте в діяльності корпорації зацікавлені не тільки фінансові інвестори, але і нефінансові. Серед нефінансових інвесторів більшість економістів відзначають такі категорії:

- працівники корпорації;
- партнери корпорації;
- суспільство в цілому (держава, споживачі та ін.).

Обґрунтування включення партнерів корпорації, в більшості випадків, розглядається на прикладі постачальників підприємств – виробників кінцевої продукції. Якщо постачальник корпорації виробляє продукцію, яка використовується лише даною корпорацією, то в цьому випадку фінансові вкладення партнера-постачальника можна розглядати як фінансові вкладення самої корпорації, оскільки ці вкладення здійснюються для забезпеченні діяльності корпорації.

На даний час такі відносини слід включати не в зовнішні, а у внутрішні зв'язки корпорації, і інтереси партнера постачальника можна розглядати як інтереси окремого підрозділу корпорації.

Щодо персоналу корпорації, необхідно відзначити, що включення його як складової корпоративних відносин стало можливим завдяки розвитку теорії людського капіталу підприємства. Залежно від моделей корпоративного управління учасниками корпоративних відносин розглядається або трудовий колектив, або окремі працівники корпорації. Такий напрям розвитку корпоративних відносин характерний для робіт американського фахівця в галузі корпоративного управління Ф. Істербука [7 с. 31].

Інтереси інвесторів корпорації не збігаються і часто бувають прямо протилежними. Наприклад, перелічені вище інтереси власників і кредиторів корпорації. Тому, в рамках корпоративних відносин розглядаються взаємини менеджерів корпорації та її власників. О. Бандурін розкриває суть корпоративного управління, розглядаючи відмінність корпоративного

управління від некорпоративного [2].

По-перше, якщо в некорпоративному управлінні об'єднані функції власності і управління і в цей же час управління здійснюють самі власники, то при корпоративному управлінні, як правило, відбувається поділ прав власності і повноважень управління.

По-друге, звідси випливає те, що виникнення корпоративного управління привело до формування нового, самостійного суб'єкта господарських відносин – інституту найманих керівників.

По-третє, з цього виходить, що при корпоративному управлінні разом з функціями управління власники втрачають і зв'язок з бізнесом.

По-четверте, якщо в системі некорпоративного управління власники пов'язані між собою відносинами з питань управління (є товаришами), то в системі корпоративного управління відносини між власниками відсутні і замінені на відносини власників і корпорації.

Дані відмінності являють собою такі переваги для власників корпорації: самостійність корпорації як юридичної особи, обмежена відповідальність власників корпорації і централізоване управління корпорацією.

У рамках розглянутих понять і визначень необхідно визначити класифікацію корпоративної власності. Прийнята на теперішній час класифікація виділяє такі види власності:

- дочірні підприємства корпорації;
- пакети акцій, що знаходяться в корпоративній власності;
- корпоративне нерухоме майно;
- нематеріальні активи корпорації [67 с. 57].

Нами систематизовано усі види корпоративної власності за такими групами (рис. 1.2):

1. За видами корпоративної власності:
  - нерухома власність виробничого і невиробничого призначення;
  - рухома корпоративна власність – майно, що не належить до

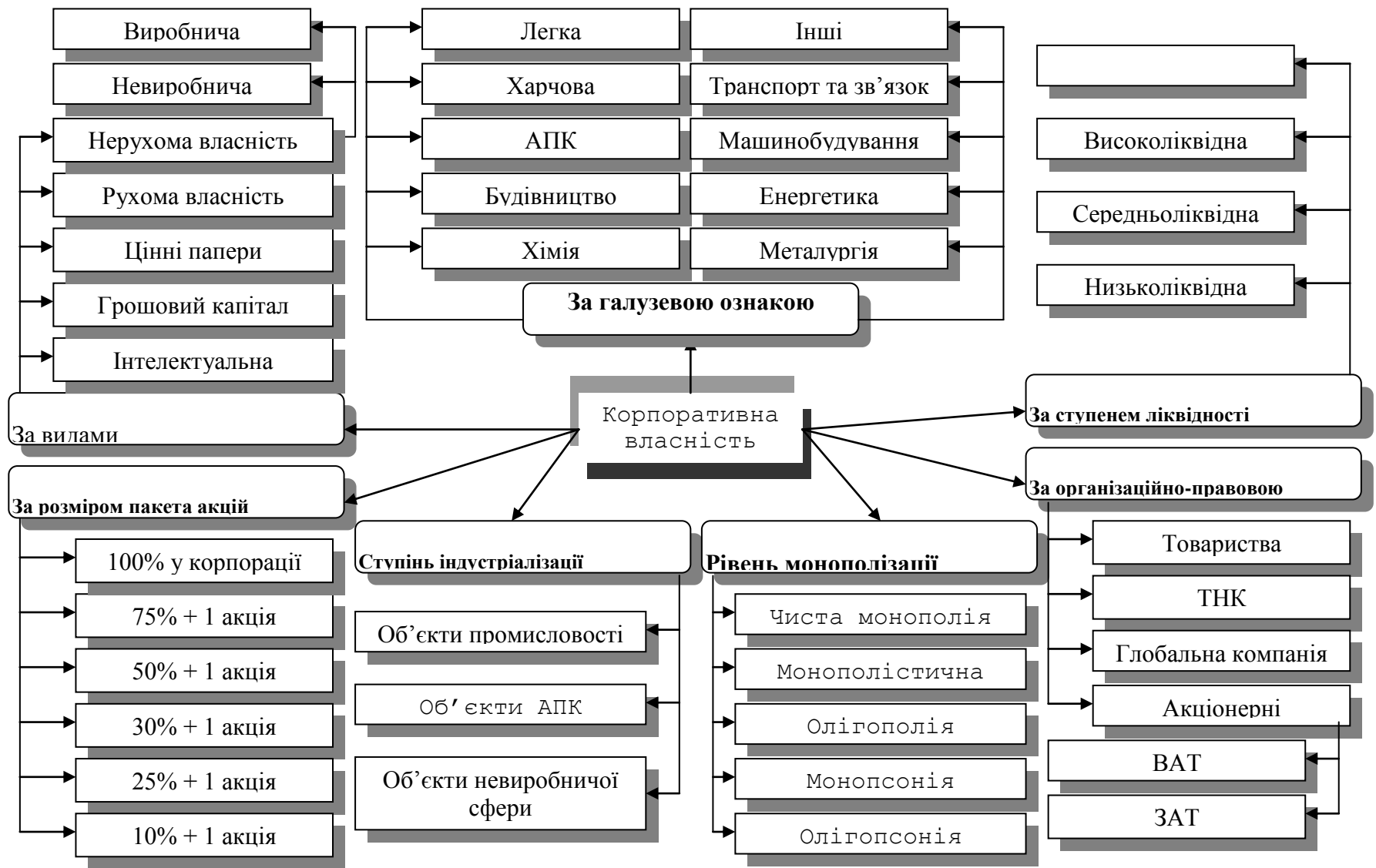


Рис. 1.2. Класифікація об'єктів корпоративної власності

нерухомого;

результати інтелектуальної діяльності, зокрема виключні права на них (інтелектуальна власність) і інформація;

– грошовий капітал;

– цінні папери.

2. За галузевою ознакою об'єкти КВ, включені до складу конкретної галузі економіки і специфічні галузеві особливості (легка промисловість, харчова, будівництво, хімія, транспорт та зв'язок, агропромисловий комплекс, машинобудування, енергетика, металургія тощо).

3. За ступенем ліквідності:

– низьколіквідне (неліквідні) об'єкти, наприклад, пакети акцій, в яких зростання індексу курсової вартості менше (істотно менше) або дорівнює індексу інфляції;

– стабільні, об'єкти КВ із середнім ризиком, наприклад, пакети акцій, в яких зростання індексу курсової вартості менше або дорівнює 1,5 індексу інфляції;

– високоліквідні об'єкти КВ, наприклад пакети акцій, в яких зростання індексу курсової вартості більше ніж 1,5 індексів інфляції;

– акції компаній – ліквідність яких на ринку є найвищою (blue chips).

4. За розміром частки (пакета акцій підприємства, що належить корпорації):

– 100% у корпорації – АТ або унітарні підприємства – повний контроль;

– 75% + 1 акція – у корпорації кваліфікована більшість акцій;

– 50% + 1 акція – у корпорації контрольний пакет акцій;

– 30% + 1 акція – у корпорації контрольний пакет акцій при мінімальному кворумі;

– 25% + 1 акція – у корпорації блокуючий пакет акцій;

– 10% + 1 акція – у корпорації інсайдерський пакет акцій

5. За ступенем індустріалізації:

- об'єкти промисловості;
- об'єкти АПК;
- об'єкти невиробничої сфери;

6. За ступенем монополізації ринку:

- чиста монополія;
- монополістична конкуренція;
- олігополія;
- монопсонія;
- олігопсонія.

7. За організаційно-правовою формою:

- товариства неакціонерного типу (товариство з обмеженою відповідальністю, з повною відповідальністю);
- акціонерні товариства (відкриті та закриті акціонерні товариства);
- транснаціональні компанії (ТНК) і транснаціональні банки (ТНБ);
- глобальні компанії.

Наведена класифікація, на нашу думку, дозволяє найбільш повно об'єднати всі існуючі види корпоративної власності як у світовому масштабі, так і у межах української системи господарювання. Класифікація відзначає той факт, що корпорації можуть мати власність у всіх можливих сферах національної та світової економіки, це, у свою чергу, свідчить про те, що однією з головних економічних ознак корпорації є саме масштаб діяльності.

### **Висновки до 1 розділу**

За результатами проведеного у першому розділі дослідження нами сформовано наступні висновки.

1. Корпоративна власність є, насамперед великою формою акціонерної власності, для якої характерні є три функції: 1) виступає засобом акумуляції капіталу; 2) є засобом залучення акціонерів до розширення власності й

контролю за діяльністю апарату управління; 3) виступає засобом створення господарської мотивації, коли акціонер і працівник поєднуються в одній особі.

2. Особливість корпоративної форми власності полягає у тому, що вона зберігає через володіння окремими особами акціями все те позитивне, що несе в собі приватна власність (підприємницький інтерес, ініціативу, свободу вибору та ін.). Водночас корпорація долає обмеженість, притаманну класичній формі приватної власності.

3. Корпоративна власність є найважливішою підсистемою відносин економічної власності між власниками акціонерних підприємств та вищими і середніми менеджерами, з одного боку, й дрібними акціонерами - з іншого з приводу зростання масштабів у сфері безпосереднього виробництва акціонерної власності та привласнення її результатів у сфері обміну та розподілу.

4. Нами проведено узагальнення та сформовано класифікацію корпоративних прав, яка дозволяє найбільш повно об'єднати всі існуючі види корпоративної власності як у світовому масштабі, так і у межах української системи господарювання.

## **Розділ 2. Дослідження управління корпоративною власністю**

### **2.1. Організаційне забезпечення корпоративного управління на ВАТ «Опілля»**

Тернопільська пивоварня утворилася на базі маленького приватного підприємства, побудованого в 1847р. До 1994р. пивоварня працювала як державне підприємство. 11 лютого 1994 року на загальних зборах Трудового колективу Тернопільського пивзаводу №1 було прийнято рішення про створення організації орендарів. Організацію орендарів "Тернопільський пивзавод № 1" Тернопільська міська рада зареєструвала розпорядженням № 192 від 09.03.1994 року. 27.04.1995 року трудовий колектив орендного підприємства "Тернопільський пивзавод №1" на загальних зборах прийняв рішення про приватизацію державного майна Тернопільського пивзаводу №1 через створення відкритого акціонерного товариства. Тернопільське відкрите акціонерне товариство "Опілля" засноване регіональним відділенням Фонду державного майна України по Тернопільській області і організацією орендарів орендного підприємства "Тернопільський пивзавод №1" шляхом перетворення у відкрите акціонерне товариство. Тернопільське відкрите акціонерне товариство "Опілля" зареєстроване 14 листопада 1995 року.

Організаційна структура типова для АТ. Найвищий орган - загальні збори акціонерів. Спостережна рада контролює діяльність правління в період між зборами. Ревізійна комісія контролює фінансово-господарську діяльність правління. Структура підприємства складається з наступних підрозділів: адміністрація, відділ збуту, відділ постачання, відділ виробництва. Філій, представництв та дочірніх підприємств товариство не створювало.

Статутний капітал ВАТ «Опілля» становить 3 734 912 (три мільйони сімсот тридцять чотири тисячі дев'ятсот дванадцять) гривень. Він поділений на 14 939 648 простих іменних акцій. Номінальна вартість акцій – 0,25 грн.



Структура корпоративної власності відображена в додатку А

Оплата вартості акцій товариства може здійснюватися грошовими коштами (в тому числі в іноземній валюті), цінними паперами, іншими речами або майновими чи іншими відчужуваними правами, що мають грошову оцінку, якщо інше не встановлено законом.

Товариство не може встановлювати обмеження або заборону на оплату акцій грошовими коштами.

Особи, які набули право власності на акції, набувають статусу акціонерів (учасників) товариства.

Акціонерами товариства є юридичні та фізичні особи.

Кожна проста акція надає акціонеру - її власнику однакову сукупність прав, включаючи право:

1) брати участь в управлінні товариством (через участь та голосування на загальних зборах особисто або через своїх представників);

2) одержувати інформацію про діяльність товариства. Встановлення обмеженого доступу до фінансової звітності товариства та його внутрішніх положень забороняється;

3) виходу із товариства шляхом відчуження належних йому акцій. Акціонер має право вільно розпоряджатися належними йому акціями товариства, зокрема, продавати чи іншим чином відчужувати їх на користь інших юридичних та фізичних осіб без попереднього інформування та отримання на це дозволу інших акціонерів або товариства;

4) брати участь у розподілі прибутку товариства та одержувати його частину (дивіденди);

5) на переважне придбання додатково випущених товариством акцій в кількості, пропорційній частці акціонера у статутному капіталі товариства на дату прийняття рішення про випуск акцій;

6) одержати, у разі ліквідації товариства, частку вартості майна товариства, пропорційну частці акціонера у статутному капіталі товариства;

7) обирати органи управління і бути обраним до них;

8) реалізовувати інші права, встановлені Статутом ВАТ «Опілля» та законом.

Акціонери зобов'язані:

1) дотримуватися Статуту та виконувати рішення органів управління товариством;

2) виконувати свої зобов'язання перед товариством, у тому числі і пов'язані з майновою участю, а також оплачувати акції у розмірі, порядку та засобами, передбаченими Статутом.

3) не розголошувати комерційну таємницю та конфіденційну інформацію про діяльність товариства;

4) виконувати інші обов'язки, встановлені Статутом та чинним законодавством України.

Порядок розподілу прибутку і покриття збитків товариства визначається рішенням загальних зборів відповідно до чинного законодавства України та Статуту.

За рахунок чистого прибутку, що залишається в розпорядженні товариства:

- виплачуються дивіденди;
- створюється та поповнюється резервний фонд (капітал);
- накопичується нерозподілений прибуток (покриваються збитки).

Напрями використання додаткових фінансових ресурсів товариства, отриманих за рахунок накопичення нерозподіленого прибутку, затверджуються загальними зборами акціонерів.

Резервний фонд (капітал) створюється у розмірі 25 відсотків статутного фонду. Розмір щорічних відрахувань до резервного фонду (капітал) становить не менше 5 відсотків суми чистого прибутку товариства.

Загальний обсяг та розмір дивідендів на одну акцію затверджуються загальними зборами за пропозицією наглядової ради. Загальні збори приймають рішення про форму та порядок виплати дивідендів відповідно до чинного законодавства України та статуту товариства. На кожну просту

акцію Товариства нараховується однаковий розмір дивідендів.

Дивіденди виплачуються один раз на рік за підсумками календарного року. Виплата дивідендів за акціями має здійснюватися тільки у грошовій формі. Дивіденди виплачуються протягом 6 місяців з дати прийняття загальними зборами рішення про виплату дивідендів, шляхом перерахування коштів на особовий рахунок акціонера або іншим чином за рішенням загальних зборів акціонерів. Невиплачені суми дивідендів депонуються на рахунок в банку і видаються по мірі звернення акціонерів, згідно чинного законодавства.

## **2.2. Оцінка організації корпоративного управління**

Корпоративне управління у вузькому розумінні визначили Шляйфер і Вішні як спосіб, у який ті, хто вкладає у фірми гроші, забезпечують собі окупність своїх інвестицій. У ширшому сенсі корпоративне управління також пов'язане зі способом, у який управляють приватними корпораціями, та принципами їх функціонування [4 с. 31].

На перший погляд, об'єднання корпоративного управління і державного сектора може здаватись суперечливим, або принаймні парадоксальним. Корпоративне управління передусім стосується корпорацій, головної форми організації бізнесу в приватному секторі, тоді як державний сектор – це сфера діяльності уряду. Але ці два явища мають деякі важливі спільні риси:

- існують надзвичайно важливі питання, пов'язані з регулюванням урядом корпоративного управління;
- те, як управляють державним сектором, має важливе значення як для поведінки корпоративного сектора, так і для того, як державний сектор регулює корпоративний і його поведінку;
- цікаво обговорити міру, якою державний сектор має функціонувати на

засадах приватного, тобто якою мірою принципи корпоративного управління мають бути основою управління в державному секторі?

Розглянемо спочатку перший тип відносин.

Управління корпораціями насамперед стосується юридичної корпорації, як головної форми організації приватної власності в бізнесі. Створення юридичної корпорації пов'язане із закладенням правових підвалин існування корпорації як юридичної особи, що означає надання корпорації прав власності, з одного боку, і відхід від обмеженої відповідальності – з іншого. Це передбачає існування системи прав власності й виконання її вимог, тобто забезпечення прав власності та наявність інших юридичних вимог до приватної господарчої діяльності, таких як контрактне право і закон про банкрутство, які також виконуються прозоро й чітко.

Окрім цих загальних юридичних підвалин господарчої діяльності, корпоративне управління у вузькому сенсі можна визначити як “організації та правила, які впливають на очікування щодо контролю за ресурсами фірм” (Світовий банк, 2002, 55). Це надзвичайно важлива вимога до функціонально ефективної ринкової системи. Бо саме це дає змогу підприємцям отримувати гроші від інвесторів і в такий спосіб забезпечує нову господарчу діяльність, що додає вартості. Це головна умова зростання фірм, а отже, й зростання всієї економіки. Сюди належать механізми корпоративного управління, такі як рада директорів, збори акціонерів, правила публічних торгів акціями, вимоги щодо розголошення інформації тощо. Все це можна назвати “інститутами підтримки ринку”, котрі спрямовані на забезпечення ефективнішої роботи ринків і без яких багато ринків взагалі не можуть функціонувати. Усе це має забезпечувати, виконувати й контролювати уряд. Це не означає, що ринки не можуть існувати без урядового втручання, але ці ринки будуть серйозно обмежені, якщо не буде правового підходу до управління і верховенства права. Зокрема, правове управління великою мірою посилює відповідальність підприємців перед інвесторами [15 с. 111-117].

Крім того, є також певні дії уряду, пов'язані з обмеженнями на ринкову діяльність, які не менш важливі для належного функціонування ринкової системи в інтересах суспільства. Важливо розуміти, що уряд повинен запровадити належну інституційну структуру для результативного функціонування ринків, але він же має запровадити й таку інституційну структуру, яка забезпечить ефективне і належне їх функціонування. З суспільного погляду, ринки можуть бути дуже неефективними і/або діяти всупереч суспільному інтересові. В такому разі уряд має відповідним чином регулювати ринок, наближуючи його до інтересів суспільства. Уряд тоді не посилює ринки, а доповнює їх або навіть заміщає. Отже, конкурентне право можна вважати додатковою до ринків інституцією, а пряме регулювання адміністративним органом постачання води й електроенергії – інституцією, що заміщає ринок.

Деякі інститути корпоративного управління, зокрема, регулятивні, створені для поліпшення потоку інформації, інші – для розв'язання суперечок у дешевший спосіб, деякі – для підтримки конкуренції, а ще інші – для захисту інтересів інвесторів, особливо дрібних акціонерів, та суспільства. Є достатньо свідчень про те, що ці запобіжники є важливими для розвитку та функціонування фондових ринків, а отже, для здатності мобілізувати капітал у ринковому суспільстві для сприяння інвестиціям і зростанню. Як демонструють деякі відомі випадки зловживань у корпораціях, наприклад, “Енрон”, навіть за умов правового захисту розвинутої ринкової економіки США менеджмент і акціонери, які володіють контрольним пакетом акцій, можуть експропріювати прибутки дрібних акціонерів і в такому випадку фондовий ринок перестає функціонувати як механізм збільшення капіталу.

Важливо знати, що хоча конкуренція є потужною силою стримування корпорацій, сама по собі вона не є ефективним, або принаймні адекватним, інструментом захисту акціонерів від менеджменту та/або власників контрольного пакета. Важливо також зрозуміти, що аргумент про те, що конкуренції достатньо для контролювання ситуації, найчастіше наводять

менеджери або власники контрольного пакета, які бояться обмеження своїх повноважень [51 с. 24].

Варто також наголосити на важливості правил, за якими уряд нав'язує свої рішення приватному корпоративному секторові. Іншими словами, управління в державному секторі впливає на корпоративне. Якщо держава втручається у волюнтаристський спосіб, ринок страждає від спричиненої цим невпевненості. Отож важливо не тільки те, щоб уряд визначав правила ринкової поведінки та забезпечував їх виконання, а й щоб він і для себе виробляв подібні правила й ретельно їх виконував (Світовий банк, 2000, 73). Отже, управління в державному секторі стає важливим елементом корпоративного управління.

Належне управління передбачає створення, захист і виконання прав власності, без яких масштаб ринкових операцій дуже обмежений; забезпечення регулятивного режиму, який спільно з ринком забезпечує конкуренцію. Воно передбачає також розумну макроекономічну політику, яка створює стабільне середовище для ринкової активності. Належне управління також передбачає, що не буде корупції, яка може спотворити цілі політики і підірвати законність державних установ, які підтримують ринок.

При розвитку сучасної держави спостерігається напруження між забезпеченням представників держави достатніми повноваженнями для належного управління та обмеженням можливостей зловживати цими повноваженнями в інтересах привілейованої купки”.

Щодо управління в державному секторі, варто зазначити, що зміст має не менше значення (а дехто вважає, що більше), ніж деякі процеси. Це важливо, бо занадто часто управління розглядається тільки як процес. Здорова економічна політика залишається переважальною статистичною детермінантою зростання перехідної економіки.

Важливість цього неможливо перебільшити. Добре втілювана погана політика нічим не ліпша за добру політику, яку погано втілюють. Для максимального позитивного впливу на зростання й розвиток та максимізації

вигоди від приватних ринків необхідна добре втілювана здорова політика [37].

Останнє питання стосовно зв'язку між корпоративним управлінням і державним сектором дещо відмінне від попередніх, тому що воно стосується не того, як державний сектор впливає на корпоративне управління, а принципів, на яких ґрунтується управління державним сектором.

Важливо згадати, що корпоративний сектор діє на основі власного інтересу. Корпорації прагнуть максимізувати прибутки і звести до мінімуму видатки. Вони повинні це робити, не порушуючи правил поведінки, нав'язаних їм урядом та ринком, які не дозволяють їм практикувати обмеження торгівлі чи зберігати небезпечні умови праці, займатись хижацьким ціноутворенням або брехливою рекламою, тощо. Вони мають щорічно оприлюднювати звіти перед акціонерами та проводити щорічні збори акціонерів. Але в межах цих обмежень егоїстичний інтерес є рушійним мотивом ринкової поведінки. Тоді перед урядом постає питання, чи він також має керуватись егоїстичними інтересами, і навіть якщо відповідь буде “так”, чи може егоїстичний інтерес уряду бути визначеним у термінах максимізації прибутку, як це спостерігається в корпоративному секторі [43].

Варто сказати, що багато спостерігачів зазначають, що брак мотивації прибутку або критерію максимізації прибутку при ухваленні рішень щодо дій є головною проблемою державного сектора й однією з причин притаманної урядам неефективності. Менеджери в державному секторі, на відміну від приватного, не зривають плодів ефективності у вигляді підвищеного прибутку (коли менеджери в приватному секторі є власниками підприємств) або вищих доходів (наприклад, стимули до ефективнішої діяльності, поширені в приватному секторі). Отже, менеджерам державного сектора бракує стимулів для ефективної діяльності. З цим аргументом пов'язане те, що роль уряду в економіці має бути зменшена, за можливості, в інтересах підвищення ефективності. Але для наших цілей важливішим спостереженням є презумпція того, що державний сектор має прагнути ефективності, а

неспроможність її забезпечити і є головним аргументом на користь приватизації.

Одна з проблем щодо ефективності є пріоритетною, або принаймні має такою бути. Якщо ефективність не є метою уряду, то оцінювання діяльності уряду за показниками ефективності не тільки недоцільне, а й призведе до ігнорування реальних урядових цілей. Це особливо важливо в світлі питання розподілу або справедливості в суспільстві та того, що сприйняття ефективності як головного питання відштовхує міркування про справедливість на друге місце або взагалі знімає їх з порядку денного.

Якщо йдеться про власність уряду стосовно виробничих підприємств, тобто якщо ми говоримо про державні підприємства, тоді можна зауважити, що ефективність вочевидь має бути головним критерієм судження про діяльність й ухвалення рішення про те, чи залишати ці підприємства в державній власності, чи приватизувати їх. Цей аргумент важливий для країн з перехідною економікою, в яких на початку перехідного періоду уряд володів усім. Але настане час, навіть для країн з перехідною економікою, коли державні підприємства втратять прибутковість і аргументи на користь їх збереження стосуватимуться справедливості, збереження громад, соціальних зобов'язань тощо. Іншими словами, їх утримуватимуть у державній власності не через ефективність, а отже, судження про них на підставі критерію ефективності буде неправильним, або принаймні оманливим [27 с. 319].

Проте якщо абстрагуватись від питань приватизації та державних підприємств, як щодо звичайної діяльності уряду? Чи треба державним сектором взагалі управляти так, як приватним?

Відповідь на це питання є неоднозначною, тому що, якщо говорити про те, що всі дії уряду треба оцінювати через критерій ефективності, відповідь буде "ні". Уряд має набагато більше інших цілей і завдань, ніж максимізація ефективності ресурсів. Ефективність ресурсів може бути однією з цілей уряду, проте це не єдина мета і не обов'язково головна. Питання індивідуальної справедливості можуть бути не менш важливими, ніж цілі



регіональної справедливості або міркування соціальної політики, безпеки тощо. Якщо судити про дії уряду лише на підставі ефективності та заявляти, що ефективність має диктувати урядові, що робити, а що ні, це означатиме відкидання всіх інших законних урядових цілей.

З іншого боку, якщо управління державним сектором у такий спосіб, як це робиться в приватному, означає, що уряд мусить прагнути робити все якнайефективніше, тоді відповідь на питання про управління державним сектором так само, як і приватним, буде “так”. Немає жодних підстав для того, щоб уряд, роблячи щось, витрачав більше, ніж приватний сектор на таку ж діяльність. Але в більшості країн світу буває саме так. Ось чому передання урядових послуг за контрактом приватному секторові підтримують багато спостерігачів і вважають способом економії коштів і скорочення урядових витрат. Ось чому варто зважити на використання критерію оцінки адміністративної діяльності державних управлінців так само, як це робиться в приватному секторі.

Коли економісти говорять про ефективність, вони фактично розглядають два різних її типи. Перший, так звана ефективність розподілу, стосується загального розподілу суспільних ресурсів на конкурентні цілі. Іншими словами, ефективність розподілу означає, що ми вироблятимемо: автомобілі, школи, автостради, аеропорти, сорочки чи пиво. Ефективність розподілу спрямована на виробництво комбінації усіх можливих товарів і послуг у такий спосіб, щоб їх розмаїття та кількість, після того як будуть вичерпані всі можливості торгівлі, були такими, що максимізують добробут суспільства. Деякі товари ринки не можуть виробляти, а інші – не можуть виробляти ефективно. У таких випадках так званої “неспроможності ринку” уряд має перебрати на себе виробництво необхідної кількості таких товарів чи послуг для максимізації суспільного добробуту. Якщо ринки певною мірою не досконалі, наприклад, якщо вони монополістичні або олігополістичні (чи є монопсоністичними або олігопсоністичними), тоді уряд має виправити недоліки ринку й забезпечити належну ефективність. Але в

цілому ефективність розподілу є тим, що ринки можуть забезпечити краще, ніж уряди. Ринки це роблять через використання цін на усі вхідні ресурси і продукцію, коли ціни визначають всі економічні агенти, котрі діють у власних егоїстичних інтересах збільшення прибутку. Перехід від цього до максимізації добробуту суспільства вимагає припущення про те, що встановлені ринком ціни відбивають відносну суспільну цінність. Якщо це не так, наприклад, якщо суспільство має набір цінностей, який робить міркування неефективності деколи пріоритетнішими, ніж міркування ефективності, тоді ринки, навіть у разі ринкової неспроможності та недосконалості, можуть не забезпечити суспільству досягнення його максимального добробуту, і тут уряд має відіграти свою роль. Але при цьому ринкова система, скоригована, за необхідності, урядовими інтервенціями, загалом ліпше забезпечує ефективність розподілу, ніж уряд, що діє сам по собі [37].

Другий тип ефективності – це те, що ми називаємо технічною ефективністю. Це виробництво певної кількості товарів або послуг за найнижчою ціною й забезпечення найбільшого можливого прибутку. Це те, що роблять приватні корпорації. І це та ефективність, досягнення якої урядові варто прагнути. Це не означає, що ця ефективність є найпріоритетнішою серед інших завдань уряду. Це просто означає, що все, що робить уряд, треба робити з якнайменшим витрачанням ресурсів.

Не вдаючись до численних деталей, варто прокоментувати, як усі ці питання вписуються в український контекст.

По-перше, в Україні все ще немає комплексної правової структури корпоративного управління, що потужно впливає на гальмування розвитку ринків цінних паперів в Україні та диверсифікації корпоративної власності. Водночас приватизація, що вже відбулась, на думку Пивоварського, найкраще спрацьовує в сенсі управління тоді, коли призводить до концентрації, а не до розпорошення власності. У цих двох аргументах немає суперечності, бо коли немає комплексної правової структури корпоративного

управління, це робить концентрацію власності ефективнішою, оскільки це єдиний, або принаймні найліпший, спосіб, у який власники можуть гарантувати управління фірмами в їхніх інтересах.

По-друге, в Україні є потреба в широкомасштабній корпоративній перебудові, яку уряд має здійснити. Частково це пов'язано з продовженням (або тим, що немає) приватизації, а частково – зі способом, у який нині її здійснюють. Частково це тому, що уряд ще й досі не вважає корпоративну перебудову необхідною.

По-третє, прямі іноземні інвестиції в Україні за період незалежності є дуже малими. Принаймні частково це спричинено невпевненістю міжнародної інвестиційної громади у верховенстві права в Україні та поширеною думкою про те, що закони або невідповідні, або застосовуються волюнтаристські підходи до бізнесу в Україні [48 с. 61].

По-четверте, певний прогрес, досягнутий у деяких із цих сфер, частково зумовлений бажанням просуватись до членства в ЄС, але попереду ще дуже багато роботи.

Корпоративна діяльність в умовах глобалізації інформаційної економіки набуває нових форм, які зумовлюють виникнення додаткових інструментів не тільки макроекономічного впливу, але й внутрішнього корпоративного управління. Глобальні тенденції інтернаціоналізації капіталопотоків та виробництва, лібералізації зовнішньої торгівлі, а також концентрації капіталів поставили корпоративну діяльність у епіцентр світового економічного розвитку. Відповідно до цього концепція корпоративного управління як сучасної цілісної системи взаємовідносин між акціонерами (власниками) корпорацій, їхніми менеджерами (виконавчими органами), кредиторами, найманими працівниками, державою та суспільством у цілому виникла і набула повсюдного розвитку.

Проблемним питанням корпоративного управління присвячені праці багатьох вчених-економістів. Слід звернути увагу на те, що єдиного підходу щодо визначення корпоративного управління в сучасних реаліях

інформаційної економіки немає. Існують різні думки щодо проблематики корпоративізму як такої, поняття корпорацій, сутності корпоративного управління тощо.

У зв'язку з цим виникає необхідність не тільки розглянути такі важливі поняття, як корпоративізм та корпорація, але також і визначити зміст сучасних підходів до корпоративного управління, систематизувати погляди різних спеціалістів з цього питання.

Передусім зазначимо, що корпоративізм – це співволодіння власністю товариства або партнерські, договірні відносини при задоволенні особистих і суспільних інтересів. У цьому зв'язку, як зазначає О. Сохацька, корпоративізм є компромісним господарюванням з метою забезпечення балансу інтересів[51 с. 24].

З огляду на викладене вище виникає необхідність уточнення самого поняття корпорації. Як правило, воно трактується як сукупність осіб, що об'єдналися для досягнення загальної мети. Визначення поняття корпорації наводить Д. Розенберг: «Корпорація – це організація, що поставила перед собою визначені цілі, діє для суспільного блага, має певні права, є юридичною особою, діє на постійній основі та несе відповідальність» [37]. Юридично-організаційні аспекти життєдіяльності корпоративних структур поглиблено вивчали С. Мочерний, О. Устенко, С. Чоботар, які визначали поняття корпорації як найдосконалішу форму організації підприємств, що існує переважно у вигляді відкритого акціонерного товариства, засновники якого формують акціонерний капітал шляхом об'єднання власних ресурсів через механізм випуску і продажу цінних паперів (передусім акцій), а співвласники несуть обмежену відповідальність [39 с. 108].

Особливий аспект аналізу корпоративної діяльності пов'язаний з управлінськими технологіями, згідно з якими, власне, і здійснюється керівництво діяльністю цих структур. Так, можна погодитися з Б. Чубом, який визначає поняття корпорації як акціонерного товариства чи товариства з обмеженою відповідальністю або товариства з додатковою відповідальністю,

управління якою здійснюється через складну централізовану систему органів і учасники якої стосовно неї здійснюють інвестиційну діяльність з метою отримання дивідендів, і така участь породжує в них сукупність корпоративних прав [4 с. 184].

На практиці корпорації організуються у формі акціонерного товариства, яке характеризується чотирма характеристиками: корпоративною формою бізнесу, самостійністю корпорації як юридичної особи, обмеженою відповідальністю кожного акціонера, можливістю передачі акцій іншим особам, централізованим управлінням корпорацією.

У сучасних умовах інформаційної економіки особливо актуальною є проблема вироблення системи взаємостосунків між управлінцями компанії та її власниками.

Виходячи із зазначеного, доцільно розглянути найбільш поширені точки зору щодо сутності поняття «корпоративне управління». Так, поняття «корпоративного управління», у найбільш загальному значенні, як зазначає В. Гриньова, походить від англійського «corporate governance», що в буквальному перекладі означає «корпоративне правління» або «корпоративний уряд». Відповідно до цього термін «корпоративне управління» досить часто розглядається саме як процес організації діяльності вищих керівних органів корпорації [15 с. 39].

Існують специфічні підходи, які тяжіють до юридично-правової оцінки діяльності корпорацій та організації корпоративного управління. Наприклад, на думку К. Маєра, корпоративне управління є саме організаційною угодою, за якою певна компанія репрезентує та обслуговує інтереси власних інвесторів. Така угода може охоплювати різні аспекти діяльності корпорації – організацію роботи вищих керівних органів, систему мотивації персоналу, процедуру банкрутства тощо. До того ж необхідність такої угоди впливає, з точки зору К. Маєра, в основному з розмежування права власності від процесу управління сучасним акціонерним товариством [34 с. 25]. Автор погоджується з цією думкою у частині того, що основна функція

корпоративного управління повинна забезпечувати діяльність компанії в інтересах колективних акціонерів, які здійснюють її фінансування. Водночас зазначимо, що певним спрощенням було б зводити зміст корпоративної діяльності лише до її юридичних, навіть інституційних аспектів. Таке зауваження можна віднести і до позиції фахівців Міжнародної фінансової корпорації, які визначають корпоративне управління як систему виборних та призначених органів акціонерного товариства, яка управляє ним, відбиває баланс інтересів його власників і спрямована на отримання максимально можливого прибутку від усіх видів діяльності товариства в межах чинного законодавства [37]. Разом з тим, цей підхід також відрізняється певною механістичністю, у ньому бракує посилянь на ті реальні цілі та пріоритети господарської діяльності, дотримання яких, власне і відрізняє структури корпоративного типу від будь-яких інших. Адже корпоративне управління слід розглядати не як просту сукупність юридичних, організаційних норм і правил, у рамках яких функціонує певна корпорація, але як систему економічних, навіть соціально-економічних відносин, на базі яких будуються стосунки як між усіма учасниками конкретної структури, так і між такими учасниками і зовнішніми агентами, суб'єктами інституційного регулювання.

Ряд авторів трактують проблематику корпоративного управління з позицій організаційно-управлінської бази функціонування корпорацій. Так, Є. Коротков визначає корпоративне управління як «управління, побудоване на пріоритетах інтересів акціонерів та їхній ролі у розвитку корпорації, управління, що враховує реалізацію прав власності, передбачає взаємодію акціонерів, побудоване на стратегії розвитку корпорації в цілому, нарешті, це управління, яке породжує корпоративну культуру, тобто має комплекс загальних традицій, установок, принципів поведінки» [25]. Більш «прагматичний» аспект діяльності корпорацій визначає Д. Уорті, відповідно до якого корпоративне управління є сумою зобов'язань, найбільш принциповими серед яких є виділення проблем корпоративного управління, питань законності корпоративної влади, корпоративної підзвітності,

з'ясування того, перед ким і за що корпорація має відповідальність, хто і за якими нормами повинен нею управляти [27]. До такої ж думки, фактично схиляється В. Євтушевський, який розглядає корпоративне управління як «процеси регулювання власником руху його корпоративних прав з метою отримання прибутку, управління корпоративним підприємством, відшкодування витрат через отримання частки майна при його ліквідації» [22, с. 117].

З іншого боку, заслуговує на увагу визначення Світового банку [31], за яким корпоративне управління розглядається водночас і як таке, що поєднує, крім практики господарювання в приватному секторі, й норми законодавства, нормативні акти, які створює держава в особі своїх компетентних інститутів. Такий механізм дозволяє корпораціям залучати фінансові та кадрові ресурси, ефективно здійснювати господарську діяльність «під опікою» інститутів офіційної влади, користуючись результатами соціальної політики держави (у сфері освіти, охорони здоров'я, науки та ін.). За допомогою внутрішнього управління корпорації продовжують власне функціонування, накопичуючи довгострокову економічну вартість шляхом підвищення вартості акцій та дотримуючись при цьому інтересів акціонерів і суспільства загалом [34, с. 24].

Важливим аспектом аналізу проблематики корпоративного управління є виявлення внутрішньої логіки побудови взаємин між елементами, підрозділами корпоративної структури, уточнення повноважень і управлінських функцій відповідних суб'єктів. Найбільш повно сутність корпоративного управління визначено у спеціальному документі, який схвалено Організацією економічного співробітництва та розвитку (вона об'єднує 30 країн з розвинутою ринковою економікою) [36].

Проаналізувавши детально низку наведених визначень та підходів, можна зробити висновок, що наявні думки та трактування поняття «корпоративне управління» досить широко охоплює всю сферу розглядуваного явища. Водночас ігноруються властиві для нього внутрішні

методи регулювання корпоративних відносин, а також відповідні ним способи та шляхи розв'язання корпоративних конфліктів в акціонерному товаристві. У цьому зв'язку в економічній літературі інколи виділяють інше поняття – корпоративний менеджмент, який, як вважається, більшою мірою, ніж корпоративне управління, зосереджений на механізмах ведення бізнесу. Навіть існує думка про те, що якщо під терміном «корпоративний менеджмент» розуміється діяльність професійних фахівців під час проведення ділових операцій, то поняття корпоративне управління є набагато ширшим і означає взаємодію безлічі осіб і організацій, що мають відношення до різних аспектів функціонування фірми. До того ж «корпоративне управління знаходиться на більш високому рівні керівництва компанією, ніж менеджмент», а у конкретному управлінському аспекті «перетин функцій корпоративного управління і менеджменту має місце тільки при розробці стратегії розвитку компанії» [37].

Таким чином, узагальнюючи погляди багатьох спеціалістів, які розглядають проблематику корпоративного управління, зокрема в контексті інформаційної економіки, можна зробити такі висновки. Сутність корпоративного управління полягає в тому, що воно є, з одного боку, цілеспрямованою діяльністю системи виборних та призначених органів, через яку спрямовуються і контролюються товариства, а з іншого, – системою правил та поведінки між зацікавленими особами з метою максимізації прибутку, зростання капіталізації товариства та підвищення його конкурентоспроможності. При цьому функція держави полягає у належному контролі за відповідними процесами корпоративної діяльності з точки зору дотримання комерційними структурами норм соціальної відповідальності перед суспільством.

У гносеологічному значенні, наукові праці, які присвячуються корпоративному управлінню, можна поділити на такі три групи.

Перша група передбачає розгляд механізму корпоративного управління через інструментарій агентських затрат. Центральне місце у цьому спектрі



теорій посідає агентська теорія (agency theory), яка апелює до логіки англо-американської системи корпоративного управління та презюмує, що взаємини власників та менеджерів корпорацій базуються на тому факті, що інвестори передають функції контролю менеджерам і сплачують їм кошти як своїм агентам.

Друга група наукових розробок стосується проблем адміністративної компетенції приймати певні управлінські рішення та включає дві теоретичні моделі управління корпораціями (зазначимо, що на практиці таких моделей не існує, вони завжди представлені у тому чи іншому синтезі). Першою з них є так звана авторитарна модель, яка передбачає наявність влади менеджерів у повному обсязі, а другою – модель відповідальності, яка передбачає значно більшу відповідальність і підконтрольність директорів, зокрема і можливість ретельного контролю збоку власників відповідних комерційних структур за їхніми рішеннями. При цьому в останньому випадку йдеться про обов'язкову підконтрольність керівництва компанії (корпорації) всім зацікавленим сторонам, тобто інвесторам, відповідно до статутно визначеної та закріпленої згідно з фінансово-інвестиційними внесками конкретної моделі корпоративних відносин (у сучасній економічній науці це отримало назву теорії співучасників (stakeholders theory)) [36].

Третя група наукових підходів до проблематики корпоративного управління пов'язана із теоріями інституціоналізму та виявленням місця корпоративного управління та відповідних інституційно-регулятивних заходів у загальній системі державного управління. Фактично йдеться про виявлення та узагальнення універсальних положень систем корпоративного управління при проведенні міждержавного порівняння, на чому, власне, і базується теорія порівняльного інституціонального аналізу.

Кожна країна має свою власну модель корпоративного управління, характерні риси якої обумовлені особливостями національного менеджменту. Моделі відрізняються за складом учасників, згідно з законодавчою базою, що регулює їхні взаємовідносини, а також такими нюансами, як вимоги до

розкриття інформації тощо.

Разом з тим існує багато спільних рис корпоративного управління, що дозволяє фахівцям у галузі акціонерно-корпоративних світових процесів виокремити три основні моделі корпоративного управління:

- англо-американська модель, у якій важливу роль відіграють незалежні та саморегулятивні організації, а відносини акціонерів між собою та з корпорацією чітко визначені на рівні законодавства на локальних корпоративних актів. В американських корпораціях немає домінантних інвесторів, акції широко розміщені;

- континентальна, і передусім німецька, а також французька модель, заснована на банківській системі (банки виступають кредиторами, голосуючими агентами, депозитаріями), акціонерах та працівниках;

- японська модель, що ґрунтується на тісному зв'язку з ключовим банком та фінансово-промисловою мережею (кейрецу).

До основних ознак кожної моделі корпоративного управління відносять: ступінь концентрації акціонерного капіталу, механізми корпоративного контролю, вимоги до розкриття інформації для корпорацій тощо.

Окремі, і навіть принципові компоненти цих моделей, можуть радикально відрізнятись. Зокрема можна казати про відмінності за складом ключових учасників корпоративних відносин, про відмінності у складі та повноваженнях органів управління, про специфічні механізми взаємодії учасників акціонерного товариства та заінтересованих сторін.

Водночас самі наведені моделі не слід абсолютизувати. Адже властиві їм риси не є взаємовиключними, а конкретні компоненти, які властиві означеним моделям, взаємно «проникають» у різних країнах світу. І це може свідчити не тільки про відсутність «чистих» інституційних «національно забарвлених» підходів, але й про відсутність явних переваг або недоліків однієї з моделей. При цьому слід враховувати, що формування наведених моделей, які є комбінацією ділової практики, правового забезпечення і норм

корпоративної етики і культури, відбувалося у подібних умовах, протягом усього періоду індустріалізму, а їх розвиток не припиняється і на початку XXI ст., в умовах інформаційної цивілізації.

В Англії, США, Канаді, Австралії повністю домінує англо-американська модель, яка базується на принципі жорсткого розмежування власності і управління, розвиненому інституті прав власності. Ця модель, перш за все передбачає домінування аутсайдерів, тобто незалежних та індивідуальних інвесторів, не пов'язаних з іншими діловими стосунками. Передусім відзначимо, що в англо-американському трактуванні власник є єдиним власником прав на компанію. Учасники корпоративних відносин у цих країнах зведені до «вузького кола» – власників, менеджерів і ради директорів, а втручання держави в справи компаній має бути виключно обмеженим. Сказане пов'язане із традиційним трактуванням прав і свобод у англо-саксонській правовій системі, основою якої є прецедент, за використання якого створюється вельми широкий простір для суддівського розсуду [37].

Історично склалося, що англійські та американські компанії залучають інвестиційний капітал на фондовому ринку. Більше того, після кризи 30 років у законодавстві цих країн існує ряд норм, по-перше, що прямо забороняють комерційним банкам займатися інвестиційною діяльністю, а по-друге, обмежують можливість фінансових інститутів володіти великими пакетами акцій компаній. У таких умовах фінансові інститути перетворюються на «портфельних інвесторів», що не володіють достатніми можливостями для втручання в поточний стан справ у компанії. Такі інвестори голосують тим, що продають пакет при щонайменших підозрах на можливі майбутні проблеми. «Розпорошений інвестор», що не володіє можливістю контролювати справи в компанії, у край чутливий до доступності інформації, до всяких зовнішніх проявів неблагополуччя, він вкляде гроші в акції тільки тій компанії, яка доведе свою дружню прихильність до нього [67].

З огляду на викладене для компаній вкрай важливими є зовнішні

атрибути хорошого корпоративного управління – відкритість інформації, рада директорів, що відстоює інтереси акціонерів і має переважно незалежний склад. Є одне «але» – важливу роль в існуванні англо-американської моделі відіграє інститут прецедентного права. Більше того, прецедентне право є необхідною умовою для її існування. Воно дозволяє суспільству сформувати розуміння обов'язків менеджменту стосовно акціонерів-власників. Суспільство, накопичуючи історію прецедентів, формує, таким чином, «повний контракт».

Країни, в яких діє англо-американська система, є найбільш активними гравцями на міжнародних ринках капіталу і прагнуть експортувати свою модель як найбільш для них доступну і зрозумілу усюди, куди направляють інвестиції.

Континентальна європейська модель, навпаки, обмежує в правах власників компанії, ставлячи суспільні і державні інтереси вище за інтереси власників, залучає до корпоративних відносин різні групи стейкхолдерів, наприклад банки, кредитори, трудові колективи, профспілки і громадські організації. Не володіючи гнучкістю прецедентної системи, європейська модель проте вельми ефективно здійснює контроль над компаніями за допомогою строгої фінансової звітності перед кредитними інститутами, державного втручання, а також залучення різних груп стейкхолдерів у структуру управління компаніями [14].

У континентальній Європі не відбулося розділення інвестиційних і комерційних банків, крім того, безпосередньо самі банки не обмежені в праві збирати контрольні пакети акцій компаній, ставати практично повноправними її власниками. Традиційним головним джерелом інвестиційного капіталу для європейської компанії є банк. Це не означає, що фондовий ринок повністю втрачає роль джерела інвестиційних грошей, проте його обіг істотно нижчий, ніж в англо-американській системі [37].

Японська модель, що сформувалася під впливом перших двох і що враховує національний колорит, передбачає взаємне проникнення капіталу і

орієнтацію компаній перш за все на загальні корпоративні і державні інтереси. При цьому менеджери компаній повністю їх контролюють, будучи практично єдиними учасниками однопалатної ради директорів. Японська модель, передусім, передбачає соціальну організованість на рівні корпорації та ділову організованість на рівні індустріальної групи. Для японської моделі характерна активна роль держави, яка бере участь у стратегічному плануванні [1].

Європейській і американській моделі корпоративного управління властиві різні варіанти організації ради директорів. Для першої характерна наявність у складі наглядової ради (ради директорів) тільки зовнішніх осіб, що не є менеджерами компанії. Це представники зацікавлених груп (кредиторів, партнерів, персоналу) і великих акціонерів [37].

Американська рада директорів включає, як правило, представників менеджменту компанії і незалежних директорів, що представляють інтереси акціонерів. Акціонерам, навіть порівняно великим інституційним (пенсійні, страхові фонди), не рекомендувалося самим висувати кандидатів. Відповідно до рекомендацій їх повинна висувати рада директорів. Проте, коли компанія лише виходить на фондовий ринок, кандидатів у раду директорів на практиці висуває головний керівник. У подальшому, як показує практика, цей заведений на початку механізм продовжує працювати [1].

Рекомендації, що таких кандидатів можуть (або навіть винні) висувати інституційні інвестори, означають відмову від початкового принципу – висунення незалежних директорів не повинне бути справою якоїсь однієї групи акціонерів, оскільки це може привести до «особливих відносин» між цією групою і висунутими нею кандидатами. У такому разі виникає реальна небезпека того, що залежність директора від головного керівника буде замінена на залежність від найбільшого інституційного інвестора (або декількох інвесторів).

Перевагою англо-американської системи є мобільність інвестицій та швидкий відтік капіталу з неефективних галузей в ефективні. Недоліком цієї

системи є націленість корпорацій на доходність акцій, інколи на шкоду стратегічному розвитку. В цілому американська модель ефективна в період інноваційного розвитку економіки [1].

Економічний ефект континентальної моделі має більше переваг: акціонери націлені на реалізацію довгострокової стратегії, прагнуть досягнути високої стійкості та стабільності ділових зв'язків. Але у цієї моделі є ряд недоліків, зокрема, відносно низька гнучкість, неможливість прийняти швидко рішення про ліквідацію або продажу неефективного бізнесу, про скорочення штатів тощо.

Переваги егалітарної моделі передусім полягають у системній єдності соціального регулювання та цілей становлення інформаційної економіки. Відзначимо, що у цьому значенні більш точним є термін «економіка знань», оскільки йдеться про формування корпусу кадрів-носіїв інформації, що постає наслідком активної державної політики у сфері освіти (наприклад, застосування механізмів державного фінансування навчальних закладів, що є типовим для країн, які вдаються до застосування елітарних моделей або окремих регулятивних підходів).

За останні роки світова практика корпоративного управління зазнала ряд змін. На сучасному етапі розвитку економіки криза корпорацій і корпоративного глобалізму поглиблюється, оскільки вона відображає конфлікт інтересів корпорацій та суспільства, корпорацій та націй-держав. Особливо варто виділити нові глобальні небезпеки, що постали в останні роки. Серед них провідне місце належить тотальному корпоративному глобалізму транснаціональних корпорацій, що виник унаслідок повороту в розвитку об'єктивних і в цілому прогресивних процесів глобальної та регіональної інтеграції [14, с. 416]. Наразі глобальний тоталітаризм став для всього світового співтовариства реальною загрозою безпечному і сталому розвитку. Тотальний фінансовий диктат, на думку Дж. Сороса, має руйнівні наслідки, а саме: глобальні фінансові спекуляції та віртуалізацію світової економіки; обвальні фінансові кризи; дестабілізацію і розвалення світової

фінансової системи; монополізацію інвестиційних ресурсів розвитку, стратегічних ринків; знесилювання національних економік менш розвинутих країн, підрив їхньої економічної безпеки; цінову диктатуру; силове звуження зони розвитку межами «глобальної корпоративної мереженої системи»; встановлення контролю над національними урядами і суспільствами [42]. На думку автора, у XXI столітті загроза глобального тоталітаризму транснаціональних корпорацій дійсно перетвориться на один із головних конфліктів у світову економіку.

Послідовники системи глобалізму стверджують, що глобальний топ-менеджмент корпорацій є здатним вивести корпоративний глобалізм із кризи. «Одним із найбільш важливих видів діяльності, що чекає на топ-менеджмент великих, особливо багатонаціональних компаній у майбутньому, буде концептуватися на балансуванні конфліктного попиту збоку бізнесу, спрямованого на досягнення як короткострокових, так і довгострокових результатів, і різних корпоративних інституцій: споживачів, акціонерів (особливо інституційних інвесторів і пенсійних фондів), працівників інтелектуальної праці і суспільства» [49 с. 31].

Але слід зазначити, що на сучасному етапі розвитку корпоративного управління, в західних, зокрема англо-американській, а також континентальній моделях, закладені істотні недоліки, які і призвели до економічних катастроф. Основним тут є наявність контролю за капіталізацією компаній збоку самого фондового ринку: менеджмент корпорацій вимушений будь-якими шляхами боротися за максимізацію капіталізації компанії, бо цього і лише цього від нього чекають акціонери. Акціонери у свою чергу уважно стежать за реакцією аналітиків фондового ринку, а останні ловлять щонайменші коливання повітря, інформацію з корпорації про плановані доходи чергового періоду, частіше короткострокового (кварталу). При такому тиску менеджмент за будь-яких зусиль прагне до зростання доходів, до виведення витрат за баланс, в офшори, а покликані його контролювати «незалежні» аудитори або пов'язані

з ним фінансовими інтересами, або стежать лише за формальним дотриманням бухгалтерських правил при очевидній грі з цифрами.

Подібний тиск досить поширений на корпоративному ринку: завищення обсягів операцій за відсутності належного контролю за надходженням фактичних платежів, наприклад, на початку 90-х років призвело до серйозної фінансової кризи багато компаній. Багато компаній просто розорилися, коли ставав відомим реальний баланс. У 90-ті роки, за загальним визнанням, є десятиліттям загальної фальсифікації, а по суті – грабежу акціонерів

Кожна модель визначає шлях усунення суперечностей відповідно до основоположних принципів і містить механізми контролю за корпораціями і загального управління корпоративними відносинами з боку суспільства.

На сучасному етапі розвитку глобальної економіки в розвинутих країнах сформовані основні засади корпоративних відносин між акціонерами (власниками) корпорацій, їхніми менеджерами (виконавчими органами), кредиторами, найманими працівниками, державою, різноманітними громадськими організаціями. Система тісних корпоративних відносин будується з урахуванням таких основних принципів: забезпечення максимальної ефективності корпорації, залучення інвестицій, виконання юридичних і соціальних зобов'язань, однаковим ставленням до всіх груп акціонерів, зокрема дрібних і іноземних, дотримання встановлених законодавством прав зацікавлених осіб, ефективне виконання управліннями своїх функцій, забезпечення інформаційної відкритості компанії, своєчасне і повне розкриття інформації зі всіх істотних питань фінансово-господарської діяльності корпорації [37].

Не всі питання, проте, як показує практика західних країн, можуть бути своєчасно врегульовані тільки законодавчими нормами відповідно до будь-якої з наведених національних систем регулювання менеджменту. Адже усім економікам притаманні певні системні недоліки, враховуючи які та маніпулюючи методами «конвергенції», можна істотно «оптимізувати»



процеси корпоративного управління.

У світовій практиці були знайдені додаткові способи вирішення цих питань: у 90-х роках більшість країн були затверджені Кодекси корпоративного управління, зведення стандартів, що добровільно приймаються, і внутрішніх норм, що визначають порядок корпоративних відносин.

Вони не мають законодавчої сили, проте дійсно сприяють поліпшенню практики корпоративного управління. Водночас ефективність кодексів породжує певні ризики. За останні роки, з того часу, як у Великій Британії набув чинності Кодекс Cadbury (Cadbury Code Best Practice), з'явилося безліч кодексів корпоративного управління. Лише за останні роки їх прийняли не тільки країни Великої сімки, окрім Японії, але і багато інших, як-от: Росія, Бразилія, Нідерланди, Оман, Філіппіни, Маврикій, Південна Африканська Республіка, Швейцарія і Туреччина. На сьогодні кодекси корпоративного управління існують у 50 країнах [36].

Кодекси корпоративного управління розробляють різні інститути: комісії з ринку цінних паперів, фондові біржі, інвестори та їх асоціації, наднаціональні організації. Загалом у цих кодексах реалізовані погляди авторів на якісне корпоративне управління. Наприклад, Кодекс Cadbury містить 19 рекомендацій щодо структури, незалежності і відповідальності ради директорів, методів внутрішнього фінансового контролю, компенсацій членам ради директорів і топ-менеджерам. Законодавство не вимагає, аби компанії точно слідували кодексам, тому є ризик, що їх положення не дотримуватимуться. Але практика свідчить, що кодекси корпоративного управління працюють. Так, завдяки Кодексу Cadbury помітні поліпшення відбулися в практиці британських компаній. Наприклад, підвищення професіоналізму рад директорів багатьох організацій можна прямо пов'язати з введенням кодексу. Навіть у країнах, де таких кодексів наразі немає, їх поява в світі зробила корпоративне управління предметом більш пильної суспільної уваги, і тепер менеджери і директори краще розуміють, чого від

них очікують [34 с. 48-53].

Важливість та необхідність розвитку корпоративного управління в умовах глобальної економіки з кожним роком зростає.

В умовах стрімкої глобалізації, тобто формування єдиного планетарного фінансово-економічного простору, очевидним фактом є руйнування традиційних способів життя національних держав. Їхні території, їхній економічний та інформаційний простір дедалі агресивніше опановують транснаціональні корпорації, які, порівняно з державами, володіють раціональнішою організаційною структурою та незрівнянно ефективнішим управлінням.

Раціональна трансформація системи корпоративного глобалізму вимагає від держав погодженої довгострокової глобальної стратегії. Розробка глобальних стратегій щодо розвитку корпоративного управління залежить від місця та ролі націй – держав в умовах глобальної економіки. Держава повинна залишатися центральною фігурою міжнародної геополітики та геоekonomіки. Міждержавна солідарність надасть можливість поступового переходу від економічної системи корпоративного глобалізму до глобальної економіки.

### **2.3. Аналіз ефективності управління корпоративною власністю**

Процес управління корпоративною власністю повинен бути ефективним, тобто, має здійснюватися так, щоб витрати на її утримання і управління не перевищували доходів, одержаних від її використання. Для цього в процесі управління необхідно застосовувати такий набір методів і прийомів управління, які в сукупності становлять єдиний комплекс управління корпоративною власністю.

Теоретичний аналіз об'єкта управління, що базується на соціально-економічних принципах, завжди передує його детальному вивченню і є

необхідною умовою правильної організації процесу управління і безпомилкового тлумачення його фінансових результатів. Необхідною умовою успішного управління корпоративною власністю є розуміння суті об'єкта управління або технологічного процесу, знання причин розвитку і особливостей конкретної обстановки.

Для опису і розкриття суті процесу управління корпоративною власністю необхідно провести структурування методів і прийомів управління і ввести деякі поняття і визначення, що здійснюють вплив на розробку і прийняття управлінських рішень при управлінні об'єктами корпоративної власності.

Одним з елементів комплексу управління корпоративною власністю є управління дочірнім підприємством корпорації. Процес полягає в тому, щоб реалізувати цикл управління для досягнення максимальної ефективності функціонування. Найприйнятнішим для дочірнього підприємства корпорації є розширений цикл управління, що містить сім етапів (рис. 2.1).

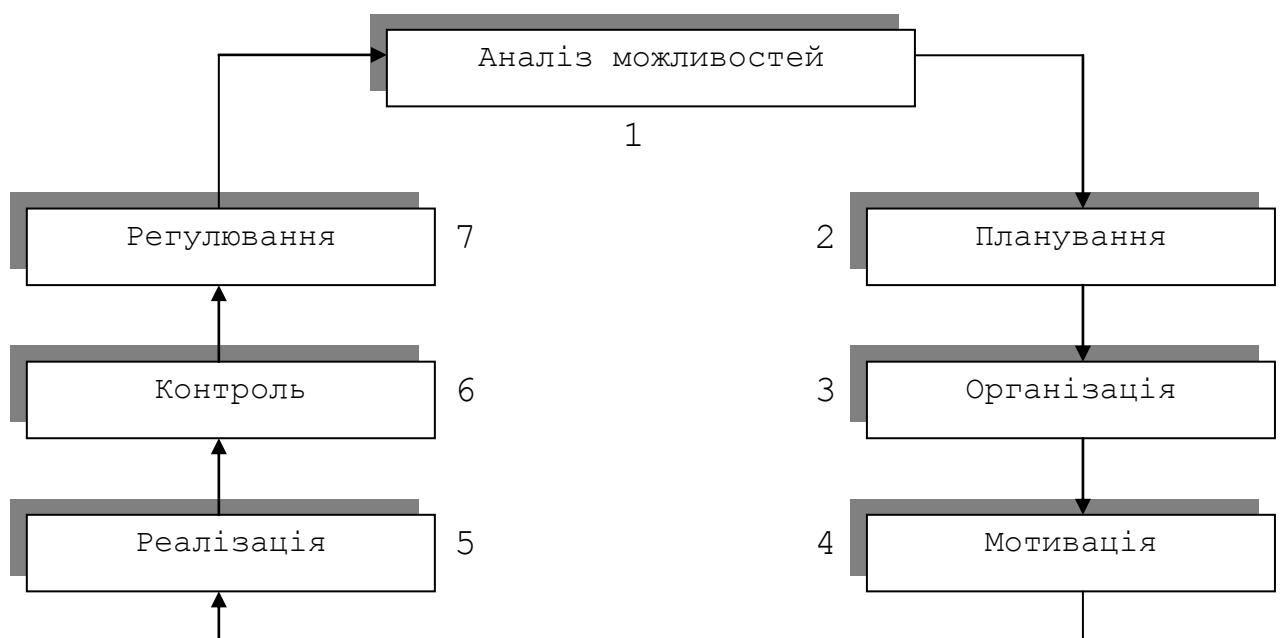


Рис. 2.1. Цикл управління дочірнім підприємством корпорації

Для здійснення наведеного на рис. 2.1 циклу управління, керуюча

компанія, наприклад в рамках бізнес–напрямку корпорації, повинна визначити і погодити з дочірнім підприємством корпорації перелік, структуру і обсяг інформації про його функціонування. Перелік повинен містити достатню кількість інформації для отримання повної і достовірної картини про ситуацію на підприємстві, і в той же час бути коротким [13, 14, 22].

Управління дочірнім підприємством корпорації з боку керуючої компанії бізнес-напрямку може бути побудовано таким чином. Керуюча компанія визначає стратегію розвитку бізнес-напрямку, а його керівники – порядок діяльності своїх підприємств відповідно до інтересів корпорації. Оскільки кожне підприємство має певну мету функціонування, процес управління повинен здійснюватися відповідно до цих цілей. Етапи управління за цілями подано рис. 2.2.

Для того, щоб управляти ефективністю, необхідно чітко визначити, що таке ефективність дочірнього підприємства корпорації, а також уміти вимірювати значення ефективності функціонування.

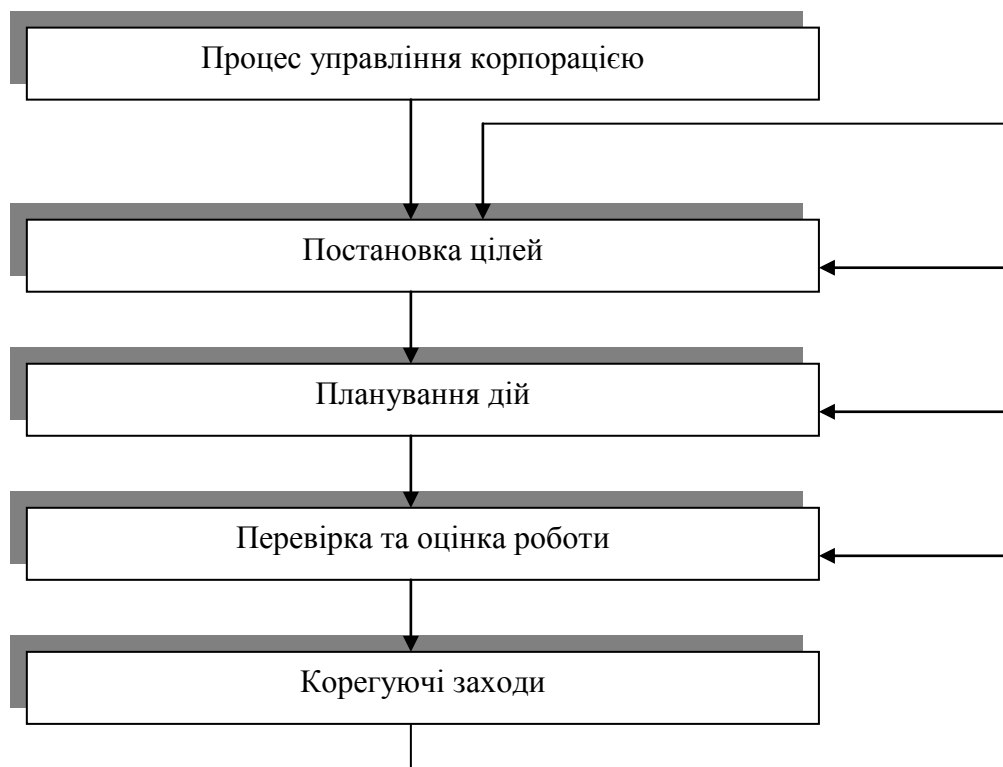


Рис. 2.2. Етапи процесу управління по цілях

Для вимірювання ефективності функціонування можна застосовувати ресурсний показник – загальну рентабельність підприємства, що розраховується за формулою:

$$E = \frac{ЧП}{ВА}, \quad (2.1)$$

де  $E$  – ефективність функціонування підприємства;

ЧП – чистий прибуток підприємства;

ВА – валові активи підприємства.

Порівнюючи отримане розрахункове значення з плановим, можна зробити висновок про те, наскільки ефективно підприємство виконує виробничі завдання відповідно до стратегічних планів корпорації [15, с. 132].

Аналіз можливостей – це комплексне дослідження, яке проводиться з метою визначення основних аспектів функціонування дочірніх підприємств. На першому етапі здійснюється аналіз продукції підприємства.

Якщо виробництво продукції неефективне, то досліджується структура попиту на види продукції, виробництво яких можна налагодити на існуючому устаткуванні без принципової зміни технології, аналізується ефективність виробництва такої продукції. У випадку якщо таке виробництво неефективне, вивчається структура попиту на продукцію суміжних галузей. Основний критерій відбору виду продукції і організації його виробництва – ефективність функціонування корпоративного дочірнього підприємства.

Інформація для укрупненого аналізу можливостей підприємства може містити дані про: конкурентоспроможність продукції; сильні і слабкі сторони діяльності; місцезнаходження підприємства; ступінь популярності; виробничий потенціал; технологічне устаткування; тривалість виготовлення виду продукції; якість продукції; персонал; рівень витрат.

Аналіз внутрішньої структури проводиться на основі переліченої інформації шляхом зіставлення значень відповідних показників конкретного

підприємства із середньогалузевими показниками [57].

Для оцінки місцезнаходження підприємства використовується показник місцезнаходження ( $P_M$ ). Його значення дозволяє аналізувати транспортні витрати підприємства, більш грамотно планувати процес функціонування і логістику.

$$P_M = \frac{\sum_{i=1}^n C_i}{n}, \quad (2.2)$$

де  $C_i$  – ціна доставки продукції або комплектуючих від підприємства до  $i$ -го транспортного вузла;

$n$  – кількість транспортних вузлів, на які може бути доставлена продукція підприємства для подальшої відправки споживачам.

Показник ступеня популярності підприємства ( $C_i$ ) дозволяє в цифровому вираженні оцінити ефективність маркетингової політики підприємства, а також частку ринку, яку займає вироблена ним продукція. Якщо значення показника  $C_i$  дорівнює 1, досліджуване підприємство є монополістом з відповідного виду продукції. Ступінь популярності вимірюється за формулою:

$$C_i = \frac{K_{\Pi}}{K_c}, \quad (2.3)$$

де  $K_{\Pi}$  – кількість підприємств, що співробітничать з корпорацією;

$K_c$  – кількість підприємств-споживачів виду продукції, що виробляє корпорація.

Якість і кількість виробничого потенціалу і технологічного устаткування можна вимірювати за допомогою показника ступеня зносу нематеріальних активів і устаткування відповідно, а також за допомогою коефіцієнта вибуття і коефіцієнта оновлення відповідних компонентів необоротних активів.

Якість продукції визначається коефіцієнтом повернення ( $K_{\text{пов}}$ ) і обчислюється як співвідношення витрат на ремонт або заміну продукції, поверненої споживачами як неякісної, і загальної суми виручки від реалізації

цієї продукції (ВР).

$$K_{\text{нов}} = \frac{B_p + B_3}{BP}, \quad (2.4)$$

де  $B_p$  – витрати на ремонт неякісної продукції;

$B_3$  – витрати на заміну неякісної продукції.

Персонал можна оцінити за середньою продуктивністю, а також за середньою виручкою на одного працівника. Рівень витрат визначається за даними фінансової звітності [52].

Ефективність виробництва виду продукції характеризується системою показників, що відображають співвідношення витрат і результатів стосовно підприємства–виробника, до яких належать:

- чистий дисконтований дохід (ЧДД) або інтегральний ефект;
- індекс прибутковості (ІП);
- внутрішня норма прибутковості (ВНП);
- термін окупності;
- інші показники, що відображають інтереси учасників або специфіку проекту.

Чистий дисконтований дохід (ЧДД) визначається як сума поточних ефектів за весь розрахунковий період, приведена до початкового кроку або як перевищення інтегральних результатів над інтегральними витратами.

Якщо протягом розрахункового періоду не відбувається інфляційної зміни цін або розрахунок проводиться в базових цінах, то величина ЧДД для постійної норми дисконту обчислюється за формулою:

$$\text{ЧДД} = \sum_{t=0}^T (R_t - B_t) \times \frac{1}{(1+E)^t}, \quad (2.5)$$

де  $R_t$  – результати, що досягаються на  $t$ -му кроці розрахунку;

$B_t$  – витрати, здійснювані на тому ж кроці;

$T$  – горизонт розрахунку (дорівнює номеру кроку розрахунку, на якому проводиться оцінка об'єкта);

$E_t = (R_t - B_t)$  – ефект, що досягається на  $t$ -му кроці.

Якщо ЧДД виробничої схеми додатний, схема є ефективною (при даній

нормі дисконту) і може розглядатися питання про її ухвалення для реалізації. Чим більше ЧДД, тим ефективніша схема. При від'ємному ЧДД керівництво корпорації ризикує втратити свої кошти, тобто проект неефективний.

Індекс прибутковості (ІП) визначається таким чином:

$$IP = \frac{ЧДД}{\sum_{t=0}^T \frac{B_t}{(1+E)^t}}, \quad (2.6)$$

Індекс прибутковості тісно пов'язаний з ЧДД. Він будується з тих же елементів і його значення пов'язане із значенням ЧДД: якщо ЧДД додатний, то  $IP > 1$  і навпаки. Якщо  $IP > 1$ , виробнича схема ефективна, якщо  $IP < 1$  – неефективна.

Внутрішня норма прибутковості (ВНП) є тією нормою дисконту, при якій величина наведених ефектів дорівнює приведеним капіталовкладенням.

$$ВНП = \sum_{t=0}^T \frac{R_t - B_t}{(1+E)^t} = \sum_{t=0}^T \frac{K_t}{(1+E)^t}. \quad (2.7)$$

Якщо розрахунок ЧДД виробничої схеми дає відповідь на питання, є вона ефективною чи ні при деякій заданій нормі дисконту (E), то ВНП схеми визначається в процесі розрахунку і потім порівнюється з нормою доходу, що вимагається керівництвом, на вкладений капітал.

У разі якщо ВНП дорівнює або більше необхідної норми доходу на капітал, інвестиції в дану виробничу схему виправдані, і може розглядатися питання про її організацію. Інакше інвестиції в цю виробничу схему недоцільні.

Якщо порівняння альтернативних варіантів виробничої схеми за ЧДД і ВНП призводить до протилежних результатів, перевагу слід віддавати ЧДД.

Термін окупності – мінімальний часовий інтервал (від початку здійснення циклу виробництва), за межами якого інтегральний ефект і надалі залишається від'ємним. Іншими словами – це період (вимірюваний в місяцях, кварталах або роках), починаючи з якого первинні вкладення та інші витрати, пов'язані із здійсненням виробничого процесу, покриваються сумарними



результатами його здійснення [13, с. 48].

Одним з головних елементів управління корпорацією є визначення критеріїв ефективності використання корпоративних пакетів акцій.

Як і будь-яке корпоративне майно, пакети акцій є інструментом фінансової діяльності корпорації. У зв'язку з цим необхідно визначити і сформулювати механізм оцінки ефективності корпоративних пакетів акцій.

Для розрахунку основних показників, без яких оцінити ефективність використання кожного конкретного пакета акцій не можливо, як базовий момент приведення різночасових платежів, як правило, береться початкова дата формування інвестиційного портфеля (це може бути дата придбання пакета або інша).

Для оцінки ефективності використання корпоративних пакетів акцій використовуються такі показники: прибутковість до погашення, дивідендна ставка, ліквідність, динаміка курсової вартості.

Розрахунок прибутковості до погашення полягає у визначенні суми доходу, що припадає на гривню вкладених коштів. Це дозволяє оцінити ефективність інвестицій і порівняти різні види паперів.

Прибутковість до погашення розраховується як відношення доходу виплачуваного по цінному паперу до вартості його придбання:

$$R = \frac{P_r - P_b}{P_b}, \quad (2.8)$$

де -  $R$  – прибутковість до погашення;

$P_r$  – price return – ціна погашення цінного паперу;

$P_b$  – price buying – ціна придбання цінного паперу.

Якщо необхідно розрахувати поточну прибутковість, то в формулі (2.8) ціна погашення замінюється поточною ринковою вартістю цінного паперу. Таким чином, у будь-який момент часу можна виміряти поточну вартість і прибутковість інвестиційного портфеля.

Дивідендна ставка використовується для оцінки привабливості акцій корпорацій на фінансовому ринку, звичайно розглядається в динаміці і дозволяє судити про обсяги отриманого корпорацією-емітентом прибутку.

Для конкретного підприємства вона може бути розрахована як відношення дивідендів до курсової вартості акцій.

Кожний цінний папір має певну ціну в кожний момент часу, тобто поточну вартість. Ця вартість залежить від багатьох параметрів, але практично завжди вона опосередковано відображає ситуацію в корпорації-емітенті. У такій ситуації у зв'язку з поняттям вартості і поточної ціни паперів виникло поняття ліквідності. Ліквідність цінного папера відображає рівень втрат при реалізації цінного папера негайно. Тому ліквідність може бути виміряна як відношення ціни попиту на ціну пропозиції, причому, чим менше ця різниця, тим ліквідніший папір і навпаки.

У цьому випадку ліквідність дорівнює:

$$L_{\text{лп}} = \frac{P_d}{P_{\text{of}}} \quad (2.9)$$

де -  $L_{\text{лп}}$  – ліквідність цінного папера;

$P_d$  – demand price – поточна ціна попиту;

$P_{\text{of}}$  – offer price – поточна ціна пропозиції.

Можуть використовуватися і інші формули для визначення ліквідності, але економічне значення ліквідності від цього не зміниться [7 с. 54, 28 с. 120].

У рамках розробки емісійної стратегії (рис. 2.3, 2.4) обов'язковою умовою підвищення інвестиційної привабливості корпорації є комплекс заходів, що включає докладне і детальне вивчення її фінансового стану, аналіз бухгалтерської звітності, вироблення рекомендацій щодо оптимізації структури пасивів, приведення звітності у відповідність до стандартів GAAP і IAS. Це можливо за рахунок розробки емісійної політики та експертизи установчих документів з метою приведення їх у відповідність до вимог вітчизняного і світового законодавства щодо акціонерних товариств.

Ключовим моментом при розробці концепції розвитку ліквідного ринку акцій є формування пакетів акцій необхідних розмірів для виконання того або іншого завдання в процесі випуску цінних паперів на внутрішній і

зовнішній фондові ринки.

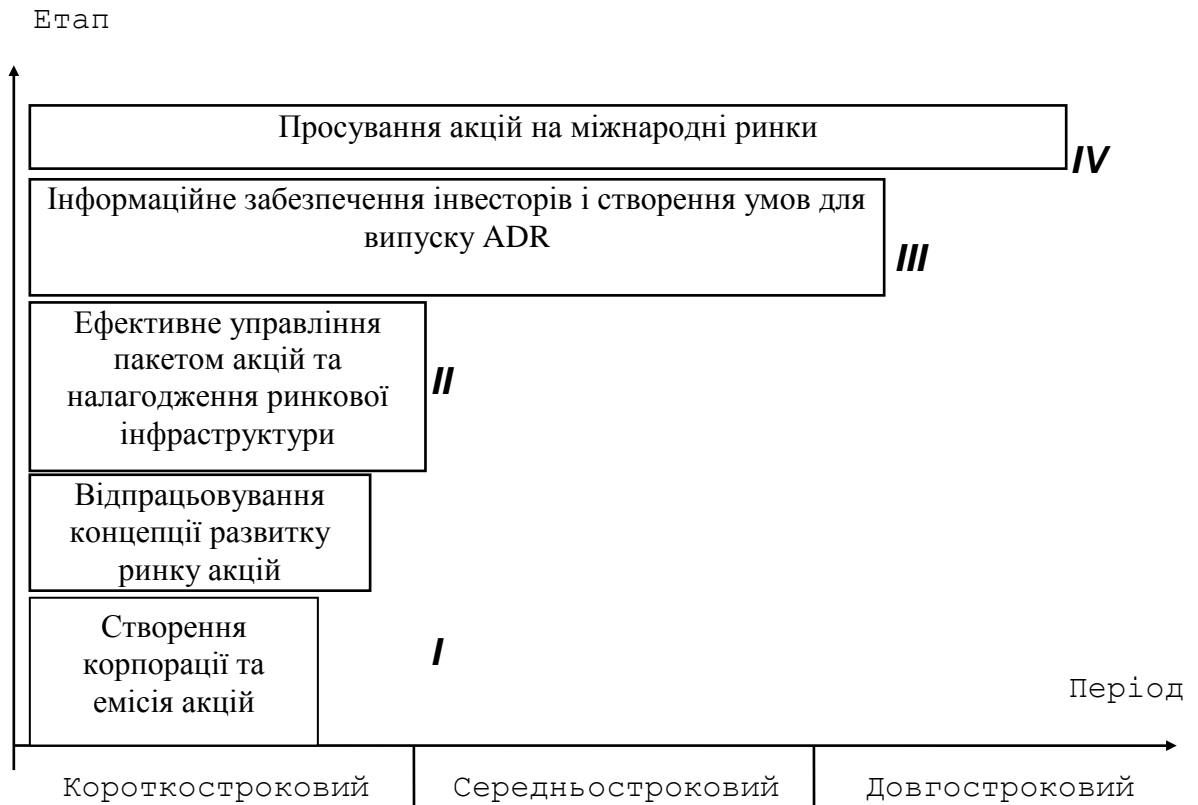


Рис. 2.3. Етапи емісійної політики корпорації

Першим етапом є консолідація пакета акцій, мета якої – збереження контролю над управлінням дочірнім підприємством і залучення коштів, достатніх для фінансування як мінімум пріоритетних проектів корпорації.

У зв'язку з цим можливі такі варіанти концентрації акцій в пакет:

- витратний (скуповування акцій);
- такий що вимагає незначних витрат (командитне товариство).

Надалі корпорація здійснює операції на вторинному ринку в рамках злагодженої політики з метою впливу на курсову вартість акцій, що обертаються на вторинному ринку, для максимізації прибутку від операцій з власними цінними паперами (купівля / продаж) і створення сприятливих умов розміщення додаткових пакетів акцій.

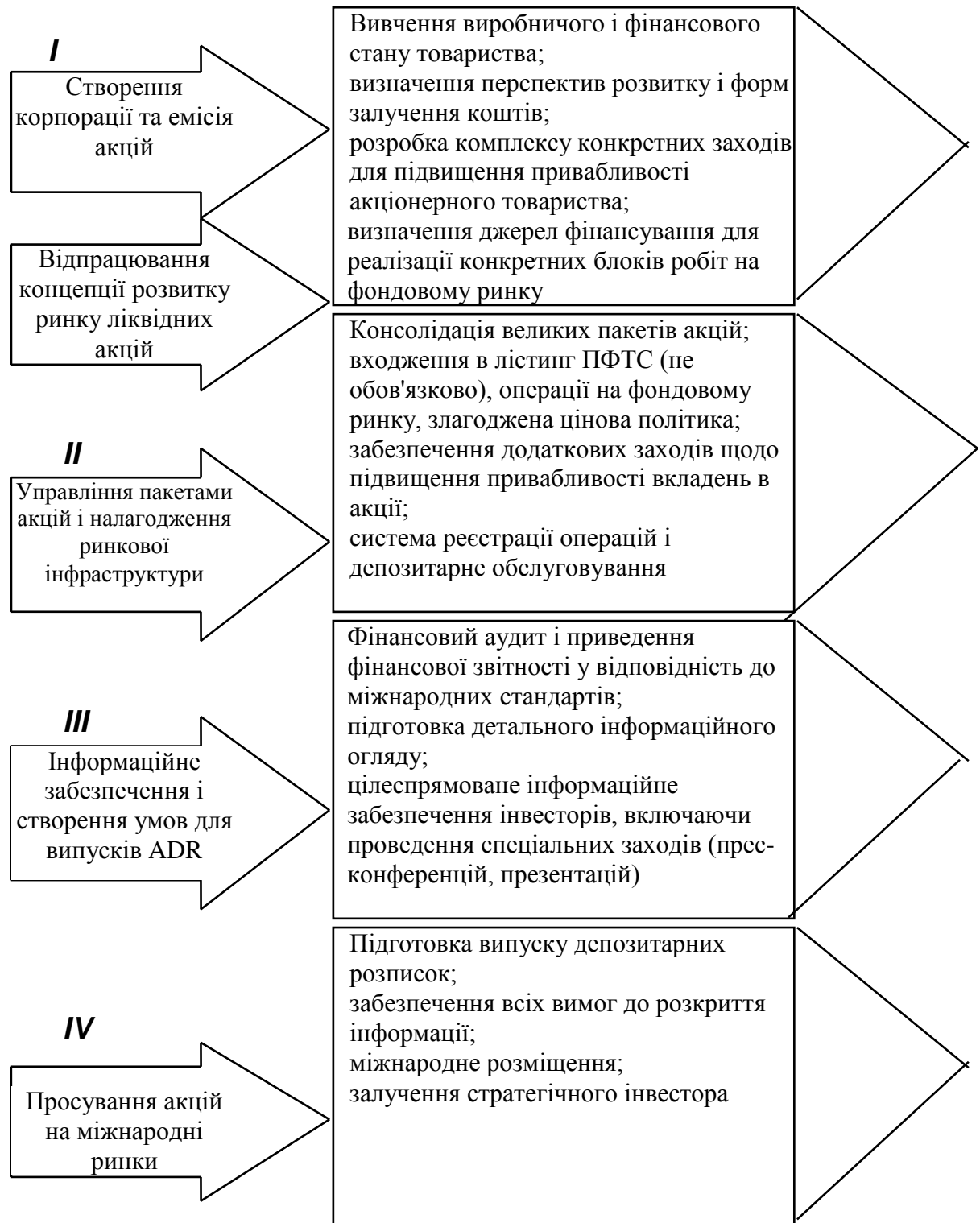


Рис. 2.4. Структура емісійної політики корпорації

Купівля / продаж цінних паперів на біржовому і позабіржовому ринках з метою його стабілізації і регулювання включає у тому числі і консолідацію великих пакетів акцій для їх подальшого розміщення серед інвесторів.

Можливою альтернативою продажу акцій є надання акцій в заставу з отриманням кредиту для подальшого ефективного управління грошовими ресурсами, а також доручення брокерським конторам здійснювати операції з цінними паперами підприємства на вторинному ринку як уповноваженим дилерам [36].

Ще одним елементом є цикл управління корпоративним нерухомим майном. Система управління корпоративною власністю в частині об'єктів нерухомого майна базується:

- знаннях про склад об'єктів корпоративної власності;
- визначенні ринкової вартості об'єктів нерухомості і прав користування ними;
- створенні єдиного банку даних корпорації про всі об'єкти нерухомості;
- вживанні всього дозволеного законодавством інструментарію при використуванні об'єктів нерухомості;
- повноцінному захисту майнових прав корпорації;
- досягненні максимальної прибутковості об'єктів нерухомості.

Цикл управління нерухомістю має специфіку, що визначається в основному, особливостями використання корпоративної нерухомості. На нашу думку, цикл управління корпоративним нерухомим майном може мати такий вигляд (рис. 2.5).

На першому етапі необхідно знайти і внести до реєстру всі об'єкти корпоративного нерухомого майна. Далі необхідно оцінити вартість і юридичну чистоту об'єкта. Оцінка ефективності проводиться для оцінки доходів і витрат конкретного об'єкта. Результати оцінок використовуються для планування подальшої долі об'єкта. Реалізація плану здійснюється шляхом проведення конкурсів або інших заходів щодо передачі певних прав на об'єкт, а потім використання цих прав контролюється відповідними корпоративними органами.

Оцінка вартості і правового положення об'єкта нерухомого майна

здійснюється за допомогою методів оцінки. Методи оцінки об'єктів нерухомості базуються в основному на трьох підходах:

- з погляду порівнянних продажів;
- на основі витрат;
- з погляду капіталізації доходу.



Рис. 2.5. Цикл управління корпоративним нерухомим майном

У разі проведення оцінки об'єктів нерухомості в рамках даних підходів звичайно використовують такі методи:

- метод оцінки з порівнянного продажу (метод порівняння продажів);
- методи співвідношення (перенесення) і екстракції;
- метод капіталізації земельної ренти (метод розвитку).

Метод оцінки з порівнянного продажу найбільш прийнятний і широко використовується в країнах з розвиненим земельним ринком. Він базується на порівнянні і зіставленні відповідних даних проданих аналогічних об'єктів нерухомості на момент проведення оцінки. При цьому найкращим чином

відображає ринкові умови ціна поточних продажів аналогічних об'єктів, хоча можна проводити оцінку і з урахуванням аналізу ринкових цін попиту і пропозиції.

Для визначення порівнянності об'єктів нерухомості необхідно використовувати такі шість елементів порівняння:

- фінансові умови (умови фінансування операції);
- умови продажу;
- ринкові умови (час операції);
- місцезнаходження об'єкта;
- фізичні характеристики;
- показники прибутковості [31].

Як одиниця порівняння звичайно використовується відсоток підвищення або зниження ринкової ціни за рахунок впливу даного фактора. Корекція ціни проводиться в стандартизованій послідовності з наростаючим підсумком в абсолютному вираженні. Тобто формула оцінки з порівнянного продажу може бути також:

$$C_m = C_o \times (1 + \sum_{i=1}^n k_i), \quad (2.10)$$

де  $C_{пп}$  – ціна порівнянного продажу;

$C_B$  – ціна базова;

$k_i$  – коефіцієнт  $i$ -го елемента порівняння, виражений в частках одиниці (причому знак коефіцієнта визначається напрямом впливу: позитивний вплив – знак “+”, негативний – “-”).

Очевидно, що якщо сума негативних впливів більше суми позитивних, то кінцева ціна буде нижче базової і навпаки.

При використанні методу капіталізації доходу (земельної ренти) оцінюється поточна вартість майбутніх доходів корпорації від володіння майном. Потіки доходів і виручка від перепродажу (реверсія) капіталізуються в поточну загальну вартість.

Відповідні розрахунки проводяться за такими формулами:

$$C_{\text{КЗР}} = \frac{D}{\text{НК}}, \quad (2.11)$$

де  $C_{\text{КЗР}}$  – ціна при капіталізації земельної ренти;

$D$  – дохід;

$\text{НК}$  – норма капіталізації.

$$C_{\text{КЗР}} = D \times \Phi, \quad (2.12)$$

де  $\Phi$  – фактор капіталізації.

Норму або фактор капіталізації, що використовуються при розрахунках методом капіталізації доходів, визначають на основі дослідження прийнятних ставок доходу від експлуатації аналогічних об'єктів нерухомості з урахуванням аналізу факторів ризику і дисконту [6].

Під ефективністю використання корпоративних об'єктів нерухомості може розумітися ступінь відповідності напряму використання даних об'єктів інтересам корпорації як складної економічної системи. На практиці виділяють три аспекти, з позицій яких керівництво корпорації може оцінювати ефективність використання нерухомого майна:

1. Земельний.
2. Містобудівний.
3. Природоохоронний.

У загальному випадку ефективність використання об'єкта нерухомості характеризується відношенням фактичного ресурсоспоживання на конкретному об'єкті до проектного. Показник ефективності використання об'єктів нерухомості ( $E$ ) розраховується як величина, обернена показнику рівня диспропорцій ( $D$ ) між існуючим і проектним використанням даного об'єкта:

$$E = \frac{1}{D} \times 100\%. \quad (2.13)$$

Безрозмірний комплексний показник диспропорцій (розбіжностей) між існуючим і проектним використанням об'єкта визначається таким чином:

$$D = 1 + k_s \times \sum_{i=1}^n B_i \times D_i, \quad (2.14)$$



де  $k_s$  – коефіцієнт “жорсткості” політики штрафних санкцій за неефективне використання об’єкта нерухомості;

$V_i$  – ваговий коефіцієнт дефіцитності  $i$  –го виду ресурсів;

$D_i$  – показник рівня диспропорцій по  $i$  –му виду ресурсів.

Чим менше безрозмірний комплексний показник диспропорцій, тим вище показник ефективності використання об’єкта нерухомості. Максимальне значення останнього (100%) означає повну відповідність існуючого ресурсовживання проектному. При цьому всі частини диспропорції відсутні.

Коефіцієнт “жорсткості” політики штрафних санкцій визначає, у скільки разів сума додаткових штрафних платежів за неефективне використання об’єкта може перевищувати величину початкової орендної плати. При  $k_s = 1$  максимальна величина штрафів не зможе перевищити початкової орендної плати; інакше кажучи, найменше ефективно використання об’єкта подвоює плату за користування землею; при  $k_s = 2$  – потроює і т. д.

Значення  $V_i$  – вагових коефіцієнтів дефіцитності  $i$  – го виду ресурсів – найчастіше визначаються експертно [8].

## **Висновки до 2 розділу**

За результатами проведеного у другому розділі дослідження нами сформовано наступні висновки.

1. Кожна країна має свою власну модель корпоративного управління, характерні риси якої обумовлені особливостями національного менеджменту. Моделі відрізняються за складом учасників, згідно з законодавчою базою, що регулює їхні взаємовідносини, а також такими нюансами, як вимоги до розкриття інформації тощо.

2. На сучасному етапі розвитку корпоративного управління, в західних,

зокрема англо-американській, а також континентальній моделях, закладені істотні недоліки, які і призвели до економічних катастроф. Основним тут є наявність контролю за капіталізацією компаній з боку самого фондового ринку: менеджмент корпорацій вимушений будь-якими шляхами боротися за максимізацію капіталізації компанії, бо цього і лише цього від нього чекають акціонери. Акціонери у свою чергу уважно стежать за реакцією аналітиків фондового ринку, а останні ловлять щонайменші коливання повітря, інформацію з корпорації про плановані доходи чергового періоду, частіше короткострокового (кварталу). При такому тиску менеджмент за будь-яких зусиль прагне до зростання доходів, до виведення витрат за баланс, в офшори, а покликані його контролювати «незалежні» аудитори або пов'язані з ним фінансовими інтересами, або стежать лише за формальним дотриманням бухгалтерських правил при очевидній грі з цифрами.

3. На сучасному етапі розвитку глобальної економіки в розвинутих країнах сформовані основні засади корпоративних відносин між акціонерами (власниками) корпорацій, їхніми менеджерами (виконавчими органами), кредиторами, найманими працівниками, державою, різноманітними громадськими організаціями.

4. Система тісних корпоративних відносин будується з урахуванням таких основних принципів: забезпечення максимальної ефективності корпорації, залучення інвестицій, виконання юридичних і соціальних зобов'язань, однаковим ставленням до всіх груп акціонерів, зокрема дрібних і іноземних, дотримання встановлених законодавством прав зацікавлених осіб, ефективне виконання управлінцями своїх функцій, забезпечення інформаційної відкритості компанії, своєчасне і повне розкриття інформації зі всіх істотних питань фінансово-господарської діяльності корпорації.

5. Запропоновано цикл управління нерухомістю, що має свою специфіку і визначається, в основному, особливостями використання корпоративної нерухомості.

### Розділ 3. Шляхи підвищення ефективності управління корпоративною власністю

#### 3.1. Удосконалення механізму взаємодії менеджерів і ради директорів в управлінні корпоративною власністю

Для вирішення цього питання, вважаємо за необхідне розглянути модель інфраструктури функціонування корпоративного управління власністю, яку наведено на рисунку 3.1 [8 с. 319].

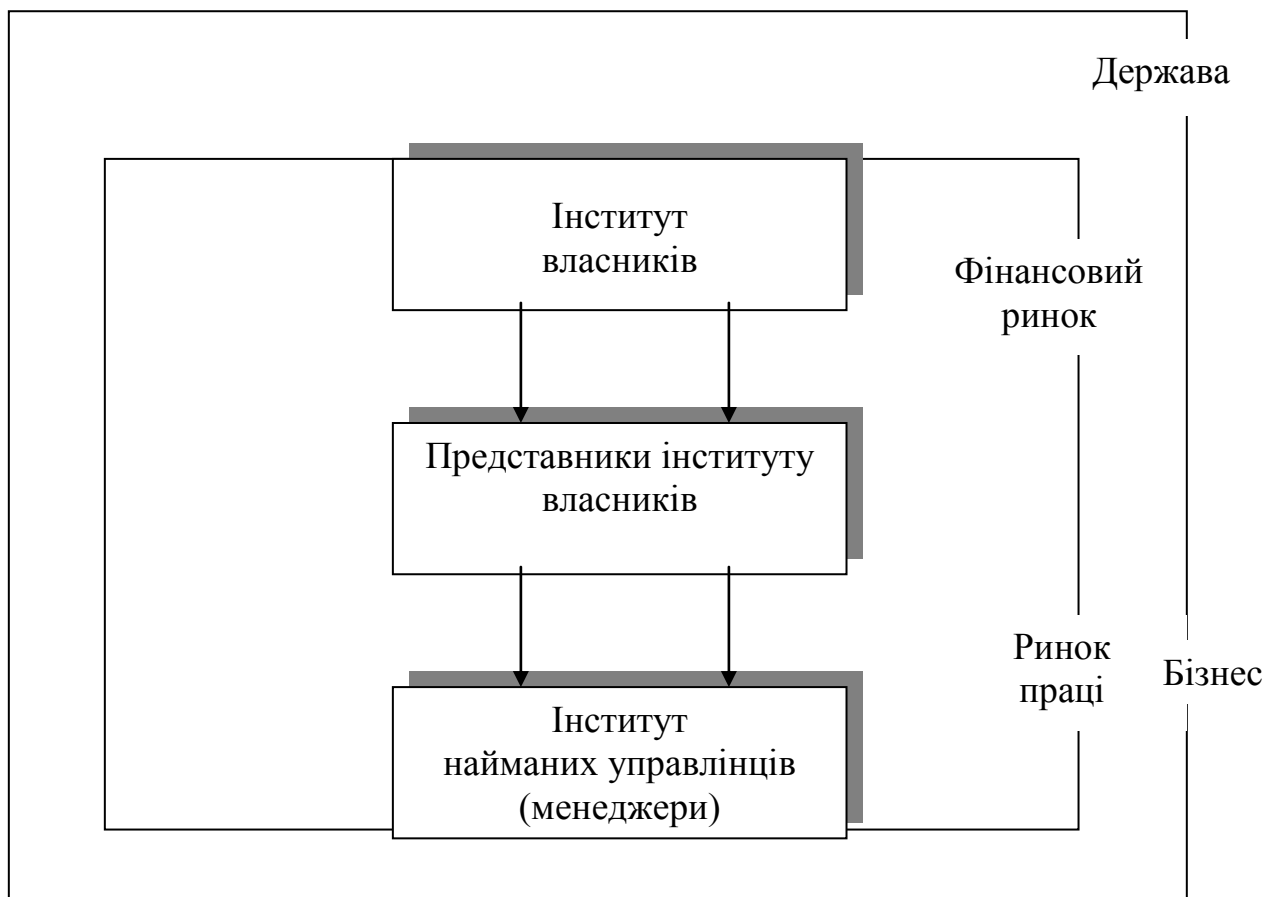


Рис. 3.1. Модель інфраструктури функціонування корпоративного управління власністю

Як видно з рис. 3.1, учасниками корпоративних відносин в рамках даної моделі є власники, менеджери, внутрішні і зовнішні посередники. Для

характеристики механізму корпоративного управління необхідно розглянути такі відносини: всередині групи власників, всередині групи менеджерів, відносини між менеджерами і власниками, відносини між власниками і фінансовим ринком, відношення між представниками власників і ринком праці, відношення між менеджерами і товарними ринками. Розглянемо ці корпоративні відносини докладніше. Щодо відносин усередині групи власників, необхідно визначити, хто є власником. Власників корпорації поділяють на індивідуальних і інституційних. До індивідуальних інвесторів належать фізичні особи, організації і корпорації, до інституційних – пенсійні фонди, страхові компанії, інвестиційні фонди, банки [59].

Відносини між власниками і фінансовим ринком, відносини між представниками власників і ринком праці, відносини між менеджерами і товарними ринками виходять за рамки відносин усередині корпорації і будуть розглянуті нижче в обсязі участі цих інститутів як посередників у корпоративних відносинах.

Таким чином, залишається група відносин між власниками і керівниками, які, на нашу думку, є об'єктом дослідження при вивченні корпоративного управління, і розкриває механізм його здійснення.

Відмінною рисою ефективності управління ВАТ «Опілля» є не тільки професіоналізм найманих менеджерів корпорації, але і збіг мотивацій менеджерів з інтересами власників.

Найбільш вагомим механізмом внутрішнього контролю за діяльністю менеджменту товариства є залучення акціонерами для захисту своїх інтересів осіб, які наділяються певними контрольними повноваженнями. Вони не є працівниками підприємства і тому називаються “зовнішніми директорами”, або “незалежними директорами”, або “аутсайдерами”.

Передбачається, що вони будуть не пов'язані безпосередньо з оперативним управлінням товариством і стануть, таким чином, захисниками інтересів власників.

У той же час ефективний контроль за діяльністю підприємства

можливий лише тоді, коли особа, яка наділена такими повноваженнями, детально ознайомена з роботою товариства. Цими відомостями може володіти лише внутрішній керівник. Тому разом із “зовнішніми” директорами контроль за діяльністю здійснюють і “внутрішні” директори (“інсайдери”) корпорації, висунуті з керівного персоналу.

У сукупності ці дві групи повинні утворити Правління (або Раду директорів), що здійснюватиме контроль за діяльністю товариства.

Принциповою відмінністю у формуванні Ради директорів в різних моделях корпоративного управління є створення їх унітарною або двопалатною. При двопалатній побудові Ради всі члени контрольного органу є зовнішніми (незалежними) директорами.

При включенні до Ради директорів ВАТ «Опілля» внутрішніх керівників виникає питання про незалежність думок окремих членів. Це пояснюється тим, що вони знаходяться в трудових відносинах один з одним, і мають важелі впливу на середню управлінську ланку. Таким чином, виникає можливість виникнення ситуації, коли думки всіх інсайдерів будуть єдиними з думками Голови Правління товариства, тобто підприємство яким управляють, стає непідконтрольним власникам.

Це викликано тим, що під впливом Правління Рада директорів зможе відмовитися від функції нагляду і перетворитися із захисників інтересів власників на захисників інтересів виконавчої влади. Це гарантує аутсайдерам спокійне і нерідко забезпечене життя. Рада директорів повинна виконувати не контрольні функції, а бути дорадчим органом. Якщо зовнішні директори не задоволені роботою Голови Правління, то свій протест вони зможуть висловити не його відставкою, а власною. Таким чином відбувається відбір зовнішніх директорів, бажаних для Голови правління. Така поведінка зовнішніх директорів пояснюється “круговою порукою”: керівники однієї корпорації є зовнішніми керівниками іншої і навпаки.

Існують також інші причини зниження ефективності діяльності незалежних директорів. Побоюючись втратити своє положення, директори

часто стають перешкодою на шляху раціоналізації діяльності корпорації, пов'язаної з її поглинанням або злиттям.

Таким чином, жодна Рада директорів не може гарантувати ефективності корпоративного управління. Тому потрібні інші механізми корпоративного управління.

Такими є зовнішні механізми контролю. Одним з основних зовнішніх механізмів контролю є контроль з боку фінансового ринку.

Важлива роль фінансового ринку в системі корпоративного управління пояснюється високим позитивним кореляційним зв'язком між ефективністю менеджменту підприємства і ціною її акцій. Завдяки цьому акціонер, який не має можливості безпосередньо оцінити роботу менеджерів, має можливість судити про ефективність управління корпорацією за змінами курсу акцій корпорації щодо акцій інших корпорацій цієї галузі чи щодо фондового ринку в цілому.

Негативні зміни показують акціонеру на неефективність діяльності менеджменту підприємства.

В цьому випадку можливі два варіанти впливу власників ВАТ «Опілля» на перебіг подій:

1. Рада директорів за рішенням Загальних зборів акціонерів звільняє членів виконавчих органів.
2. Власники продають акції, що належать їм.

Масовий відхід акціонерів призведе до зниження ціни на акції і, як наслідок, до поглинання підприємства іншою компанією, тому що занижена ціна акції корпорації порівняно з можливою пояснюється низькою ефективністю управління, щоб отримати економічну вигоду від поглинання, одержувач реформує менеджмент. Таким чином, відбувається як зміна власників, так і менеджменту підприємства.

Проте, зважаючи на стан фондового ринку України в цілому, такий спосіб корпоративного контролю на сьогоднішній день також буде не ефективним і призведе лише до поглинання ВАТ «Опілля» іншим

підприємством. Зважаючи на те, що ВАТ «Бровар» володіє 10,68 відсотків акцій, а ТОВ «Обрій 2005» - 60,31 відсотками акцій, то саме одним із них і буде поглинуте ВАТ «Опілля».

Традиційно розрізняють два види операцій ринку корпоративного контролю – це злиття і поглинання.

Обидва поняття досить місткі і існують різні точки зору на питання про те, до якого виду операції можна віднести ту або іншу операцію.

Один варіант розмежування операцій злиття і поглинання полягає в тому, що під злиттям розуміється фінансова операція, що приводить до об'єднання двох або більше корпорацій в одну, з конвертацією або без конвертації акцій компаній, що зливаються, із збереженням складу власників і їх прав. А під поглинанням розуміється купівля контрольного пакета акцій корпорацією-покупцем корпорації що поглинається.

У іншому розумінні під злиттям мається на увазі контракт, що укладається між групами менеджменту корпорації-мети і корпорації-покупця з приводу продажу першої. Іншими словами, під злиттям розуміється дружнє поглинання. Під поглинанням же розуміється контракт між менеджментом корпорації і акціонерами корпорації, що поглинається, з приводу викупу акцій корпорації-мети. За термінологією першого варіанта це називається “жорстким поглинанням”.

Відмінність між жорстким і дружнім поглинанням (або поглинанням і злиттям за термінами першого варіанта) полягає в тому, що при дружньому поглинанні менеджмент корпорації приймає рішення щодо схвалення або відхилення пропозиції про продаж, а при жорсткому поглинанні таке рішення приймають самі акціонери.

Контролем над менеджментом корпорації служить операція “жорсткого поглинання”. В цьому випадку корпорація-покупець робить тендерну пропозицію власникам корпорації-мети на купівлю акції останньої [45].

Умовні тендерні пропозиції корпорації-покупця вступає в силу тоді,

коли на ринку можна викупити точно певну кількість акцій. Безумовна тендерна пропозиція не залежить від кількості акцій доступних покупцю. У свою чергу, обмежена тендерна пропозиція передбачає кількість акцій, що максимально викупляється, в той час коли в необмеженій тендерній пропозиції таке обмеження відсутнє. Безумовна необмежена тендерна пропозиція одержала назву “що-небудь або все” (“any – or – all” offer) [24].

Існують різні види тендерних пропозицій (рис. 3.3).

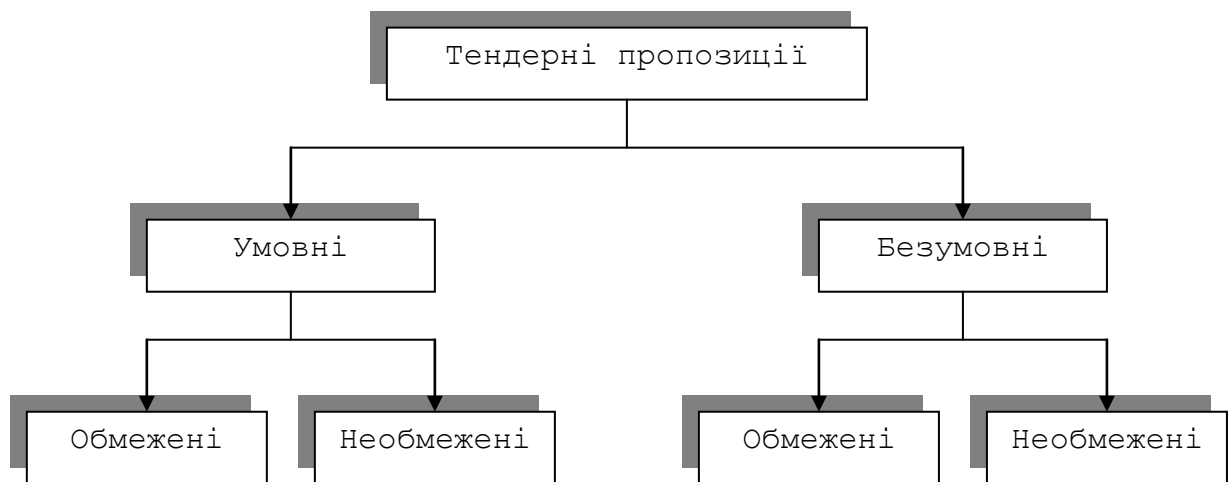


Рис.3.3. Види тендерних пропозицій

Багато хто вважає жорстке поглинання єдиним механізмом, здатним забезпечити діяльність менеджменту на користь акціонерів.

Прихильники цієї думки вважають, що власники замість того, щоб брати активну участь в нагляді за менеджментом корпорації, покладають це на корпорації, що потенційно є корпораціями-покупцями. Таким чином, навіть за відсутності нагляду за діяльністю менеджменту корпорації останній буде намагатися, щоб не стати привабливою метою поглинання, добиватися максимально високої курсової ціни акцій і тим самим діяти на користь власників.

Найбільш ефективний механізм жорсткого поглинання там, де менш ефективна Рада директорів. Це підтверджує той факт, що поглинанню більшою мірою піддаються конгломератні компанії. Доцільно, у зв'язку з



цим розглянути питання контролю з боку фінансового ринку корпоративного управління.

Економічні реалії демонструють недоліки цього механізму. По-перше, прагнення підтримати високий рівень курсової вартості акцій корпорацій спонукує менеджмент проводити в життя лише короткострокові проекти, уникаючи довгострокових, які можуть призвести до тимчасового зниження курсу акцій. По-друге, величезний за набором інструментів механізм протистояння менеджерів корпорацій поглинанню дозволяє їм (менеджерам) перешкоджати процесу поглинання.

Це дозволяє менеджменту корпорації, що поглинається, “рятувати” додатковий прибуток від поглинання. Це так звані “золоті парашути”, що виплачуються у разі поглинання. Найчастіше платниками вихідної допомоги є корпорації-покупці. Проте нерідкі випадки, коли самі акціонери корпорації, що поглинається виплачують вихідну допомогу, щоб менеджмент корпорації не перешкоджав процесу поглинання.

Таким чином, контроль з боку фінансового ринку - ефективний елемент зовнішнього механізму корпоративного управління при добре розвиненому фондовому ринку.

Однією з необхідних умов здійснення зміни менеджменту підприємства шляхом поглинання є наявність значних фінансових коштів корпорації-покупця. Обійти дану умову дозволяє отримання зацікавленою стороною при зміні менеджменту корпорації доручення на голосування за звичайними акціями акціонерів. У разі отримання необхідної кількості доручень, зацікавлена сторона здійснює зміну менеджменту підприємства.

Отже, менеджмент підприємства змушений докладати всіх зусиль для того, щоб саме йому було довірено голосувати за акціями акціонерів, а не стороні, зацікавленій в зміні менеджерів. Ці зусилля полягають в якнайповнішому забезпеченні інтересів акціонерів.

У даному випадку у менеджменту підприємства немає такої різноманітності інструментів протидії отриманню довіреності, як у випадку з

жорстким поглинанням (кращим з інструментів є найбільш ефективна робота на користь акціонерів), все-таки залишається невизначеним, наскільки збігаються інтереси акціонерів з інтересами нового менеджменту підприємства, і в який бік зміниться якість управління корпорацій (які цілі переслідує зацікавлена сторона).

Різноманітність інструментів, що існують у акціонерів для контролю ефективності роботи менеджерів, не означає того, що вони завжди застосовуються. Звичайно зі всього спектра в окремо взятій моделі корпоративного управління використовуються декілька основних механізмів. Формування такої системи, як показують численні дослідження, залежить від того, яким чином і серед кого розподілений акціонерний капітал товариства.

Вирішення питання про те, чи є у підприємства великий власник або ж акціонерний капітал розпорошений, визначає вибір акціонерів: голосувати “руками” (на Раді директорів), або “ногами” (продажами акцій на фондовому ринку).

Акціонерний капітал ВАТ «Опілля» зосереджений в руках трьох осіб, а тому на підприємстві встановлений контроль, і, отже, рішення Ради директорів не може вплинути на менеджмент підприємства.

У випадку якщо капітал розпорошений, найбільш ефективними механізмами контролю за менеджерами є фінансові ринки, використання механізму голосування за дорученням і механізму зв'язку інтересів акціонерів і менеджерів побудовою системи винагороди останніх. Коли, за відсутності значного акціонера, “кермо влади” належать аутсайдерам, то ефективний контроль здійснюється з боку інституту незалежних директорів. До того ж, як показує практика, в тих країнах, де акціонерний капітал більшості корпорацій розпорошений, інтереси акціонерів захищені законодавчо сильніше, ніж в країнах з концентрованим капіталом.

### **3.2. Покращення механізму контролю за управлінням корпоративною власністю**

Організаційним формуванням корпоративного типу, як складним системам, поряд із характерними для всіх підприємств на етапі трансформації економіки суперечностями, властиві й деякі специфічні особливості, які, за певних обставин, можуть стати причиною конфліктів і кризи на підприємстві, а, з іншого боку, можуть відігравати роль ключового фактора успіху та стимулу розвитку [42 с. 31].

Корпоративний контроль - специфічна форма контролю в корпораціях, який охоплює не лише внутрішні управлінські взаємовідносини, а й зовнішні. Корпоративний контроль неможливо трактувати у вузькому значенні, його слід розглядати з позицій діалектичного розвитку різних точок зору і у взаємозв'язку з іншими управлінськими функціями.

Контроль, що здійснюється за господарським товариством власниками, керівництвом та державними органами, має на меті надання надійної інформації зацікавленим особам (акціонерам, керівництву, інвесторам, працівникам, суспільству) та забезпечення захисту і збереження цінних ресурсів, і, особливо, вкладеного капіталу. Контроль здійснюється системою, яка за умови належного функціонування включає правовий режим, прийняття управлінських рішень, права власників, надійну фінансову звітність та корпоративну культуру [67].

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

розподілу обов'язків і належного внутрішнього контролю [49 с. 183].

Корпоративний контроль - це управлінська функція корпорації, що полягає у здійсненні найоптимальніших з погляду витрат ресурсів та досягнення очікуваних результатів шляхом відстеження відхилень та корекції управлінських рішень, що впливають на баланс інтересів учасників корпоративних взаємовідносин, забезпечення ефективного зворотного зв'язку, тобто функції "діяльність корпорації - власник" [15 с. 283].

Корпоративний контроль – це складова системи корпоративного управління, призначена для збалансування інтересів учасників корпоративних взаємовідносин у процесі їх участі в корпоративній діяльності, основними підсистемами якої виступають системи зовнішнього та внутрішнього контролю, включаючи підзвітність та комунікації [29 с. 204].

Завдання системи корпоративного контролю полягає у виявленні відхилень від чинних законів, стандартів, а також порушень принципів корпоративного управління, а отже законності, ефективності, доцільності та ощадливості управління ресурсами і в приведенні системи корпоративного управління до функціонування в потрібному руслі. У процесі корпоративного контролю виявляються і відхилення від прийнятих в суспільстві, визначених чинним законодавством та нормативно правовими документами акціонерного товариства стандартів корпоративної поведінки [40 с. 297].

На нашу думку, консолідована й гнучка система корпоративного контролю складається з двох підсистем – внутрішньої і зовнішньої та відповідних компонентів:

Зовнішня підсистема корпоративного контролю включає:

- систему регулятивних органів, повноваження та обов'язки яких і критерії взаємовідносин з учасниками ринку чітко визначені, забезпечено прозорість ієрархії взаємовідносин між ними;
- систему детальних стандартів діяльності учасників, прав інвесторів, корпоративної практики;
- широку диверсифіковану систему санкцій, що можуть застосовуватися

до порушників чинного законодавства, стандартів корпоративної поведінки, балансу інтересів зацікавлених у діяльності підприємства. При цьому міра відповідальності повинна бути не лише чітко визначеною в чинному законодавстві та у внутрішніх нормативних документах підприємства, але і варіюватися від дуже поміркованих до надзвичайно жорстких;

- систему розкриття інформації (або забезпечення прозорості діяльності компанії) в інтересах зацікавлених у діяльності підприємства.

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

Внутрішній контроль, як управлінська функція, здійснюється на всіх рівнях управління. Система внутрішнього контролю, як відзначає В.Бурцев, орієнтується на забезпечення стабільного становища корпорації на ринку; визнання організації суб'єктами ринку та громадськістю; на своєчасну адаптацію систем виробництва та управління організації до динамічного зовнішнього середовища [59].

Внутрішній контроль організації передбачає визначення фактичного стану об'єкта контролю, порівняння фактичних даних із запланованими, оцінку виявлених відхилень та ступеня їх впливу на функціонування організації; виявлення причин зафіксованих відхилень; створення інформаційної бази для прийняття корегуючих рішень.

Таким чином, метою внутрішнього контролю в корпорації є інформаційне забезпечення системи корпоративного управління для формування ефективних рішень щодо подальшого її функціонування та розвитку.

Тобто, внутрішній контроль організації є невід'ємним елементом кожної стадії процесу управління; "окремою" стадією, яка забезпечує інформаційну прозорість щодо якості процесу управління на всіх стадіях. Отже, хоча функція контролю глибоко інтегрована з іншими функціями управління, разом з тим існує інформаційна інтеграція всередині функції контролю. Інтеграція контролю та

інших функцій на одному рівні управління - це горизонтальна інтеграція, а інформаційна інтеграція функцій контролю на різних рівнях управління (контроль на рівні підрозділу організації) - це вертикальна інтеграція. В результаті інтеграції по горизонталі досягається узгодження окремих елементів управління з метою вирішення певної управлінської проблеми чи досягнення певної мети управління. При вертикальній інтеграції функція контролю реалізується на різних рівнях управління, але на основі однієї і тієї ж інформації, яка узагальнюється. Вертикальна інтеграція необхідна для контролю з боку вищого рівня системи управління.

Система внутрішнього контролю в корпорації включає:

- структуру управління, яка сприяє обміну інформацією та певній колегіальності під час прийняття рішень, для того, щоб уникнути зайвої концентрації влади, що може підвищити ризик зловживань або шахрайства;
- порядок виявлення конфлікту інтересів, який стосується керівників або інших посадових осіб компанії, та інформування про це колегіальних та виборних органів управління, а в деяких випадках і акціонерів;
- порядок, який забезпечує керівництву ефективний контроль за діяльністю компанії та, зокрема, за рухом грошових коштів;
- наявність кваліфікованих внутрішніх ревізорів і контролерів, які відповідають за перевірку дотримання встановленого внутрішнього розпорядку, підзвітних колегіальним та/чи виборним органам управління товариства, а також контроль над всіма аспектами дотримання нормативних актів, належної професійної поведінки та сумлінної ділової практики;
- участь незалежних зовнішніх аудиторів, які беруть на себе відповідальність за аудиторську перевірку звітності компанії, аналіз і підтвердження якості фінансових систем і процедур компанії, а також контроль за дотриманням правил, що застосовуються. В ідеальному випадку аудитори також можуть виконувати функції з підготовки звіту про досягнення компанії в галузі дотримання сформульованих нею принципів корпоративного управління та ділових норм [40 с. 218].

Досягнення вищезгаданих цілей системи внутрішнього контролю можливе за умови впровадження на підприємстві системи контролінгу, яка передбачає ефективне поєднання управлінських функцій планування, регулювання та контролю.

Виходячи з цього, вважаємо, що корпоративний контроль можна визначити і як можливість бути учасником ринку корпоративних інтересів, тобто контроль - це володіння інтересом, який викликає зацікавленість інших суб'єктів корпоративних відносин у його придбанні.

Якщо право власності, а отже і контролю, має свою вартість, продається і купується на ринку корпоративного контролю, то таким же чином інтерес суб'єкта корпоративних відносин має вартість і може продаватися чи купуватися на ринку корпоративних інтересів. Отже, ринок корпоративних інтересів - це специфічне економічне явище; як економічна категорія - це сукупність відносин, що виникають у зв'язку з відмовою одного з учасників корпоративних взаємовідносин від реалізації свого інтересу на користь реалізації інтересу іншої зацікавленої особи за певний зиск.

У процесі дослідження механізмів перерозподілу прав власності на ринках корпоративного контролю ми дійшли висновку, що ринок корпоративного контролю не є лише механізмом отримання контролю над корпорацією. Кон'юнктура ринку корпоративного контролю прямо впливає на кон'юнктуру ринку корпоративних інтересів.

Ринок корпоративного контролю є неодмінним і важливим елементом корпоративного механізму. Тут відбувається перехід права власності на корпорацію, взаємодіють суб'єкти корпоративних відносин. Отже, ринок корпоративного контролю - це специфічне економічне явище; як економічна категорія - це сукупність відносин, що виникають у зв'язку з переходом права власності на корпорацію.

Корпоративний контроль може базуватися як на матеріальних засадах (власності - володінні певним пакетом акцій, фінансових ресурсах), так і на нематеріальних засадах (владі, інтелекті та робочій силі). Причому

найвпливовіші учасники корпоративних взаємовідносин зазвичай мають як матеріальні, так і нематеріальні права для здійснення корпоративного контролю.

Тому за джерелами корпоративного контролю ми пропонуємо виділяти чотири типи контролю, а саме:

- контроль, що впливає із володіння правом власності;
- контроль, що впливає із володіння правом на користування власністю;
- контроль, що впливає із володіння владою;
- контроль, що впливає із володіння можливістю здійснення влади.

У цьому контексті основна проблематика досліджень зводиться до відповіді на запитання – хто найефективніше може контролювати корпорацію – власники, менеджери, працівники, банки, інвестиційні фонди, врешті-решт, інсайдери чи аутсайдери – і як вирішувати конфлікти їхніх інтересів. Водночас, значно менше уваги приділяється питанню – за допомогою яких механізмів і в яких умовах середовища керівники здійснюють контроль.

Саме тому важливим є питання – не хто контролює корпорацію, а за допомогою яких механізмів він це робить і в інтересах якого суб'єкта корпоративних взаємовідносин. Механізми корпоративного контролю визначають умови середовища. На сьогодні вони дозволяють контролювати корпорацію тим учасникам, які мають можливість здійснювати вплив і не нести відповідальності за прийняті чи пролобійовані в органах державної влади рішення. При цьому визначальною щодо можливості здійснення впливу виступає не власність, а доступ до механізмів контролю.

### **3.3. Удосконалення структури власності корпоративних підприємств у процесі управління**

Підвищення ефективності виробничого сектору економіки України залежить від дієвості його основної ланки - виробничих підприємств, які є переважно корпоративними структурами. Необхідність реструктуризації



корпоративної власності пов'язана з тим, що заплутана перехресна система володіння акціями у більшості корпорацій створює серйозні труднощі для подальшого розвитку економічної системи України загалом.

Загальновідомо, що є багато методів підвищення ефективності діяльності підприємств. У фаховій літературі [52] її автори пропонують виділяти основні напрями підвищення ефективності діяльності підприємства, а точніше - напрямки реінжинірингу, зокрема стратегію; організаційну структуру, фінанси, маркетинг, персонал, інвестиції і т. д.; при цьому вважають, що перебудова діяльності виробничого підприємства за такими напрямками дасть змогу розв'язати певні проблеми, що є у підприємства.

Логічно, що саме власник має приймати управлінські рішення стосовно вдосконалення чи реінжинірингу діяльності підприємства, адже такі рішення є стратегічними. Саме тому формування ефективного власника є необхідною умовою реформування підприємства з метою підвищення його ефективності, вважають автори [52]. Це завдання дуже актуальне як для країни в цілому, так і для окремих підприємств. Зокрема, в Україні більшість власників стали ними в результаті приватизації, тобто формально, що й привело до низької ефективності функціонування корпоративних структур ще з моменту їх виникнення.

Оскільки фінансові результати корпорації складаються з прибутку (як результат виробництва товарів і послуг), приросту капіталу (як результат емісії акцій) і доходів від інвестиції вільних грошових коштів (як результат роботи підприємства на ринку цінних паперів), то питання зростання фінансових результатів та підвищення ефективності діяльності корпорації має вирішувати власник, відповідно, він приймає рішення як виробник, емітент та інвестор.

При формуванні власності підприємства корпоративного типу необхідно брати до уваги такі риси, які характерні таким структурам, як: чисельність і неоднорідність власників; динамічність складу власників; відмежованість функцій власника від функцій менеджменту; наявність

акціонерного капіталу і необхідність управління ним; наявність унікальної структури акціонерів.

Відомі різні точки зору щодо впливу структури акціонерів на результати діяльності корпорацій [14]. Проте в Україні, зокрема у промисловому секторі, власність та її структура мають суттєве значення, оскільки структури власності й контролю, що сформувалися на першому етапі приватизації, не були результатом тривалого еволюційного ринкового відбору. Структура власників суттєво впливає на діяльність підприємства як виробника, емітента й інвестора та відповідно, на його ефективність.

Структуру власності визначають [45] співвідношенням різних груп акціонерів, що є однорідними і мають внутрішні (групові) інтереси (чи цілі) та взаємодіють один з одним із приводу впливу на підприємство. Відомі формальні підходи до виділення груп акціонерів [30], але вони в більшості випадків зводяться до наступної класифікації: трудовий колектив; команда менеджерів; держава; зовнішні інвестори.

Разом із тим відповідно до вирішення завдань управління підприємством можна поділити власників на дві групи - тих, хто не хоче мати поточного володіння власністю, а лише хотів би просто отримувати доходи, що генерує ця власність - пасивні. Інші власники - це активні, тобто ті, хто хоче активно брати участь в управлінні підприємством. Звичайно, факт володіння частиною корпоративної власності дає право брати участь в управлінні організацією та ухваленні рішень.

Окрім того, є ще група осіб, яка змінює результати функціонування корпоративної власності, а саме: менеджери, наймані керівники, всі ті, кому власники довіряють права управління своєю власністю від свого імені та в своїх інтересах. Звичайно ж цілі, й правила роботи менеджерів встановлює власник, він визначає їхні права та обов'язки, а також критерії, за якими оцінюватимуть менеджера. Таким чином, власник розв'язує проблему контролю власності з позицій її збереження та ефективності використання, а менеджери досягають окреслених цілей, ухвалюючи поточні й оперативні

рішення і реалізуючи їх, забезпечуючи тим самим ефективне управління власністю [13].

Подібне «роздвоєння» управління підприємством - це розмежування влади у межах системи корпоративного управління. Проте відокремлення власників і менеджменту не може бути і не є абсолютним. Близькість менеджерів до власників виражається і в структурі корпоративного капіталу: менеджмент підприємства є, як правило, активним власником, якщо має частину корпоративного капіталу. Хоча вважають, що, з одного боку, це частково деформує взаємини власників і менеджменту, з іншого - сприяє переплетенню їх економічних інтересів.

Різноманіття інтересів різних видів власників приводить до того, що корпоративні інтереси як сукупність окремих інтересів є надзвичайно широкими; це породжує множину суперечок, що прямо залежна від кількості власників із суперечливими інтересами [40]. Оптимальне поєднання різних типів власників акціонерного капіталу - це результат тривалого економічного розвитку.

У цьому процесі є дві тенденції [30, 45]. Перша - зміна співвідношення фізичних і юридичних осіб серед власників. Неухильне зменшення частки перших обумовлене тим, що вони орієнтовані переважно на отримання поточних доходів у збиток досягненню стратегічних цілей підприємства, а власники - юридичні особи більш зацікавлені в стійких темпах розвитку як умові існування бізнесу в цілому всієї системи підприємств-учасників і віддають перевагу не привласненню, а реінвестуванню прибутку [13].

Тому, юридичні особи прагнуть перерозподілити корпоративну власність (природно, ринковими способами) на свою користь. Цю тенденцію можна простежити, наприклад, у Японії: на початку 1950-х рр. 69% акціонерного капіталу перебувало у фізичних осіб, а на початок 1990-х рр. їхня частка становила тільки 24%, а 67% акціонерного капіталу зосередили в своїх руках юридичні особи - фінансові інститути (42%) та підприємства реального сектору (25%) [59].

Друга тенденція зміни структури корпоративної власності ґрунтована на перерозподілі власності на користь зовнішніх інвесторів. Пакети акцій, що належать акціонерам-працівникам підприємств і менеджменту, - кілька відсотків. Це пояснюють тим, що дрібні пакети акцій для економічної мотивації працівників не мають жодного значення, і тим, що в сукупних доходах громадян переважає заробітна плата. Роздвоєння капіталу на реальний та фіктивний обумовлює деяку суперечність інтересів власників і менеджерів. Власники не в останню чергу орієнтовані на нагромадження фіктивного (зростання дивідендів і курсів акцій) капіталу, менеджери, навпаки, прагнуть, щоб реальний та фіктивний капітал, при можливості, не відмежовувались один від одного [41].

Значна частка зовнішніх інвесторів у акціонерному капіталі дає змогу реалізувати концепцію розпорошеної структури, що характерна для корпоративної власності США. Індивідуальні інвестори є утримувачами 48% акцій [41]. Показово, що в багатьох американських корпораціях важко знайти великих домінуючих інвесторів: частка приватних і пайових пенсійних фондів менше 25%, держави (державних пенсійних фондів) - близько 10%. Залучення дрібних акціонерів є не тільки засобом мобілізації вільних фінансових ресурсів населення, а й зменшує роль акціонерів в управлінні, що дає менеджменту змогу цілеспрямовано реалізовувати інтереси власне корпорації як економічного суб'єкта [59].

Виникає завдання ідентифікації впливу структури власності на діяльність корпорації. Це можна зробити, проаналізувавши типи управлінських рішень, що приймають власники.

Є три рівні ухвалення рішень: власники, менеджмент, службовці (працівники). Службовці (працівники) безпосередньо виконують рішення на своїх робочих місцях. Менеджмент ухвалює переважно оперативні рішення. Власники приймають стратегічні, найважливіші рішення: розподіл прибутків, залучення фінансових ресурсів, добір керівника і т. д. А для забезпечення ухвалення таких рішень, що сприяли б підвищенню цінності

підприємства, динамічному його розвитку, необхідна оптимальна структура власників підприємства.

Відома точка зору [52], що ринковий механізм змушує підприємства зменшити свої витрати, у т. ч. шляхом оптимізації структури корпоративної власності. Проте оптимізувати структуру акціонерів необхідно цілеспрямовано. Зокрема, можна припустити, що структура власників корпорації має бути збалансована за інтересами трьох соціальних груп: трудовий колектив, директорат, зовнішній інвестор. У цьому випадку жодний корисливий інтерес однієї групи не зможе перемогти, наприклад, якщо розподілити між ними по 33,3% акцій [35]. Але це загальний, ідеалізований спосіб оптимізації структури акціонерів промислового підприємства.

Із урахуванням того факту, що кожне корпоративне підприємство унікальне і має специфіку діяльності, що залежна від умов конкретного галузевого ринку, завдання формування оптимальної структури власності необхідно вирішувати на кожному підприємстві.

При цьому, аналізуючи структуру власності підприємства, треба паралельно проаналізувати детально економічний стан підприємства з погляду економічної ефективності його функціонування з такою структурою власності, розглянути динаміку виробничих показників, а також основні фінансові результати (доходи, витрати, прибуток, середню заробітну плату і т. д.). Важливо адекватно відобразити взаємозв'язок між структурою корпоративної власності та економічним станом підприємства. При цьому треба провести структурно-динамічний аналіз корпоративної власності (акціонерного капіталу).

Проектування цільової структури корпоративної власності треба розпочинати лише після опрацювання результатів аналізу, отриманих попередньо й на основі сформованого дерева цілей підприємства на перспективу. Структуру власності можна визначати двома способами: перший - розподіл акцій за основними групами акціонерів (трудовий

колектив, команда директора, держава, зовнішні інвестори); другий - розподіл акцій серед зовнішніх інвесторів.

Формування оптимальної структури власності згаданих корпорацій дасть змогу вітчизняним підприємствам отримати доступ до принципово інших джерел фінансування інвестиційних програм розвитку виробництва. Це, своєю чергою, допоможе забезпечити високий рівень конкурентоспроможності вітчизняних підприємств в довготерміновій перспективі. Таким чином, основним пріоритетом для підприємств України стає формування сучасної та ефективної системи управління корпоративною власністю, а саме її структурою, для реалізації довготермінової стратегії розвитку кожного конкретного підприємства.

Оптимальна структура корпоративної власності має сприяти, з одного боку, концентрації капіталу в руках ефективного власника, а з іншого - відповідності структури капіталу стратегічній меті корпорації. Виходячи з цієї мети, можуть бути поставлені завдання: по скупці акцій у працівників; з продажу куплених акцій членам групи ефективного власника і т. п. [10].

Структуру корпоративної власності оптимізують через перерозподіл акцій серед різних груп акціонерів. При цьому треба пам'ятати: розпорошена структура акціонерного капіталу, яка склалася на багатьох підприємствах, приводить насправді до того, що менеджери фактично виходять із-під контролю власників. Вони отримують можливість розпоряджатись у власних інтересах майном і капіталом, що не належить їм. Наслідками стають відсутність стимулів у керівників і спокуса використання засобів підприємства у власних інтересах на збиток виробництву і зниження в подальшому ефективності підприємства.

Запропонований підхід до оптимізації структури корпоративної власності у вирішенні завдань ефективного управління підприємством власники промислових підприємств можуть використати задля формування принципів ефективного функціонування підприємств; згаданий підхід також допоможе їм розв'язати проблему формування ефективного власника.

Використання такого підходу на підприємствах із розпорошеною структурою власності дасть змогу ідентифікувати і структурувати проблему необхідності формування ефективного власника. Пропозиції можуть бути використані при розробленні програми підвищення ефективності діяльності виробничих підприємств корпоративної форми власності.

### **Висновки до 3 розділу**

За результатами проведеного у третьому розділі дослідження нами сформовано наступні висновки.

1. Корпоративний контроль можна визначити і як можливість бути учасником ринку корпоративних інтересів, тобто контроль - це володіння інтересом, який викликає зацікавленість інших суб'єктів корпоративних відносин у його придбанні.

2. Метою внутрішнього контролю в корпорації є інформаційне забезпечення системи корпоративного управління для формування ефективних рішень щодо подальшого її функціонування та розвитку.

Внутрішній контроль організації є невід'ємним елементом кожної стадії процесу управління; "окремою" стадією, яка забезпечує інформаційну прозорість щодо якості процесу управління на всіх стадіях.

4. Ринок корпоративного контролю не є лише механізмом отримання контролю над корпорацією. Кон'юнктура ринку корпоративного контролю прямо впливає на кон'юнктуру ринку корпоративних інтересів.

5. За джерелами корпоративного контролю ми пропонуємо виділяти чотири типи контролю, а саме: контроль, що впливає із володіння правом власності; контроль, що впливає із володіння правом на користування власністю; контроль, що впливає із володіння владою; контроль, що впливає із володіння можливістю здійснення влади.

б. Формування оптимальної структури власності підприємства дасть змогу отримати доступ до принципово інших джерел фінансування інвестиційних програм розвитку виробництва. Це, своєю чергою, допоможе забезпечити високий рівень конкурентоспроможності вітчизняних підприємств в довготерміновій перспективі.

Таким чином, основним пріоритетом для підприємств України стає формування сучасної та ефективної системи управління корпоративною власністю, а саме її структурою, для реалізації довготермінової стратегії розвитку кожного конкретного підприємства.



## Висновки та пропозиції

За результатами проведеного у дипломній роботі дослідження нами сформовано наступні висновки.

1. Корпоративна власність є, насамперед великою формою акціонерної власності, для якої характерні є три функції: 1) виступає засобом акумуляції капіталу; 2) є засобом залучення акціонерів до розширення власності й контролю за діяльністю апарату управління; 3) виступає засобом створення господарської мотивації, коли акціонер і працівник поєднуються в одній особі.

2. Особливість корпоративної форми власності полягає у тому, що вона зберігає через володіння окремими особами акціями все те позитивне, що несе в собі приватна власність (підприємницький інтерес, ініціативу, свободу вибору та ін.). Водночас корпорація долає обмеженість, притаманну класичній формі приватної власності.

3. Корпоративна власність є найважливішою підсистемою відносин економічної власності між власниками акціонерних підприємств та вищими і середніми менеджерами, з одного боку, й дрібними акціонерами - з іншого з приводу зростання масштабів у сфері безпосереднього виробництва акціонерної власності та привласнення її результатів у сфері обміну та розподілу.

4. Нами проведено узагальнення та сформовано класифікацію корпоративних прав, яка дозволяє найбільш повно об'єднати всі існуючі види корпоративної власності як у світовому масштабі, так і у межах української системи господарювання.

5. Кожна країна має свою власну модель корпоративного управління, характерні риси якої обумовлені особливостями національного менеджменту. Моделі відрізняються за складом учасників, згідно з законодавчою базою, що регулює їхні взаємовідносини, а також такими нюансами, як вимоги до розкриття інформації тощо.

6. На сучасному етапі розвитку корпоративного управління, в західних, зокрема англо-американській, а також континентальній моделях, закладені істотні недоліки, які і призвели до економічних катастроф. Основним тут є наявність контролю за капіталізацією компаній з боку самого фондового ринку: менеджмент корпорацій вимушений будь-якими шляхами боротися за максимізацію капіталізації компанії, бо цього і лише цього від нього чекають акціонери. Акціонери у свою чергу уважно стежать за реакцією аналітиків фондового ринку, а останні ловлять щонайменші коливання повітря, інформацію з корпорації про плановані доходи чергового періоду, частіше короткострокового (кварталу). При такому тиску менеджмент за будь-яких зусиль прагне до зростання доходів, до виведення витрат за баланс, в офшори, а покликані його контролювати «незалежні» аудитори або пов'язані з ним фінансовими інтересами, або стежать лише за формальним дотриманням бухгалтерських правил при очевидній грі з цифрами.

7. На сучасному етапі розвитку глобальної економіки в розвинутих країнах сформовані основні засади корпоративних відносин між акціонерами (власниками) корпорацій, їхніми менеджерами (виконавчими органами), кредиторами, найманими працівниками, державою, різноманітними громадськими організаціями.

8. Система тісних корпоративних відносин будується з урахуванням таких основних принципів: забезпечення максимальної ефективності корпорації, залучення інвестицій, виконання юридичних і соціальних зобов'язань, однаковим ставленням до всіх груп акціонерів, зокрема дрібних і іноземних, дотримання встановлених законодавством прав зацікавлених осіб, ефективне виконання управліннями своїх функцій, забезпечення інформаційної відкритості компанії, своєчасне і повне розкриття інформації зі всіх істотних питань фінансово-господарської діяльності корпорації.

9. Запропоновано цикл управління нерухомістю, що має свою специфіку і визначається, в основному, особливостями використання корпоративної нерухомості.

10. Корпоративний контроль можна визначити і як можливість бути учасником ринку корпоративних інтересів, тобто контроль - це володіння інтересом, який викликає зацікавленість інших суб'єктів корпоративних відносин у його придбанні.

11. Метою внутрішнього контролю в корпорації є інформаційне забезпечення системи корпоративного управління для формування ефективних рішень щодо подальшого її функціонування та розвитку.

Внутрішній контроль організації є невід'ємним елементом кожної стадії процесу управління; "окремою" стадією, яка забезпечує інформаційну прозорість щодо якості процесу управління на всіх стадіях.

12. Ринок корпоративного контролю не є лише механізмом отримання контролю над корпорацією. Кон'юнктура ринку корпоративного контролю прямо впливає на кон'юнктуру ринку корпоративних інтересів.

13. За джерелами корпоративного контролю ми пропонуємо виділяти чотири типи контролю, а саме: контроль, що впливає із володіння правом власності; контроль, що впливає із володіння правом на користування власністю; контроль, що впливає із володіння владою; контроль, що впливає із володіння можливістю здійснення влади.

14. Формування оптимальної структури власності підприємства дасть змогу отримати доступ до принципово інших джерел фінансування інвестиційних програм розвитку виробництва. Це, своєю чергою, допоможе забезпечити високий рівень конкурентоспроможності вітчизняних підприємств в довготерміновій перспективі.

Таким чином, основним пріоритетом для підприємств України стає формування сучасної та ефективної системи управління корпоративною власністю, а саме її структурою, для реалізації довготермінової стратегії розвитку кожного конкретного підприємства.

### Список використаних джерел

1. Андрушків Б.М., Черничинець С.П. Корпоративне управління. Навчальний посібник / Б.М. Андрушків, С.П.Черничинець. – К.: Кондор, 2011. – 528 с.
2. Бандурин А. В. Деятельность корпораций. – М.: БУКВИЦА, 1999. – 600 с.
3. Бизнес в XXI веке: повестка дня. Что необходимо сделать каждой компании, чтобы стать лидером рынка в текущем десятилетии. Майкл Хаммер Хорошая книга. - 2005. – 336 с.
4. Білорус О. Г. Глобальні трансформації і стратегії розвитку. НАН України. Ін-т світ. економіки і міжнар. відносин. – К., 1998. – 416 с.
5. Большой экономический словарь [под редакцией А. Н. Азрилияна]. - 3-е изд. Стереотип. - М. : Институт новой экономики, 1998 - 864 с.
6. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов 2-е рус. изд. (пер. Н. Барышниковой с 7-го междунар. изд. ). - М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2008. - 1008 с.
7. Булеев И.П. Механизм хозяйствования предприятий и объединений трансформационной экономики / И.П. Булеев, Н.Д. Прокопенко, Н.Е. Брюховецкая и др.: Монография / НАН Украины, Ин-т экономики пром-сти. – Донецк, 2007. – 526 с.
8. Булеев И.П. Предприятие в системе общественных отношений: институциональный аспект / НАН Украины. Ин-т экономики пром-сти. – Донецк, 2006. – 424 с.
9. Булеев И.П. Трансформация общества и экономика: опыт и перспективы / НАН Украины. Ин-т экономики пром-сти. – Донецк, 2006. – 336 с.
10. Васильев С. В. Витоки виникнення та існування власності / С. В. Васильев // Держава та регіони. - 2004. - № 3. - С. 43-47. - (Серія: Економіка та підприємництво).
11. Вечканов Г. С. Краткая экономическая энциклопедия [Г. С. Вечканов, Г. Р. Вечканова, В. Т. Пуляев]. - СПб. : Петрополис, 1998. - 509 с.

12. Гальчинський, А. Історизм відносин власності: методологічні аспекти аналізу / А. Гальчинський // Економіка України. - 1993. - № 9. - С. 41-49.
13. Гераськин М. И. Согласование экономических интересов в корпоративных структурах / М. И. Гераськин. - М. : Анко, 2005. - 293 с.
14. Гибсон Д. Организации: поведение, структуры, процессы / Д. Гибсон, Д. Иванцевич, Д. Доннели ; пер. с англ. - М. : ИНФРА-М, 2000. - 662 с.
15. Гриньова В.М. Організаційно-економічні основи формування системи корпоративного управління в Україні. – К., 2003. – 324 с.
16. Данько, М. С. Формування корпоративних структур в Україні / М. С. Данько // Економіка і прогнозування. - 2005. - № 4. - С. 50-66.
17. Долгопятова, Т. Г. Отношения собственности и модели корпоративного контроля в российской промышленности (по материалам эмпирических исследований) / Т. Г. Долгопятова. - М. : ГУ-ВШЭ, 2000. - 51 с.
18. Економічна енциклопедія: в 3 т. [відп. ред. С. В. Мочерний]. - К. : Академія, 2000 - Т. 1. - 2000. - 864 с.
19. Енциклопедія бізнесмена, економіста, менеджера [під редакцією Романа Дяківа та ін.]. - К. : Міжнародна економічна фундація, 2000. - 704 с.
20. Экономическая энциклопедия [Науч.-ред.совет. изд-ва «Экономика»; Ин-т Экон. РАН; гл. ред. Л. И. Абалкин]. - М. : Экономика, 1999. - 1055 с.
21. Экономическая энциклопедия. Политическая экономия. в 4-х томах [гл. ред. А. М. Румянцев]. - М. : Советская энциклопедия, 1972-1980. - Т. 3. - 1979. - 624 с.
22. Євтушевський В. А. Основи корпоративного управління : навч. посіб. [В. А. Євтушевський]. - К. : Знання- Прес, 2002. - 317 с.
23. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України за 2005 рік // <http://www.ssmc.gov.ua/>
24. Капелюшников Р. Собственность и контроль в российской промышленности / Р. Капелюшников // Вопросы экономики. - 2001. - № 12. - С. 103-124.
25. Карапетян Д., Грачева М. Корпоративное управление: основные понятия и

- результаты исследовательской практики. – Management.com.ua. – <http://www.management.com.ua/strategy/str076.html.%20/%20ЖУК.%20–%202004.> – № 01(32). – С. 24.
26. Кейнс, Дж. М. Избранные произведения : пер. с англ. / Дж. М. Кейнс. - М. : Экономика, 1993. - 543 с.
27. Коротков Э.М. Антикризисное управление. Учебник-ИНФРА-М, 2008. – С. 619.
28. Корпоративне управління в Україні: теоретико-методологічні аспекти: монографія / [О. М. Сохацька, Н. П. Тарнавська, С.П.Черничинець та ін.] – Тернопіль: Економічна думка, 2007. – 359 с.
29. Корпоративное управление. Владельцы, директора и наемные работники акционерного общества [Текст] / пер. с англ. ; ред. М. Хессель. - М. : Джон Уайли энд Санз, 1996. - 240 с.
30. Круглов М. И. Сложные системы и их анализ / М. И. Круглов. - М. : Институт управления народным хозяйством, 1975.
31. Кумз П., Уотсон М., Кампос К., Ньюэлл Р., Уилсон Г. Цена корпоративного управления // Вестник McKinsey. - <http://www.vestnikmckinsey.ru/>. – 2003. - №1 (3).
32. Кучерявський, П. Л. Разгосударственная собственность в переходной период экономики в Украине / П. Л. Кучерявський. - Х. : Консум, 1997. - 467 с.
33. Лазар, Я. Собственность в буржуазной правовой теории / Я. Лазар. - М., 1985.
34. Маєр К. У пошуках кращого директора. Корпоративне управління в перехідній та ринковій економіках. – К.: Основи, 1996. – 189 с.
35. Мартыненко Н. Технология менеджмента : учебник для студентов высш. уч. заведений / Н. Мартыненко. - К.: МП «Леся», 2007. - 800 с.
36. Матеріали семінару «Проект корпоративного управління Україні». Тема 1 «Сутність та принципи корпоративного управління». – Харків: Міжнародна Фінансова Корпорація, 2000. – 120 с.

37. Міжнародна Фінансова Корпорація <http://www2.ifc.org/ukraine/>
38. Мочерний С. В. Економічна теорія: посібник [С. В. Мочерний]. - К.: Академія - (Альма-матер), 2001. - 656 с.
39. Мочерний С.В., Устенко О.А., Чеботар С.І. Основи підприємницької діяльності: Посібник. – К.: Академія, 2001. – 280 С.
40. Педько А. Б. Власність, контроль і конфлікт інтересів в акціонерних товариствах / А. Б. Педько. - К. : Києво-Могилянська академія, 2008. - 325 с.
41. Пинк Д. Нация свободных агентов: как новые независимые работники меняют жизнь Америки / Дениел Пинк. - М. : Секрет фирмы, 2005. - 328 с.
42. Практика корпоративного управління в Україні / Кітєла І., Кіняєв О. – К.: Міжнародна фінансова корпорація, 2005. – 87 с.
43. Принципи корпоративного управління України, схвалені рішенням ДКЦПФР від 11.12.2003 №571
44. Рамазанов, А. А. Категория “собственность” как предмет общественного знания / А. А. Рамазанов // Вопросы экономических наук. - 2005. - № 1. - С. 8-15.
45. Рассел Л. Акофф Планирование будущего корпорации / Рассел Л. Акофф ; пер.с англ. - М. : Сирин, 2002. - 256 с.
46. Рибалкін В. Акціонерна власність - внутрішня основа формування і функціонування соціального ринкового господарства [В. Рибалкін, Л. Мамичева]. Економіка України. - 1998. - № 2. - С. 92-101.
47. Рибалкін, В. О. Теорія власності / В. О. Рибалкін, І. В. Лазня. - К. : Логос, 2000. - 279 с.
48. Розенберг Д.М. Бизнес и менеджмент. Терминологический словарь - М.: ИНФРА – М., 1997. – 105 с.
49. Россинский В.И. Основы корпоративного управления: Учебное пособие / В.И. Россинский. – Ростов н/Д.: Феникс; Новосибирск: Сибирское соглашение, 2006. – 252 с.
50. Современный экономический словарь [Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е.

- Б. Стародубцева]. - М. : ИНФРА, 1997. - 496 с.
51. Сохацька О. Формування нової парадигми корпоративного управління в глобальному середовищі. – Вісник ТДЕУ № 3.- 2006. – С.24
52. Структура собственности корпоративного предприятия / под ред. проф. В. И. Захарченко. - Одесса : Наука и техника, 2007. - 112 с.
53. Тарасенко О.С. Акціонерна і корпоративна власність: сумісне і особливе // Академічний огляд.–ЗАТ. Дніпропетровський університет економіки і права. – 2007. -- №2. – С.15-20.
54. Тарасенко О.С. Корпоративна власність в інституціональній економіці // Вісник. Науковий журнал Донецького національного університету економіки і торгівлі ім.М.Туган-Барановського. – Економічні науки. -- №3 (35).-- Донецьк: ДНУЕТ. – 2007. –С.80-86.
55. Тарасенко О.С. Корпоративна власність України: особливості формування // Научные труды Донецкого национального технического университета. – Сер.: экономическая. –Вып.31(117).-- Донецк: ДонНТУ .-- 2007.-С.111-117.
56. Тарасенко О.С. Структурування власності: еволюція процесу // Наукові праці Донецького національного технічного університету. -- Сер.: економічна. –Вип.30 (114). – Донецьк: ДонНТУ. --2006. – С.22-30.
57. Тарасенко О.С. Функціонування суб'єктів господарювання в системі корпоративного сектора економіки // Вісник Харківського національного університету ім.В.Н.Каразіна. – Економічна серія. -- №779. – Харків: ХНУ. -- 2007.-- С.37-41.
58. Турська Н. Соціально-економічний зміст корпоративної власності [Електронний ресурс] / Н. Турська // Соціально-економічні проблеми і держава. — 2011. — Вип. 1 (4). — Режим доступу до журн.: [http://sepd.tntu.edu.ua/images/stories/pdf/2011/11\\_tnizkv.pdf](http://sepd.tntu.edu.ua/images/stories/pdf/2011/11_tnizkv.pdf).
59. Турська Н. Удосконалення структури власності корпоративних підприємств у процесі управління [http://www.nbu.gov.ua/portal/Soc\\_Gum/inek/2011\\_3/65.pdf](http://www.nbu.gov.ua/portal/Soc_Gum/inek/2011_3/65.pdf)



60. Управление организацией. Энциклопедический словарь [под ред. А. Г. Поршнева, А. Я. Кибанова, В. Н. Гуниной]. - М. : ИНФРА-М, 2001. - 822 с.
61. Хавина С. Государственное регулирование в современной смешанной экономике // Вопросы экономики. 1994 . № 11.
62. Храброва И.А. Корпоративное управление: вопросы интеграции. Аффилиро-ванные лица, организационное проектирование, интеграционная динамика. – М.: АЛЬПИНА, 2000. – 198 с.
63. Черничинець С.П. Інституціональні проектування системи корпоративного управління в акціонерних товариствах / Світлана Черничинець // Економіка та управління підприємствами машинобудівної галузі: проблеми теорії та практики. – ХАІ. – 2010. - С. 17-23
64. Чимерис А. Рейдер, слабых мест любитель// [www.liga.net](http://www.liga.net)
65. Чуб Б.А. Диверсифицированные корпорации в современной экономике России / Под ред. В.В. Бандурина. – М.: БУКВИЦА, 2000. – 184 с.
66. Шеин В.И., Жуплев А.В., Володин А.А. Корпоративный менеджмент: опыт России и США. – М.: ОАО «Типография «Новости», 2000. – 280 с.
67. Шершньова З.Є. Ідентифікація бар'єрів впровадження корпоративного управління в Україні // Теоретичні та прикладні питання економіки. Збірник наукових праць. Випуск 8.(за заг. ред. д.е.н., проф. Євтушевського В.А., к.е.н., доц. Бутенко Н.В.) – К.: 2005. – С.27 – 33.
68. Юксвярав Р.К., Хабакук М.Я., Лейманн Я.А. Управленческое консультирование: теория и практика. М.: Экономика, 1988.
69. Шкільняк М. М. Управління державною власністю: теоретична концептуалізація та практичні аспекти / М. М. Шкільняк. - Тернопіль: Синтез-Поліграф, 2004. - 319 с.