

**В.М. Гончаров, М.В. Зось-Кіор, В.Ю. Ільїн**

# **КОРПОРАТИВНЕ УПРАВЛІННЯ**

---

**Навчальний посібник**

**Луганськ  
ЛНАУ  
2011**

**ББК 65.050**

**Г65**

Навчальний посібник рекомендовано до друку Вченою радою  
Луганського національного аграрного університету  
(протокол № 6 від 02.07.2010 р.)

Рецензенти:

**В.В. Дорофієнко** - завідувач кафедру менеджменту невиробничою сфери Донецького державного університету управління, д. е. н., професор;

**М.К. Пархомець** - завідувач кафедру аграрного бізнесу і обліку Тернопільського національного університету, д. е. н., професор;

**С.О. Юшин** - головний науковий співробітник Відділу проблем галузевого і територіального управління ННЦ „Інститут аграрної економіки”, д. е. н., професор.

**Гончаров В.М., Зось-Кіор М.В., Ільїн В.Ю. Корпоративне управління / Навчальний посібник.** – Луганськ: ЛНАУ, 2011. - 645 с.

**ISBN 978-617-563-035-9**

Даний навчальний посібник з корпоративного управління один із перших в Україні з аграрною специфікою. Робота якісно структурована за двома модулями: суть корпоративного управління і система корпоративних відносин та практичні аспекти формування і функціонування корпоративних структур. Зміст модулів розкривається у 8 темах: сутність корпорації і корпоративного управління, особливості формування і функціонування корпоративних структур, система корпоративних відносин, ефективність управління роботою корпоративних структур; управління активами корпорації, корпоративна культура та рейтингування корпорацій, антикризовий корпоративний менеджмент, державне регулювання господарською діяльністю корпорацій.

Розраховано на студентів економічних спеціальностей вищих навчальних закладів, аспірантів. Посібник буде корисним також фахівцям у галузі державного управління, управління підприємствами АПК, підприємцям.

**ISBN 978-617-563-035-9**

© Гончаров В.М.,  
Зось-Кіор М.В., Ільїн В.Ю., 2011  
© „ЛНАУ”, 2011

# Зміст

|   |     |
|---|-----|
| <b>Передмова</b> .....  | 5   |
| <b>Модуль I. Суть корпоративного управління і система корпоративних відносин</b> .....                | 7   |
| <b>Тема 1. Сутність корпорації і корпоративного управління.</b> .....                                 | 7   |
| 1.1. Суть корпоративного управління, його суб'єкти та об'єкти .....                                   | 7   |
| 1.2. Функції корпоративного управління .....  | 21  |
| 1.3. Формування і реалізація корпоративних інтересів ...  | 25  |
| <b>Тема 2. Особливості формування і функціонування корпоративних структур</b> .....                   | 38  |
| 2.1. Особливості й організаційно-правові ознаки корпоративних структур, їх класифікація .....         | 38  |
| 2.2. Моделі корпорацій .....  | 45  |
| 2.3. Корпоративна реструктуризація економіки .....  | 63  |
| <b>Тема 3. Система корпоративних відносин</b> .....   | 87  |
| 3.1. Система корпоративних відносин у країнах світу ...   | 87  |
| 3.2. Структура управлінських органів корпоративних утворень та принципи їх функціонування .....       | 125 |
| 3.3. Різні рівні складності корпоративних структур і прийняття господарських рішень .....             | 146 |
| 3.4. Проектування корпоративних структур .....  | 153 |
| <b>Тема 4. Ефективність управління роботою корпоративних структур</b> .....                           | 170 |
| 4.1. Матеріально-технічні та фінансові потоки в корпораціях .....                                     | 170 |
| 4.2. Система критеріїв ефективності корпоративної структури і досягнення інтегральної ефективності .. | 201 |
| 4.3. Економічний потенціал корпоративного об'єднання .  | 265 |
| <b>Висновки за модулем I</b> .....  | 280 |
| <b>Тестові завдання за модулем I</b> .....  | 282 |

|  |            |
|--|------------|
| <b>Модуль II. Практичні аспекти формування і функціонування корпоративних структур . . .</b> | <b>291</b> |
| <b>Тема 5. Управління активами корпорації . . . . .</b>                                      | <b>291</b> |
| 5.1. Управління капіталом у корпораціях, методи оцінки капіталу . . . . .                    | 291        |
| 5.2. Обіг корпоративних цінних паперів. . . . .  | 312        |
| 5.3. Управління рухом акцій, роль фінансових посередників . . . . .                          | 338        |
| 5.4. Корпоративні інститути та проблеми захисту прав власності . . . . .                     | 391        |
| <b>Тема 6. Корпоративна культура та рейтингування корпорацій . . . . .</b>                   | <b>418</b> |
| 6.1. Форми корпоративного контролю. Корпоративний аудит . . . . .                            | 418        |
| 6.2. Корпоративна культура . . . . .   | 442        |
| 6.3. Рейтингування корпоративних структур . . . . .  | 457        |
| <b>Тема 7. Антикризовий корпоративний менеджмент . . . . .</b>                               | <b>466</b> |
| 7.1. Ризики створення і функціонування корпоративних структур . . . . .                      | 466        |
| 7.2. Особливості антикризового управління в корпораціях . . . . .                            | 477        |
| <b>Тема 8. Державне регулювання господарською діяльністю корпорацій . . . . .</b>            | <b>511</b> |
| 8.1. Державне регулювання корпоративного сектору . . . . .                                   | 511        |
| 8.2. Депозитарна система . . . . .   | 537        |
| 8.3. Державний корпоративний сектор . . . . .  | 547        |
| <b>Висновки за модулю II . . . . .</b>   | <b>572</b> |
| <b>Збірник тестових завдань до модулю II . . . . .</b>                                       | <b>575</b> |
| <b>Додатки . . . . .</b>   | <b>588</b> |
| <b>Список рекомендованих джерел . . . . .</b>  | <b>619</b> |

# Передмова

Членство України у СОТ обумовлює необхідність формування суб'єктів бізнесу, в т.ч. аграрного, спроможних протистояти експансії потужного комерційного посередницького капіталу. Це потребує стимулювання розвитку в Україні агроструктур, здатних використовувати весь комплекс конкурентних переваг в сучасних глобалізаційних процесах.

В умовах економічної кризи, коли аграрний сектор завдяки ефекту синергії здатен бути локомотивом всієї економіки України, дослідження роботи даних структур саме в АПК актуальне, а знання щодо роботи корпоративних агроструктур мають неабияку вагу та попит. Це і обумовило написання даного навчального посібника.

Індивідуальне підприємництво у сільському господарстві без спільного виходу на наступні за виробництвом сфери агробізнесу не може забезпечити достатній для розширеного відтворення рівень ефективності господарювання та одержання вагомих доходів власниками земельних і майнових паїв. Одним із перспективних варіантів вирішення даних проблем є корпоративний устрій, який дозволяє за рахунок ряду синергій значно підвищити фактичний та перспективний потенціали сільського господарства.

Проблематика корпоративних відносин, їх становлення, можливі шляхи розвитку і поширення в аграрному секторі економіки України досліджені недостатньо, а потреба в їх науковому осмисленні відчувається все гостріше.

Тому мета посібника полягає в узагальненні теоретичних і методичних положень щодо діяльності та удосконалення управління вітчизняних аграрних корпоративних структур. Результатами проведеного дослідження стало: узагальнення теоретичних та методичних досліджень накопиченого вітчизняного та закордонного досвіду щодо категоріального, наукового та методичного апаратів корпоративної тематики;

систематизація позитивних та негативних наслідків розвитку корпоративного сектору аграрної економіки зовнішнього та внутрішнього характеру; видокремлення складових конкурентоспроможності корпоративних структур, а також їх потенціалу як виробничих систем; уточнення переваг, недоліків та перспектив розвитку корпорацій в аграрному секторі; розробка принципів корпоративного управління для аграрних і агропромислових корпорацій.

Розподіл роботи:

Гончаров В.М. - передмова, підрозділи 2.3-5.4, 3.1, 5.3, 8.1; висновки до модулів I, II;

Зось-Кіор М.В. - підрозділи 3.2-3.4, 4.2-4.3, 6.1, розділ 7; тестові завдання до модулів I, II;

Ільїн В.Ю. - розділ 1, підрозділи 2.1-2.2, 4.1, 5.1-5.2, 6.2-6.3, 8.2-8.3, додатки, список рекомендованих джерел.

Матеріали навчального посібника розраховані на спеціалістів агропромислового комплексу, студентів, магістрантів, аспірантів, викладачів та науковців вищих навчальних закладів.

Автори висловлюють глибоку вдячність за підтримку проведення досліджень і публікацію навчального посібника ректору Луганського національного аграрного університету, члену-кореспонденту НААНУ, доктору економічних наук, професору Ткаченко Валентині Григорівні.

# МОДУЛЬ I

## СУТЬ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ І СИСТЕМА КОРПОРАТИВНИХ ВІДНОСИН

### ТЕМА 1. СУТНІСТЬ КОРПОРАЦІЇ І КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ

---

---

#### 1.1. СУТЬ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ, ЙОГО СУБ'ЄКТИ ТА ОБ'ЄКТИ

---

Головна мета ринкового реформування економіки України – створення сприятливих умов для реалізації прагнень і здібностей кожного члена суспільства, прискорення технологічного і економічного розвитку вітчизняних підприємств, забезпечення стабільного соціально-економічного зростання. При цьому на кожен галузь покладене конкретне завдання, обумовлене її специфікою.

Аграрний сектор економіки, формуючи її ринковий соціально-орієнтований характер, через трансформації має вирішити три рівнопріоритетних **стратегічних мети**:

- 1. Забезпечення продовольчої безпеки держави.*
- 2. Формування сталого, ефективно функціонуючого, експортоорієнтованого сільського господарства, що базуватиметься на конкурентних перевагах.*
- 3. Розвиток сільської місцевості в межах сільськогосподарського виробництва.*

Сучасна довготривала криза в аграрному секторі не тільки не дозволяє вирішувати зазначені задачі, але й здешевлює вартість аграрних активів до безціни, загрожує їх розкраданням та

деградацією сільського населення. Така ситуація не дозволяє однозначно оцінити зміни, що відбулися під впливом аграрних трансформацій, і зумовлює необхідність виваженого, науково обґрунтованого підходу до подальших перетворень.

Реформування і приватизація в аграрному секторі економіки супроводжувалися подрібненням великих господарств, руйнуванням тваринницьких комплексів і порушенням інтеграційних відносин із переробною промисловістю. Переміщення виробництва сільгосппродукції в дрібнотоварні господарства (без їх кооперування), продукція яких є неконкурентоспроможною на світових ринках – тимчасове явище перехідної економіки.

Набута кількість малих підприємств вимагає переходу до нової якості економічних відносин, яка була б адекватною тим загрозам і ризикам, що генерує по відношенню до них ринкове середовище. Найбільш відповідним поточній ситуації в країні та прогнозам на довгострокову перспективу виявляється їх генезис у напрямі до *корпоративної інтеграції*, у якій інтегратором виступає власник землі. Саме вона може сформувати на селі реального власника-господаря; зорієнтувати сільське господарство на інноваційний шлях розвитку; не втрачати, а підвищувати ринкову вартість земельних і майнових паїв; взагалі бути основним елементом еволюції організаційно-правових форм ведення бізнесу в напрямі концентрації та кооперування сільгоспвиробництва.

*Концентрація* виробництва передбачає зростання капіталовкладень за рахунок власних нагромаджень і позичкових коштів, що призводить до підвищення обсягу виробництва в рамках даного підприємства, тобто інтенсифікації виробництва в ньому. Межі концентрації багато в чому визначаються розміром тієї частини доданого продукту, яку суспільство може на даному етапі виділити на нагромадження. Інтенсифікація виробництва в рамках окремих



підприємств – перша форма концентрації виробництва в сільському господарстві.

*Централізація* виробництва передбачає об'єднання кількох виробничих одиниць в одну. Але її межі ширші, оскільки при цьому відбувається перерозподіл наявних виробничих фондів. Техніка і технологія поки що залишаються попередніми. Централізація також призводить до збільшення розмірів господарства, і тому є другою формою концентрації виробництва. В реальній дійсності обидві форми концентрації виробництва переплітаються між собою.

Підвищення рівня концентрації сільськогосподарського виробництва сприяє і прояву переваг поглибленої його *спеціалізації*. В свою чергу, удосконалення спеціалізації підвищує економічну, технологічну і соціальну ефективності господарства. На цій основі зростають нагромадження, що сприяє в перспективі подальшій концентрації виробництва.

Концентрація виробництва шляхом поглиблення спеціалізації сільськогосподарських підприємств є підготовчим етапом для подальшого *кооперування* в сільському господарстві.

Концентрація виробництва в окремих галузях сільського господарства може виходити за межі окремого сільськогосподарського підприємства. Використання нової техніки і технологій, капітальне будівництво часто бувають не під силу окремим господарствам. Створення міжгосподарських об'єднань відкриває простір для подальшого поглиблення спеціалізації підприємств, підвищення ефективності капіталовкладень, росту нагромаджень та індустріалізації виробництва.

В основній своїй масі розміри існуючих господарств не дозволяють доволі ефективно вести сільгоспвиробництво. Виникає потреба його розширення, в основному на новій технічній, технологічній та організаційній базі. Крім того, концентрація сільськогосподарського виробництва посилюється також конкуренцією на галузевих ринках. Вона призводить, з

одного боку, до *банкрутства* ряду підприємств, їх *поглинання* великими, а з другого – стимулює процеси *добровільного об'єднання* товаровиробників.

Поряд із галузевою спеціалізацією сільськогосподарського підприємства, в ньому незалежно і одночасно відбувається процес *внутрішньогалузевої спеціалізації* виробництва. Тобто, галузь господарства розчленовується на окремі стадії виробництва (або групи культур, наприклад, в овочівництві), які зі збільшенням розмірів галузі можна виділити в самостійні сільгосппідприємства чи великі його підрозділи. Однак, доцільність такого поглиблення внутрішньогалузевої спеціалізації залежить від розмірів господарства і технічної оснащеності даної галузі або її стадії. В умовах дрібного господарства, або навіть окремого середнього за розмірами сільгосппідприємства, такий внутрішньогалузевий поділ праці звичайно недоцільний. Але воно ефективне або при дуже великих розмірах окремого сільгосппідприємства, або в умовах кооперування в даній галузі ряду підприємств.

*Деконцентрація сільського господарства України* - закономірний процес його низької поточної ефективності, що на мікрорівні, в першу чергу, визначається рівнем менеджменту. Сучасний менеджмент присутній лише в 15% реформованих господарств, які встояли в ході реформ і виробляють 2/3 загального обсягу продукції підприємств даного сектору, успішно вирішують соціальні питання.

Принципи низького рівня ефективності сільського господарства в Україні криються не у великогосподарській структурі, а у самій системі господарювання. Результати дослідження досвіду розвинутих країн з ринковою економікою підтверджують, що великі ферми, незалежно від форм власності та організаційно-правових форм, за ефективністю мають переваги над дрібнотоварним виробництвом.

Різні типи дрібних агроформувань, у порівнянні з великими, мають певні недоліки: втрата ефекту „масштабу”; розпорощення

фінансового, кадрового, науково-технічного потенціалів; здійсненням крупних інноваційно-інвестиційних проєктів; опрацювання й запровадження у практику інструментів внутрішньофірмового, а тим більше корпоративного менеджменту, відстає від темпів реструктуризаційних перетворень; неспроможність конкурувати з досвідченими та впливовими бізнес-альянсами ЄС та світу.

Можливість зростання експорту сільгосппродукції та продуктів її переробки з України як члена СОТ потребує відродження великотоварного виробництва, яке в ринкових умовах, як переконує світовий досвід, в основному ґрунтується на корпоративному та кооперативному бізнесі.

***Корпорація є однією з форм об'єднань підприємств, яка визначається Господарським кодексом України (ст.120, п. 3) як договірне об'єднання, що створюється на основі поєднання виробничих, наукових і комерційних інтересів підприємств, які об'єдналися, з делегуванням ними окремих повноважень централізованого регулювання діяльності кожного з учасників органам управління корпорації.***

Отже, вітчизняне законодавство відокремлює поняття корпорації та акціонерного товариства, передбачаючи тим самим створення корпорацій у формі асоціації, консорціуму, промислово-фінансової групи, холдингу.

Щодо визначення поняття „корпорація” єдиної думки серед вітчизняних та закордонних вчених не існує (табл. 1.1).





Так, дореволюційні російські та радянські словники тлумачать його як групу осіб, поєднаних спільними інтересами, що утворили юридичну особу задля досягнення певної мети.

З 1991 р. домінує дещо інше тлумачення – юридична особа, сформована на добровільній основі зацікавленими особами заради досягнення певної мети через колективне підприємство, зокрема, у вигляді акціонерного товариства, що має наступні ознаки:

- дольова власність;
- наймані управлінці;
- контрактні форми зв'язків;
- делегування частини повноважень центральному утворенню.

Узагальнення тлумачень закордонних енциклопедій визначило наступне визначення корпорації – довгий час життєздатна юридична особа з обмеженою відповідальністю, створена групою осіб для ведення підприємницької діяльності на добровільній основі, зазвичай, у вигляді акціонерного товариства великого розміру, заснована на дольовій власності з залученням найманих управлінців (табл. 1.1).

Дані особливості корпорації знаходять широкого вжитку у її характеристиці сучасними дослідниками, які на перший план виводять *наступні ознаки*:

1. *Юридичний статус.*
2. *Дольова власність учасників.*
3. *Обмежена відповідальність.*
4. *Відокремлення власності від управління.*
5. *Розвинені партнерські відносини між суб'єктами господарювання.*
6. *Наявність в об'єднанні юридичних осіб спеціалізованої керуючої компанії.*

Серед іншого, слід наголосити на інтеграційну складову корпорації та присутність у ній акціонерної власності.

Однак, визначення галузевих корпорацій, що враховувало б, до того ж, українські реалії, відсутні. Тому, доцільне власне трактування „аграрної корпорації”, в т. ч. з урахування нормативно-правової бази, що регламентує діяльність аграрних формувань, зокрема Закону України від 17 грудня 1998 р. № 320-XIV „Про фіксований сільськогосподарський податок”.

*Аграрна корпорація - об'єднання групи самостійних юридичних осіб, у товарній продукції якого питома вага власної сільськогосподарської продукції та продукції її переробки складає не менше 75%, та в якому особи пов'язані відносинами організаційної й економічної залежності, що проявляється, по-перше, в будь-якій формалізованій інтеграції активів з метою створення нового (або збільшення існуючого) підприємницького потенціалу, по-друге, в участі в статутному капіталі або управлінні, по-третє, в координації своєї діяльності шляхом створення головного підприємства у формі акціонерного товариства.*

Корпорація, як інтеграційна підприємницька структура, характеризується об'єднанням матеріальних, фінансових, трудових, земельних ресурсів та ефективним їх використанням за рахунок *ефекту синергії*. Він проявляється в тому, що об'єднання кількох підприємств дає вищу вартість виробничих активів, ніж проста їх сума, яка досягається в результаті:

1. Розподілу накладних витрат і узгодження виробництв.
2. Вдосконалення захисту ринкових інтересів малих підприємств.
3. Консолідації великих фінансових потоків в одному місці та зниженні сукупної потреби декількох юридичних осіб під єдиним управлінням в обігових коштах; підвищення інвестиційної привабливості, централізації управління, що відкриває простір для маневру при оптимізації бізнес-процесів; можливості диверсифікувати ринкові ризики.

4. *Раціонального використання матеріальних, фінансових і людських ресурсів.*

5. *Єдності цілей розвитку, тісноти внутрішніх і слабкості зовнішніх зв'язків, загального критерію оптимальності (мінімізація витрат за етапами відтворювального процесу, розширення масштабів і збільшення ринкової частки).*

6. *Координування та збалансування етапів виробничого процесу – від виробництва сировини до продажу готової продукції, підвищення якості продукції, ліквідації багатьох посередницьких ланок.*

7. *Від економії витрат на виробництво одиниці продукції (операційна синергія) і економії податків (фінансова синергія) тощо.*

Саме можливість отримання даного ефекту і є *основним мотивом* утворення корпорації, стимулом заохочення до корпоративного розвитку аграрного сектору економіки.

Найчастіше, класично корпоративні відносини проявляються у великих і складних акціонерних товариствах, що об'єднують відносно самостійні економічні структури. Однак, неправомірно ототожнювати поняття корпорації і корпоративного підприємства, корпоративного і акціонерного підприємства.

*Згідно з Господарським кодексом України [ст. 63, п. 5], корпоративне підприємство визначене як таке, що утворюється, як правило, двома або більше засновниками за їх спільним рішенням (договором), діє на основі об'єднання майна та/або підприємницької чи трудової діяльності засновників (учасників), їх спільного управління справами на основі корпоративних прав, у т. ч. через органи, що ними створюються, участі засновників (учасників) у розподілі доходів і ризиків підприємства.*

Звідси, згідно з українським корпоративним законодавством, *корпоративними є: господарські товариства, кооперативи*



**та інші підприємства з кількістю засновників два або більше осіб.**

Спираючись на попередні монографічні джерела, що характеризують суттєві ознаки корпоративного підприємства та його юридичне трактування, можливо визначити рівень їх присутності серед існуючих організаційно-правових форм на селі (табл. 1.2).

Акціонерному товариству властиві всі риси корпоративного підприємства. Це потребує його визначення, як **„суто корпоративне підприємство”**, тобто юридична особа з обмеженою відповідальністю, що має об'єднаний дольовий капітал, сформований за допомогою цінних паперів та централізоване наймане управління. В решті підприємств спостерігаються тільки деякі риси корпоративних структур. Найменші розбіжності мають товариства з обмеженою відповідальністю та виробничі кооперативи.

Товариства з додатковою відповідальністю, повні та командитні товариства - це **„умовно корпоративні підприємства”**. В них деякі ознаки „суто корпоративного підприємства” відсутні, а точніше - обмежена відповідальність і вільна передача капіталу за допомогою, наприклад, акцій.

Приватні підприємства і фермерські господарства створюються індивідуальними фізичними особами. Тому можна визначити їх як **„некорпоративні підприємства”** (згідно ст. 63 п. 4, Господарського кодексу України - це унітарні підприємства, засновані на приватній власності одного засновника). Державні підприємства, статутні фонди яких не поділені на частки, теж входять до цієї групи.

Серед зазначених організаційно-правових форм корпоративних підприємств найбільш досконалою є акціонерне товариство. Саме вона спроможна наситити сільське господарство такими необхідними для переходу на інноваційну модель розвитку-інвестиціями.

Таблиця 1.2

**Визначення присутності ознак корпоративних підприємств  
в існуючих організаційно-правових формах  
аграрних підприємств України**

| Організаційно-правова форма                   | Основні характеристики корпоративних підприємств |                             |                           |                                   |                                 |
|---|--|-----------------------------|---------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|
|   | юридичний статус                                 | об'єднана дольова власність | обмежена відповідальність | централізоване наймане управління | вільна передача права власності |
| <b>Підприємства з корпоративними ознаками</b> |  |                             |                           |                                   |                                 |
| Акціонерне товариство                         | має  | має                         | має                       | має                               | має                             |
| Виробничий кооператив                         | має  | має                         | має                       | має                               | не має                          |
| Товариство з обмеженою відповідальністю       | має  | має                         | має                       | має                               | не має                          |
| Товариство з додатковою відповідальністю      | має  | має                         | частково <sup>1</sup>     | має                               | не має                          |
| Командитне товариство                         | має  | має                         | частково <sup>2</sup>     | частково                          | не має                          |
| Повне товариство                              | має  | має                         | не має                    | має                               | не має                          |
| <b>Некорпоративні підприємства</b>            |  |                             |                           |                                   |                                 |
| Державне підприємство                         | має  | не має                      | не має                    | має                               | не має                          |
| Приватне підприємство                         | має  | не має                      | не має                    | не має                            | не має                          |
| Фермерське господарство                       | має  | не має                      | не має                    | не має                            | не має                          |

<sup>1</sup>В частині нестачі ресурсів для погашення заборгованості, згідно п.4. ст.80 „Господарського кодексу України”

<sup>2</sup>В частині вкладників, згідно п.6. ст.80 „Господарського кодексу України”

Корпоративне управління, як інструмент регулювання внутрішніх корпоративних стосунків, останніми роками звертає на

себе увагу багатьох дослідників. Пильна увага визначається тим, що високий рівень розвитку корпоративного управління в компанії розглядається як один із чинників підвищення її інвестиційної привабливості. Саме якість корпоративного управління надає істотний вплив на ухвалення інвесторами (насамперед іноземними) рішень про можливість капіталовкладень в ту або іншу українську компанію і є ключовим параметром при визначенні капіталізації українських компаній.

*Корпоративне управління загалом можна визначити як порядок, налагодженість, організованість і внутрішню системність, регламент поведінки учасників корпоративних стосунків.* Необхідність управління обумовлюється тим, що багатолику і різнохарактерну практику всіляких ситуацій, які можуть виникнути в процесі діяльності АТ (втім, як і будь-якої іншої організаційно-правової форми юридичної особи) не можна передбачити і вичерпати тільки нормами права.

Корпоративне управління – виступає як система принципів, норм, правил, методів поведінки учасників корпоративних стосунків, що визначає досягнення певної мети в результаті спільної діяльності. В якості **суб'єкта корпоративного управління** виступають учасники корпоративних стосунків; в якості **об'єктів корпоративного управління** виступають корпоративні стосунки; **предметом корпоративного управління** є діяльність учасників.

Корпоративне управління є деяким базисом, фундаментом, що забезпечує реалізацію корпоративних інтересів і досягнення цілей. Воно базується на **певних принципах**:

1. *Принцип централізації управління*, тобто зосередження найбільш важливих, стратегічних рішень в одних руках. Централізація повинна мати помірний характер, і ефективна тоді, коли рішення в корпорації ухвалюються людьми, які володіють високими професійними навичками, знають всі аспекти роботи корпорації в комплексі; при цьому

забезпечується єдина фінансова, науково-технічна, виробнича і кадрова політика.

2. *Принцип децентралізації*, тобто ослаблення централізації за допомогою передачі частини питань на вирішення нижчестоячим органам управління, структурним підрозділам. Об'єктивна необхідність дотримання даного принципу пов'язана із зростанням масштабів виробництва і його ускладненням, коли одна людина, наприклад, генеральний директор, або вузька група осіб не в змозі визначати і контролювати виконання всіх рішень, а тим більше - виконувати їх.

Децентралізація, щоб не переросла в дезінтеграцію, допустима в обмежених об'ємах – і в цій якості має безліч переваг, головною з яких є можливість швидкого ухвалення оптимальних рішень, залучення до управлінського процесу менеджерів середньої і нижньої ланки, ослаблення бюрократизації.

3. *Принцип координації діяльності* передбачає перехід від прямої дії на об'єкт управління до узгодження дій об'єктів корпоративного управління для досягнення єдиної мети.

4. *Принцип законності* - всі рішення, що приймаються в процесі здійснення корпоративного управління, повинні відповідати чинному законодавству. Перш за все, цей принцип націлений на захист прав і інтересів акціонерів.

5. *Принцип участі акціонерів в роботі органів управління* корпорації. Це, насамперед, відноситься до такого органу господарських товариств, як збори, участь в роботі якого - право будь-якого акціонера-власника голосуючих акцій. Але це стосується і можливості участі в інших органах корпорації, що визначається як законом, так і засновницькими документами корпорацій.

6. *Принцип інформаційного забезпечення* корпоративного управління.

7. *Принцип сумлінності і розумності* відповідає вимогам до ефективності управління керівником по відношенню до

товариства. Воно характеризується головним чином зобов'язаністю керівника проявляти при веденні справ товариства особливу дбайливість, відповідну щонайменше дбайливості звичайного підприємця в подібних обставинах.

Даний перелік не можна назвати вичерпним, більш того, він ніяк не може бути незмінним, оскільки управління на конкретному підприємстві будується на індивідуальних внутрішніх принципах, проте для розуміння корпоративного управління, як системи основних, базових принципів, даний перелік дає зрозумілу картину того, на чому повинна ґрунтуватися побудова управління в корпорації.

## **1.2. ФУНКЦІЇ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ**

---

Основна функція корпоративного управління полягає в забезпеченні працездатності компанії на користь акціонерів, які надали компанії фінансові ресурси для діяльності. В процесі виконання даної функції, компанії стикаються з великою кількістю складних і важливих питань акціонерного права і корпоративного управління, які ще тільки належить розбирати і вирішувати учасникам корпоративних правовідносин.

Зараз в розвинених країнах вже чітко визначені основи системи стосунків між головними дійовими особами корпоративного управління (акціонерами, менеджерами, директорами, кредиторами, співробітниками, постачальниками, покупцями, державними чиновниками, мешканцями територіальних громад, членами громадських організацій і рухів). Така система створюється для вирішення трьох основних завдань корпорації: забезпечення її максимальної ефективності, залучення інвестицій, виконання юридичних і соціальних зобов'язань.

Корпоративний менеджмент (*corporate management*) і корпоративне управління (*corporate governance*) - не одне і те ж. Під першим терміном мається на увазі діяльність професійних фахівців в ході проведення ділових операцій. Іншими словами, менеджмент зосереджений на механізмах ведення бізнесу. Друге поняття набагато ширше: воно означає взаємодію безлічі осіб і організацій, що мають відношення до самих різних аспектів функціонування фірми. Корпоративне управління знаходиться на більш високому рівні керівництва компанією, ніж менеджмент. Перехрещення функцій корпоративного управління і менеджменту має місце лише при розробці стратегії розвитку компанії.

У квітні 1999 р. в спеціальному документі, схваленому Організацією економічного співробітництва і розвитку (об'єднує країни з розвинутою ринковою економікою), було сформульовано наступне визначення корпоративного управління: *„Корпоративне управління відноситься до внутрішніх засобів забезпечення діяльності корпорацій і контролю над ними... Одним з ключових елементів для підвищення економічної ефективності є корпоративне управління, що включає комплекс стосунків між правлінням (менеджментом, адміністрацією) компанії, її радою директорів (наглядовою радою), акціонерами і іншими зацікавленими особами. Корпоративне управління також визначає механізми, за допомогою яких формулюються цілі компанії, визначаються засоби їх досягнення і контролю над її діяльністю”*. Там же було детально описано п'ять головних принципів належного корпоративного управління:

**1. Права акціонерів** (система корпоративного управління повинна захищати права власників акцій).

**2. Рівне відношення до акціонерів** (система корпоративного управління повинна забезпечувати рівне відношення до всіх власників акцій, включаючи дрібних і іноземних акціонерів).

**3. Роль зацікавлених осіб в управлінні корпорацією** (система корпоративного управління повинна визнавати встановлені законом права зацікавлених осіб і заохочувати активне співробітництво між компанією і всіма зацікавленими особами в цілях примноження суспільного багатства, створення нових робочих місць і досягнення фінансової стійкості корпоративного сектору).

**4. Розкриття інформації і прозорість** (система корпоративного управління повинна забезпечувати своєчасне розкриття достовірної інформації про всі істотні аспекти функціонування корпорації, включаючи відомості про фінансовий стан, результати діяльності, склад власників і структуру управління).

**5. Обов'язки ради директорів** (рада директорів забезпечує стратегічне керівництво бізнесом, ефективний контроль над роботою менеджерів і зобов'язана звітувати перед акціонерами і компанією в цілому).

Дані принципи дозволяють чіткіше здійснювати основні функції корпоративного управління:

- функція планування (розробка концепції і стратегії розвитку корпорації, оцінка соціально-економічних наслідків розвитку окремого підприємства, стійкість планування інвестицій);
- формування портфелю інвестицій;
- функція координації і контролю (контроль за фінансово-збутовою діяльністю корпорації і її підрозділів, координація і контроль з цільових програм; координація маркетингової діяльності, бухгалтерського обліку корпорації);
- функція маркетингу (розробка і реалізація програм маркетингу, організація реклами);
- розвиток зовнішньоекономічної діяльності;
- забезпечення конкурентоспроможності продукту або фірми;

- лінійні функції (функції, пов'язані з організацією, придбанням, розподілом, забезпеченням для корпорації в цілому, створення виробничої і соціальної інфраструктури).

У мінімальному форматі компетенція керуючої компанії може обмежитися функціями стратегічного планування, фінансового контролю і взаємодії з представниками ключових груп зацікавленості (акціонерами, інвесторами, ЗМІ, державою). Даний варіант використовується переважно для холдингів із значним територіальним розкидом дочірніх та залежних організацій, особливо таких, які діють в умовах високої мінливості зовнішньої середовища. Проте такий вибір не дає особливих переваг в порівнянні з механізмами корпоративного управління.

Як показує практика, в сучасній українській економіці „золотою серединою” є наступний базовий набір функцій керуючої компанії, по відношенню до керованої:

- стратегічне планування;
- внутрішній аудит і фінансовий контроль;
- ціноутворення – методологічне забезпечення, затвердження цін на ключові товари і послуги;
- управління персоналом – розробка і контроль виконання кадрової політики, прийняття та звільнення керівників структурних підрозділів дочірніх та залежних організацій;
- бізнес-планування - розробка єдиних стандартів, формування контрольних показників виробничої і інвестиційної програм, контроль виконання;
- бюджетування – методологічне забезпечення, формування контрольних показників, контроль виконання (можлива організація казначейського виконання бюджету);
- управління витратами - планування і контроль виконання;
- взаємодія з органами влади і ЗМІ – у значній мірі;
- інші функції управління і забезпечення діяльності (юридичне забезпечення, корпоративне управління, організація



закупівель і господарське забезпечення) – залежно від особливостей корпорації.

Визначення повноважень керуючої компанії і обсягу виконуваних нею функцій дає можливість спроектувати цільову організаційну структуру управління, вирішивши наступні питання:

- яка частина управлінського персоналу залишиться в керованих компаніях;
- який штат потрібний керуючій компанії;
- хто займе ключові пости в системі управління;
- як зміняться трудові функції персоналу компаній корпорації після залучення керуючої організації;
- які зміни потрібні в оформленні трудових стосунків із співробітниками (переміщення персоналу, оформлення сумісництва, звільнення, прийом нових співробітників);
- як буде побудовано взаємодію між різними рівнями управління, посадовими позиціями і структурними підрозділами керуючої компанії та дочірніх і залежних організацій.

### **1.3 ФОРМУВАННЯ І РЕАЛІЗАЦІЯ КОРПОРАТИВНИХ ІНТЕРЕСІВ**

---

Корпорації відносять до *динамічних систем*, що постійно змінюють свої параметри у часі. Одночасно вони є *багаторівневими системами*, що складаються з організацій (підрозділів), які входять до них. Кожну організацію (підрозділ), в свою чергу, можна розглядати як самостійну економічну систему.

**Особливості корпорації як системи:** *одночасність протікання процесів функціонування і розвитку; стахостичність (характер поведінки, виражений ймовірними величинами); присутність невизначеності в поведінці елементів; спрямованість на забезпечення стабільності та*

ефективності; безальтернативність оптимальної поведінки власників і менеджерів.

Вищезазначені особливості обумовлюють виокремлення внутрішнього та зовнішнього середовища, що впливає на взаємодію структурних елементів корпоративного управління, які мають коригування на векторі часу. Оскільки корпорація – інтеграційно-підприємницька структура, повинен враховуватися ефект синергії (рис. 1.1).

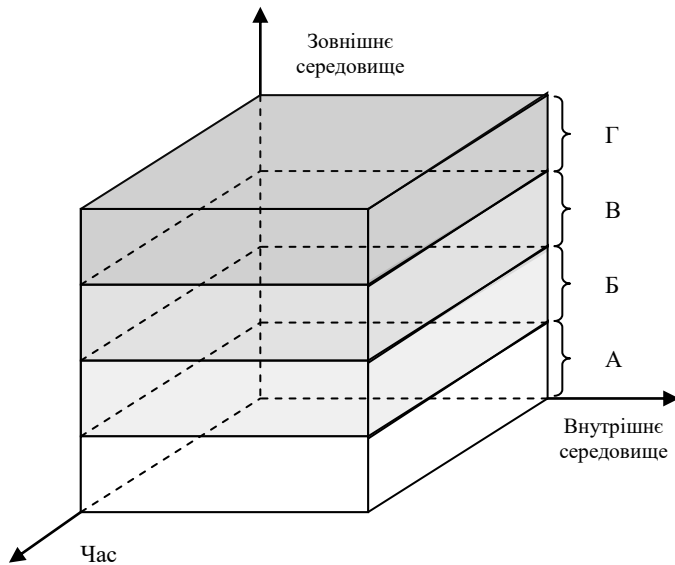


Рис. 1.1. Модель корпорації

- А – потенціал учасника корпорації (підприємства, підрозділу);
- Б – потенціал інших учасників корпорації;
- В – потенціал головного (материнського) підприємства;
- Г – синергічний ефект від об'єднання учасників у корпорацію

*Модель корпорації*, як динамічної системи демонструє не тільки учасників чи зміну „розміру” паралелепіпеду у часі та просторі, але і **потенціал корпорації**.

*Потенціал корпорації - сума активів, в т.ч. гудвіл, компетенція кожної з організацій корпорації (підприємство, підрозділ) та головного (материнського) підприємства, яка скоригована на максимально можливий синергічний ефект від об'єднання учасників у корпорацію.*

*Зовнішнє середовище корпорації – це коло зовнішніх суб'єктів та їх інтересів, що діють на результативність корпорації.*

Її доцільно представити в площинах мікро- і макросередовища (рис. 1.2).



Рис. 1.2. Фактори, які впливають на діяльність корпорації

Слід зазначити, що ці види середовища не діють окремо. Навіть окремі елементи мікро- та макросередовища під впливом один одного формують якісно новий тип впливу. Доцільно враховувати при характеристиці зовнішнього середовища спільну дію елементів систем макро- і мікросередовищ як елементів цієї системи.

***Внутрішнє середовище корпорації – це її організаційна будова і внутрішні ситуаційні фактори.***

Внутрішнє середовище корпорації (рис. 1.3) демонструє лише її будову, що складається не з окремих груп менеджерів, власників та трудового колективу, а з інтересів груп менеджерів, власників та трудового колективу.



Рис. 1.3. Внутрішнє середовище корпорації

А – інтереси власників; Б – інтереси менеджерів; В – інтереси трудових колективів

Окремі наведені елементи являють собою саме *відрегульовані інтереси*: А – всіх власників, Б – всіх менеджерів, В – всього трудового колективу. Оскільки ця система не має *механізму саморегуляції*, її внутрішні елементи управління залежать від ефективних норм і процедур взаємовідносин перерахованих груп. Такі норми і процедури є необхідним елементом корпоративного управління взагалі. Вони формуються обов'язковими законодавчо розробленими приписами і нормами, внутрішньокорпоративними документами, що мають правову силу на рівні корпорації і не суперечать законодавчо визначеним нормам, – *добровільними принципами і нормами корпоративного управління*.

Проблема інтересів суб'єкта господарювання набуває особливого значення в сучасних умовах становлення України як правової держави. Визначення змісту інтересів суб'єктів господарювання є гарантією надання їм справедливої оцінки з боку законодавця, правового забезпечення в умовах конкуренції та збалансування з численними приватними та публічними інтересами, що в цілому має сприяти реалізації економічної стратегії української держави.

Господарське товариство як переважаючий різновид сучасних суб'єктів господарювання (корпоративних підприємств) є виразним місцем збігу різноманітних інтересів, у тому числі з інтересами власне товариства. Сучасна корпоративна та судова практика свідчить про неадекватність існуючого правового регулювання корпоративних відносин корпоративним інтересам. Розповсюджені останнім часом корпоративні конфлікти, часто мають руйнівну для останніх силу та викривають суттєві недоліки правової регламентації, серед яких потенційна конфліктність змісту правових норм через неузгодженість інтересів суб'єктів відповідних правовідносин та інших осіб. Наведені обставини в значній мірі обумовили започаткування в науці господарського права нового напрямку – корпоративної конфліктології.

На сучасному етапі переважаючими у напрямку забезпечення корпоративних інтересів в аспекті внутрішнього ризику є економічні дослідження. Більшість правових досліджень щодо корпоративних відносин стосуються забезпечення прав та інтересів учасників (зокрема, акціонерів) господарських товариств. Остаточний та фрагментарний підхід до дослідження проблем правового забезпечення корпоративних інтересів та, як наслідок, неадекватність правової регламентації, яка розосереджена між нормами Господарського та Цивільного кодексів, Закону України „Про акціонерні товариства”, не можна вважати задовільними для практики правореалізації та правозастосування.

Проблемні питання діяльності акціонерних товариств можна об'єднати у два умовні блоки: проблеми застосування законодавства про акціонерні товариства в умовах колізії норм різних нормативно-правових актів; проблеми, які стосуються корпоративних інтересів акціонерів, у тому числі держави-акціонера.

1. Проблеми застосування законодавства про акціонерні товариства в умовах колізії різних нормативно-правових актів.

1.1. У загальних рисах, ця проблема має місце при вирішенні питання - застосування норм яких нормативних актів має відбуватися при вирішенні спорів з приводу діяльності акціонерних товариств? Через те, що Цивільний та Господарський кодекси і Закон України „Про акціонерні товариства” не відповідають один одному та співвідносяться як загальна і спеціальна норми, то окремі юристи вважають, що слід застосовувати норми Закону „Про акціонерні товариства”, згідно із правилами переваги спеціальної норми над загальною. Їх опоненти керуються протилежним правилом, згідно з яким має застосовуватись норма правових актів, що були прийняті пізніше, якими є відповідно Цивільний і Господарський кодекс. На думку авторів, однозначної відповіді на це питання немає.

Науковці та практики визначають три основних проблемних питання у зв'язку із набуттям чинності Цивільного та Господарського кодексів.

1.2. Визначення холдингів. Зокрема, ст. 118 Цивільного кодексу передбачено, що господарське (акціонерне) товариство є залежним, якщо іншому господарському товариству належить 20% або більше його акцій. Внаслідок цього, під визначення „холдинги” підпадатиме значна частина підприємств, які раніше не входили до їх числа, і діяльність цих об'єктів регулюватиметься відповідними нормативними актами, що призведе в черговий раз до виникнення колізій.

1.3. Процедура ліквідації підприємств. Так, згідно зі ст. 155 Цивільного кодексу, якщо після закінчення фінансового року

вартість чистих активів акціонерного товариства стає меншою від мінімального розміру статутного капіталу, встановленого законом, товариство підлягає ліквідації. Можна передбачити, що пряму зацікавленість у ліквідації підприємств матимуть особи, які бажають отримати їх активи, та кредитори.

1.4. У ст. 81 Господарського кодексу задеклароване переважне право акціонерів закритого акціонерного товариства на придбання акцій, що продаються іншими акціонерами товариства. Проте ні нові кодекси, ні чинне законодавство не містять відповідних механізмів реалізації цього права. Вирішення цієї проблеми лежить виключно у прийнятті відповідного спеціального Закону „Про акціонерні товариства”, що фактично вже відбулося, та набрання ним чинності. Хоч і слід відзначити, що велика робота по регламентації окремих аспектів діяльності акціонерних товариств проведена ДКЦПФР знайшла своє відображення у її рішеннях. Так, ДКЦПФР затверджено принципи корпоративного управління та типові Статут і внутрішні положення відкритих акціонерних товариств тощо.

2. Проблеми, які стосуються корпоративних інтересів акціонерів, у тому числі держави-акціонера.

2.1. Врегулювання питань виплати дивідендів. Численні порушення права міноритарного акціонера на участь у розподілі прибутку товариства є одним із ключових факторів зниження привабливості інвестицій в акції зі сторони інституційних портфельних інвесторів. Навіть за наявності прибутку, як свідчить практика, в акціонерних товариствах нерідко виникають конфлікти, пов'язані з неприйняттям загальними зборами рішення про виплату дивідендів, невиплату вже нарахованих дивідендів, затягування строків виплати дивідендів окремим категоріям акціонерів, виплаті дивідендів продукцією, яка виробляється товариством тощо.

2.2. Розширення кола питань, які віднесені до виключної (виняткової) компетенції загальних зборів, зокрема, питання викупу товариством власних акцій, укладання правочинів на

суму, що перевищує 50% вартості активів товариства. Ст. 81 Господарського кодексу декларує переважне право акціонерів ПрАТ на придбання акцій, що продаються іншими акціонерами товариства. Проте, ні кодекси, ні чинне законодавство не містять відповідних механізмів реалізації цього права. Крім того, на сьогоднішній день можливість здебільшого міноритарних акціонерів активно впливати на прийняття найважливіших рішень щодо діяльності товариства, зокрема щодо його (товариства) майна, значно обмежена.

2.3. Посилення ролі наглядової ради та забезпечення участі у ній представників різних груп акціонерів - на практиці із прийняттям Господарського та Цивільного кодексів існує складність обрання та відкликання виконавчого органу акціонерного товариства. До прийняття Цивільного та Господарського кодексів існував ефективний механізм, відповідно до якого статут товариства міг містити норму щодо можливості обрання та відкликання його виконавчого органу спостережною радою акціонерного товариства. Нові документи ці питання відносять до компетенції загальних зборів акціонерів.

2.4. Встановлення порядку викупу акцій міноритарних акціонерів у випадку придбання акціонером (групою акціонерів) контрольного пакету акцій - є першим кроком на шляху встановлення повного контролю над діяльністю акціонерного товариства в інтересах цієї групи акціонерів, відповідно виникає конфлікт інтересів з міноритарними акціонерами, в частині розподілу прибутку та виплати дивідендів.

2.5. Закріплення права акціонера в певних випадках вимагати викуп товариством належних йому акцій та порядку його реалізації.

2.6. У Законі розширено перелік питань, які відносяться до виключної компетенції загальних зборів акціонерного товариства. До них, зокрема, віднесено прийняття рішень про викуп товариством власних акцій та укладання товариством



правочинів на суму, що перевищує 50% вартості активів товариства.

2.7. З метою посилення ролі наглядової ради та забезпечення участі у ній представників міноритарних акціонерів у Законі визначено перелік питань, які стосуються виключної компетенції наглядової ради та не можуть бути передані виконавчому органу товариства, крім того, за допомогою механізму кумулятивного голосування забезпечено представництво акціонерів, які володіють малими та середніми пакетами акцій.

2.8. Закон чітко встановлює те, що особа (особи, що діють спільно), яка придбала значний пакет акцій протягом 60 днів, з моменту придбання значного пакета акцій має зробити пропозицію іншим акціонерам щодо викупу у них належних їм акцій, що має дозволити міноритарним акціонерам, у тому числі і пенсійним фондам, своєчасно продати належні їм акції до того моменту, коли їх вартість та дохідність може знецінитися внаслідок реалізації політики контрольного акціонера.

2.9. Також закріплено право акціонера щодо вимоги викупу належних йому акцій у випадках, коли рішення загальних зборів про реорганізацію товариства або вчинення значних правочинів з майном товариства, за умови, що цей акціонер голосував проти цих рішень.

Таке становище посилює підстави стурбованості представників науки господарського права та практиків щодо недостатнього рівня захищеності прав та інтересів суб'єктів господарювання в правовій системі України, занепадної для останніх нечіткості законодавчого регулювання.

Ретельна розробка категорії корпоративних інтересів має сприяти визначенню оптимального співвідношення інтересів у системі зв'язків господарських товариств, адекватного соціально-економічним і правовим реаліям України.

Корпоративні інтереси мають стати об'єктом цільового господарсько-правового забезпечення корпоративних відносин у

напряму посилення правової безпеки господарських товариств, орієнтиром для вироблення концепції розвитку корпоративних відносин.

Досягненню мети правового забезпечення корпоративних інтересів господарських товариств сприяє господарсько-правовий потенціал (засоби), а саме комплексний метод поєднання публічно- та приватно-правових засад у регулюванні корпоративних відносин; практично-організаторська функція; стабілізуюча функція господарського законодавства тощо. В умовах існуючого правового регулювання корпоративних відносин забезпечення корпоративних інтересів має відбуватися шляхом комплексного удосконалення та гармонізації розосереджених корпоративних норм Господарського (далі – ГК) та Цивільного кодексів (далі – ЦК),

Факторами, несприятливими для забезпечення корпоративних інтересів, є:

- неправомірна поведінка учасників корпоративних відносин у формах корпоративних правопорушень (наприклад, порушення учасником (акціонером) строку внесення вкладу (оплати акцій) у формування статутного капіталу, внаслідок чого у товариства може виникати удавана майнова сталість; зловживання контролем як використання учасником можливості вирішального впливу на фінансову, господарську і комерційну політику товариства з метою одержання вигод від його діяльності, внаслідок чого залежне товариство отримує збитки або опиняється у стані банкрутства; нелояльна поведінка органів та посадових осіб органів управління та/або порушення обов'язків добросовісного та розумного ставлення до корпоративних інтересів; зловживань корпоративними правами (наприклад, корпоративний шантаж; ігнорування участі у загальних зборах учасником, який володіє контрольним пакетом акцій (часткою), внаслідок чого неможливий кворум загальних зборів); інших відхилень у поведінці учасників корпоративних відносин, зокрема, формування статутного капіталу за рахунок

внесків у натуральній формі, які не відповідають критеріям ліквідності, адекватності оцінки, потребі та можливості використання у господарській діяльності товариства, внаслідок чого в останнього може виникати удавана майнова сталість);

- певні форми правомірної поведінки учасників корпоративних відносин, з якими норми законодавства безпосередньо пов'язують настання несприятливих майнових наслідків для господарського товариства, зокрема: прийняття вищим органом рішення про виплату дивідендів, що є підставою виникнення відповідних зобов'язань товариства перед учасниками (акціонерами); прийняття загальними зборами акціонерів рішень, що передбачають реалізацію права акціонерів на незгоду, у т.ч. рішення про реорганізацію, внаслідок чого у товариства виникає обов'язок викупити акції, а реорганізація, крім того, супроводжується також наданням кредиторам товариства права вимагати дострокового припинення (виконання) зобов'язань та відшкодування збитків; вихід (виключення) учасника з товариства або звернення стягнення на частину майна товариства кредиторами учасника, що у встановленому законом порядку тягне обов'язок товариства щодо виплати вартості (виділу) частини майна товариства, пропорційної частці учасника;

- юридично значущі події, з якими норми законодавства безпосередньо пов'язують настання несприятливих майнових наслідків для господарського товариства в системі корпоративних зв'язків тощо, зокрема, недостатньо капіталізована діяльність товариства з обмеженою (додатковою) відповідальністю або акціонерного товариства, яка визначається у певний термін через співвідношення вартості чистих активів та зареєстрованого статутного капіталу (коефіцієнт менше одиниці) та тягне обов'язок товариства зменшити статутний капітал у встановленому порядку (у т.ч. із наданням кредиторам права вимагати дострокового припинення (виконання) зобов'язань та відшкодування збитків) або ліквідації товариства;

вибуття учасника внаслідок смерті фізичної або припинення юридичної особи, що тягне обов'язок проведення у встановленому порядку розрахунків з правонаступниками або виплати вартості майна, пропорційної частці учасника – юридичної особи, для формування ліквідаційної маси.

### **Питання для самоконтролю:**

1. Які причини необхідності формування і функціонування корпорацій, в т.ч. аграрних?
2. У зв'язку зі вступом України до СОТ, які галузі АПК найбільш страждатимуть і надалі без своєчасної підтримки, втрачатимуть потенціал через діяльність потужних світових агробізнесових корпорацій?
3. Як вітчизняні корпорації можуть реалізувати власні інтереси без порушення інтересів держави?
4. Які функції корпоративного управління потребують регулювання при реалізації державного контролю?
5. Що Ви розумієте під інтересами власників, менеджерів та трудових колективів корпорації?
6. Яку роль у реформуванні АПК відіграють аграрні корпорації України та інших країн світу?

### **Терміни і поняття:**

*1. Аграрна корпорація - об'єднання групи самостійних юридичних осіб, у товарній продукції якого питомо вага власної сільськогосподарської продукції та продукції її переробки складає не менше 75%, та в якому особи пов'язані відносинами організаційної й економічної залежності, що проявляється, по-перше, в будь-якій формалізованій інтеграції активів з метою створення нового (або збільшення існуючого) підприємницького потенціалу, по-друге, в участі в статутному капіталі або управлінні, по-третє, в*

*координації своєї діяльності шляхом створення головного підприємства у формі акціонерного товариства.*

*2. Корпоративне підприємство - підприємство, що утворюється, як правило, двома або більше засновниками за їх спільним рішенням (договором), діє на основі об'єднання майна та/або підприємницької чи трудової діяльності засновників (учасників), їх спільного управління справами на основі корпоративних прав, у т. ч. через органи, що ними створюються, участі засновників (учасників) у розподілі доходів і ризиків підприємства. Звідси, згідно з українським корпоративним законодавством, корпоративними є: господарські товариства, кооперативи та інші підприємства з кількістю засновників два або більше осіб.*

*3. Потенціал корпорації - сума активів, в т.ч. гудвіл, компетенція кожної з організацій корпорації (підприємство, підрозділ) та головного (материнського) підприємства, яка скоригована на максимально можливий синергічний ефект від об'єднання учасників у корпорацію.*

*4. Зовнішнє середовище корпорації – це коло зовнішніх суб'єктів та їх інтерсів, що діють на результативність корпорації.*

*5. Внутрішнє середовище корпорації – це її організаційна будова і внутрішні ситуаційні фактори.*

## ТЕМА 2. ОСОБЛИВОСТІ ФОРМУВАННЯ І ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАТИВНИХ СТРУКТУР

---

### 2.1 ОСОБЛИВОСТІ Й ОРГАНІЗАЦІЙНО- ПРАВОВІ ОЗНАКИ КОРПОРАТИВНИХ СТРУКТУР, ЇХ КЛАСИФІКАЦІЯ

---

Корпоративні форми організації бізнесу відрізняються, в основному, *за формою злиття (процес налагодження взаємовідносин між компаніями і трансформування їх юридичного статусу) та механізмами злиття (способи об'єднання і координації діяльності окремих підприємств на базі акціонерної власності (субординації) та договірних відносин (координації)).*

Перші з них забезпечують управління підприємствами завдяки *субординаційному характеру зв'язків* за умов фінансової незалежності та централізації частини важливих управлінських функцій. Другі створюють можливості для *координації діяльності*, виконання спільних виробничих і управлінських функцій, але не створюють умов для контролю та підпорядкування (табл. 2.1).

До *координаційних об'єднань* в сільському господарстві слід віднести: союз, асоціацію, синдикат, консорціум, конгломерат. 1. До *субординаційних об'єднань* відносяться: холдинг чистий (майновий), промислово-фінансові групи, холдинг керуючий (договірний). 2. До *координаційно-субординаційних* слід відносити: холдинг змішаний, концерн, франчайзинг. Основу наведеної класифікації визначають: взаємозалежність учасників корпорації, узгодження інтересів учасників; відповідальність.

Повністю відповідають визначенню „корпорація” об’єднання субординаційного та координаційно-субординаційного типу, в той час як об’єднання координаційного типу звичайно вирішують обмежене коло функцій.

Таблиця 2.1

### Характеристика форм злиття підприємств

| Форми злиття підприємств                         | Зміна юридичного статусу   | Зміна повноважень в управлінні                              | Способи формування субординаційних зв’язків   |
|--|--|---|---|
| Інтеграція                                       | Статус обох підприємств змінюється                                   | Повноваження розподіляються                                 | Створення нового підприємства з переданням йому активів підприємств, які зливаються |
| Поглинання                                       | Статус одного із підприємств змінюється при незмінному статусі інших | Повноваження одного або кількох учасників припиняються      | Ліквідація одного з підприємств і передання його активів іншим                      |
| Підпорядкування                                  | Статус не змінюється   | Одне з підприємств втрачає частину повноважень              | Отримання контролю шляхом придбання акцій підприємств                               |
| Консолідація                                     | Статус не змінюється   | Кілька підприємств втрачають частину повноважень            | Отримання контролю шляхом придбання акцій підприємств або обміну ними               |
| Створення головного (материнського) підприємства | Статус не змінюється   | Частина повноважень передається новоствореному підприємству | Передання акцій підприємств, які зливаються, новоствореному підприємству            |

Доцільне створення корпорації у формі *агропромислової фінансової групи* (АПФГ). За економічним змістом АПФГ є різновидом холдингу або материнської компанії, яка володіє сукупністю дочірніх підприємств.

Вона може створюватися через купівлю дочірніх підприємств і через добровільну передачу підприємствами-учасниками частини свого капіталу головному підприємству для створення статутного фонду і добровільного делегування йому прав прийняття господарських рішень згідно з договором про спільну діяльність. Законодавство ряду країн (наприклад, Російська Федерація, Японія і т. д.) не виключає права перехресного володіння акціями, що, однак, не передбачено вітчизняним законодавством. Світовий досвід також підтверджує, що взаємне володіння акціями різних виробничих і фінансових структур є характерною рисою акціонування та найважливішим фактором забезпечення стійкості акціонерного товариства.

Учасники корпорацій пов'язані відносинами організаційної та економічної залежності від участі в статутному капіталі або/та управлінні. Відносини між підприємствами при корпоратизації змінюються з *конкурентних на компліментарні*, а основними регуляторами відносин між дочірніми підприємствами та головною компанією є договори і економічні механізми (внутрішні ціни, система стимулювання).

В агропромисловій сфері України існують різні *шляхи виникнення і становлення корпоративних структур*.

Перший. Перетворення колишніх державних господарських об'єднань у формування корпоративного типу (ПАТ „Галактон”, корпорація „Кременчугм'ясо”, „Коровай”, АТЗТ, ПАТ „Луганськм'ясопром” та ін.).

Другий. Еволюційний розвиток фірм, що виникли як підприємницькі структури в аграрній сфері і трансформувалися у процесі становлення ринкових відносин в Україні (Група компаній „Агро-Агротон”, ТОВ „Кернел”, Концерн „Колос”, ПАТ „Миронівський хлібопродукт”, ТОВ „Земля і воля” та ін.).

Третій. Формування, що виникли внаслідок переливання в АПК капіталу колишніх державних промислових підприємств (ДП „Ілліч-агро Донбас”, ДП „Ілліч-агро Умань”, ДП „Ілліч-агро Крим”, ДП „Ілліч-агро Запоріжжя”, ДП „Ілліч-агро



Рибак”, Агрофірма „Шахтар”, Агрогосподарство ТОВ „Концерн „Енерго” та ін.).

Четвертий. Створення корпоративних структур, джерелами становлення яких є зовнішні надходження – ресурси міжнародних фінансових організацій і окремих іноземних компаній (ТОВ СП „Нібулон”, ТОВ „Bunge-Україна” і т.д.).

*За механізмами злиття та поглинання виділяють:*

1. Формування, засновані на частковому об’єднанні власності юридичних і фізичних осіб. Партнери агропромислової корпоративної структури втрачають свою економічну незалежність тільки по відношенню до частини капіталу, що передається ними у колективну власність. Такі формування найчастіше створюються у формі АТ, основною функцією яких є міжгалузеве виробництво. В таких моделях один з партнерів є інтегратором, котрий функціонує як юридична особа. На його баланс передаються паї, акції, частки інших суб’єктів корпоративного формування (наприклад, ДП Маріупольського металургійного комбінату ім. Ілліча).

2. Інтегровані формування, що створюються через повне злиття активів партнерів. Всі учасники таких об’єднань втрачають юридичну і економічну самостійність. Вони стають підрозділами новоствореної організаційно-господарської системи. При даній моделі інтегрованої структури можливі 2 варіанти: *створення міжгалузевого підприємства* (АТ або іншої організаційно-правової форми) з оформленням юридичної особи або трансформацією в *міжгалузеве підприємство* одного з партнерів, зареєстрованого як самостійна юридична особа, технологічно або економічно пов’язана з агропромисловим виробництвом (наприклад, Група компаній „Агро-Агротон”).

3. Організація, що створюється на основі інституціональної одиниці з використанням тільки її власності. Розширюється сфера виробничої діяльності суб’єкта господарювання за рахунок підключення до нього одного або декількох ланцюжків агропромислової сфери у формі внутрішньогосподарських

структур та через його диверсифікацію. Такі формування можуть створюватися на базі сільськогосподарських, переробних та сервісних підприємств (наприклад, ТОВ „Земля і воля” Бобровицького району Чернігівської області, що має власний цукрозавод).

Окрім корпоративних, існують інтегровані структури, що поєднали кошти для створення загального керуючого та координуючого органу, і такі, що ведуть свою діяльність на основі довго- або короткотермінових договорів. У такій моделі всі учасники інтеграційних трансформацій мають статус юридичної особи. Їх економічна свобода обмежена виключно зобов'язаннями за угодами. До таких формувань відносяться різні союзи та асоціації (наприклад, Асоціація „Укрптахопром”).

Існують такі основні *національні риси вітчизняних корпорацій*:

1) у великих та середніх корпораціях власність сконцентрована у зовнішніх інвесторів;

2) для невеликих підприємств АПК характерна модель корпоративного управління „приватного підприємства” – суміщення функцій власників і менеджерів. Директор є основним власником, решта управлінського складу і працівників – дрібними акціонерами;

3) протиріччя між підпорядкованим статусом найманих працівників та їх зростаючою незалежністю, впливовістю і творчою ініціативою, що заважає розвитку корпоратизма;

4) тенденція до максимальної непрозорості структури власності;

5) основним мотивом утворення корпоративних структур є зниження ризику невиконання зобов'язань сільськогосподарськими товаровиробниками, а також існування трансакційних витрат, відсутність договірної дисципліни, непрозорість ринку, вузькість каналів збуту, підвищення ступеня вірогідності повернення вкладень.

*Корпоративні групи холдингового типу* - об'єднання юридично самостійних компаній, в яких головна (материнська) компанія володіє, повністю або частково, капіталом останніх (дочірніх) компаній. Їх еволюція супроводжується розвитком сучасної великої корпорації. Головну роль в цій еволюції відіграє не законодавство (корпоративне, антимонопольне і податкове), а логіка розвитку ринків і технологій. Лише деякі національні особливості холдингових груп можна віднести на рахунок відмінностей у корпоративному праві, антимонопольному і податковому законодавстві окремих країн.

Стандартний тип стосунків на основі участі в корпоративному капіталі полягає в тому, що дочірні підприємства зберігають статус юридичної особи і володіють оперативною самостійністю, а головне, отримують прибуток на вкладений в них капітал, але не відповідають за своїми зобов'язаннями. Такий зв'язок передбачає тривалі вклади капіталів і придбання права на чистий дохід пропорційно вкладу. Володіння 100% акцій дочірньої компанії по зовнішніх результатах може бути рівнозначне злиттю, з тією лише різницею, що акції ліквідні і можуть бути продані, і зв'язок між підприємствами може бути у будь-який момент розірваний. Центральна управлінська ланка такої групи - холдингова компанія - володіє контрольними інструментами - значним пакетом акцій і представництвом в раді директорів, необхідними для відстежування управління капіталом компаній групи. Сама група є управлінською ієрархією. Завдання „штабу” (холдингу) - концентрація фінансових, технічних і кадрових ресурсів, визначення нових ринків і вихід із старих, конструктивно-технологічне забезпечення. У групі потенційно можливий конфлікт інтересів між керівництвом холдингу, що „видоює” прибуток з дочірніх компаній, і самими дочірніми компаніями.

### **Варіанти створення холдингових структур.**

**Перший варіант.** Через купівлю акцій створюються об'єднання (по горизонталі) компаній, що працюють на одному

рівні. Такі об'єднання можуть бути альтернативою злиття і способом усунення конкуренції або ж першим кроком до повного злиття, при якому на якийсь час знімається проблема взаємного „притирання” управлінського персоналу, але можна координувати виробництво і збут продукції. Інший спосіб такого об'єднання полягає в тому, що група з двох або більше компаній створює фірму-ядро, яка збільшує свій капітал за допомогою емісії акцій на суму, рівну сукупному капіталу групи. Потім компанії групи обмінюють свої акції на акції фірми - ядра, викупляючи її емісію, і фірма-ядро стає „чистим” холдингом. Але без управлінської ієрархії холдинг - лише „проста федерація автономно працюючих дочірніх компаній”.

**Другий варіант** організації холдингу - банківське засновництво. Великі банки беруть на себе об'єднання таких компаній, акції яких вони не можуть найближчим часом пустити в обіг (дочірні підприємства за кордоном, підприємства з тривалим терміном становлення, компанії з купівлі-продажу нерухомості). Способом об'єднання може бути і недобровільна участь в капіталі промислових підприємств, наприклад, купівля заставних пакетів.

У банківському холдингу акції банку заміщають акції компаній, непридатні для публічного розміщення.

**Третій, найбільш поширений** в даний час варіант - холдингова група з управлінською ієрархією. Це інтегрований комплекс, учасники якого пов'язані вертикальними технологічними ланцюжками або по лініях диверсифікації діяльності головної фірми. Така холдингова група може створюватися і розвиватися поєднанням перетворення структурних підрозділів корпорації в юридично самостійні компанії з купівлею пакетів акцій існуючих компаній. В ієрархічних структурах можуть бути великі переваги перед чисто ринковим механізмом в координації діяльності і розподілі ресурсів.

## **2.2 МОДЕЛІ КОРПОРАЦІЙ**

---

Реалізація алгоритму процесу розвитку сільського господарства потребує закріплення певних передумов. По-перше, членство у СОТ та орієнтація на вступ до ЄС вимагають не тільки зміни зовнішніх параметрів торгівлі, а й основних позицій щодо державної політики по відношенню до сільського господарства.

По-друге, світові тенденції екологізації спричиняють підвищений вплив на сільське господарство. З одного боку, існують відповідні програми по виведенню з активного обробітку малопродуктивних та схилових сільськогосподарських угідь, з іншого, попит на екологічно безпечні та технічні сільськогосподарські продукти збільшується. Це змінює пропорції у розвитку сільського господарства і АПК в цілому.

По-третє, процеси деградації населення на селі приймають характер національної катастрофи, що навіть при суттєвих перспективах агробізнесу стримуватимуть його розвиток.

По-четверте, здешевлення активів через кризу в сільському господарстві відкриває можливість їх майже безперешкодного скуповування за безцінь в основному іноземними інвесторами, що є реальною загрозою національній, в т. ч. продовольчій, безпеці країни.

В Україні є багато внутрішніх можливостей насичення інвестиціями сільського господарства та перспектива його підйому з метою запобігання зазначеним загрозам. В основу даних пропозицій покладено принципи перетікання капіталу через різні рівні оборотності обігових коштів та використовуюваного авансованого капіталу в залежності від принципів галузевої інтеграції (рис. 2.1).

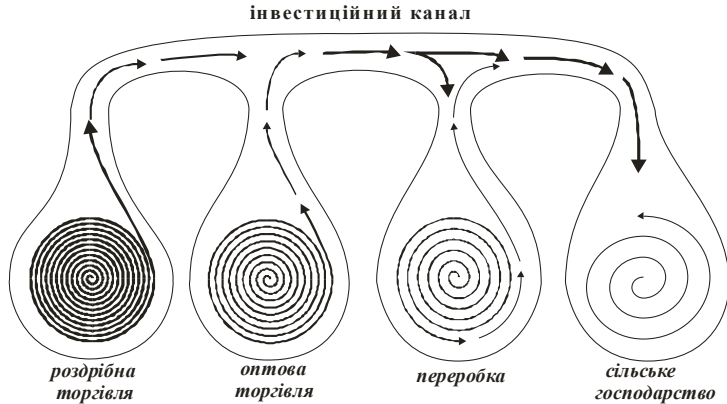


Рис. 2.1. Схема перетікання капіталу через різні рівні оборотності обігових коштів та використовуваного авансованого капіталу

Якщо інтегратором в агропродуктовому ланцюгу виступає торговельно-промисловий суб'єкт підприємництва, то капітал (за аналогією з властивостями агрегатного стану газу займати увесь наданий обсяг) переміщується по так званому „інвестиційному каналу” зі сфери з високим рівнем оборотності оборотних коштів до сфери з меншим рівнем. При цьому має витримуватись оптимальна структура оборотного капіталу в галузях-донорах, його достатність для задоволення потреб профільної галузі, високий рівень співвідношення застосованого капіталу до авансованого.

Наведена загальна схема даної можливості демонструє спроможність виштовху частини оборотного капіталу з роздрібної торгівлі за умови горизонтальної сформованості даного ринку (тобто жорсткої конкуренції на ньому, що супроводжується процесами інтеграційних трансформацій) в менш прибуткову, з меншим рівнем оборотності капіталу оптову торгівлю; з роздрібної та оптової торгівлі – у переробну промисловість відповідно; з роздрібної, оптової торгівлі та переробної промисловості – у сільське господарство відповідно.

Дане схематичне зображення значно полегшує сприйняття процесів руху інвестиційного капіталу, зокрема через утворення корпоративних структур. Найбільш демонстративним при цьому прикладом може служити досвід ТОВ ВКФ „ЛІА ЛТД” (м. Луганськ), що формувалося за схемою оптова торгівля – роздрібна торгівля – виробництво продуктів харчування – виробництво сільськогосподарської продукції – сервіс. Існують також інші приклади, наведені далі.

Одним з недоліків сучасного етапу управління економікою України, зокрема аграрного сектору, є відсутність чітко окресленого та масово пропагандованого стратегічного напрямку розвитку. Підприємництво втрачає конкурентоздатність без загальнонаціональної стратегії. Не виключенням є і корпоративний аграрний бізнес.

Пріоритети соціально-економічного розвитку України (євроінтеграційна спрямованість, формування середнього класу та інноваційна модель розвитку економіки) є вирішальними для розробки перспектив будь-якої територіально-адміністративної одиниці в країні, відповідно до яких адміністрації районів, областей запроваджують програми з розробки і виконання стратегій розвитку.

Наприклад, можуть передбачатися конгломератне злиття підприємств сільського господарства, транспорту, машинобудування, будівництва, фермерських господарств та осіб, зайнятих у підсобному господарстві, з обранням форми господарювання у вигляді акціонерного товариства (холдингової компанії). Даний вибір обумовлений визначеною в даній роботі найбільш перспективною моделлю корпоративного управління в Україні.

У світовій практиці функціонує велика кількість моделей корпоративного управління, що сформувалися історично через національні відмінності процесів нагромадження капіталу. Істотними є специфічні риси у внутрішній будові корпорації,

зв'язках із зовнішнім середовищем, законодавчою базою, вимогами до розкриття інформації і т.д.

***Основними моделями корпоративного управління є англо-американська, німецька і японська моделі*** (табл. 2.2).

На даний момент робота найбільших корпорацій в Україні не завжди переслідує за мету соціальну справедливість. Їх діяльність орієнтована на підвищення можливості отримання від держави певних пільг. Однак це потребує більш відкритого характеру ведення діяльності. Комбінування в Україні англо-американської та німецької моделей корпоративного управління не мають нічого спільного з можливістю їх ефективного застосування на практиці.

Однак найпотужніші ПФГ („Систем Кепітал Менеджмент”, „Індустріальний Союз Донбасу”, „Приват” та ін.) останнім часом намагаються якісно переглянути структуру активів, перерозподіляючи їх за галузевою приналежністю із організацією компаній, керуючих активами цих галузевих підрозділів (в основному дивізіонів). Це сприяє як росту вартості акцій компаній через кращу їх структурування, так і забезпеченню прозорості бізнесу ПФГ.

Існує висока впливовість банківського капіталу на процеси капіталізації більшості українських корпорацій, в т.ч. і аграрних. Це дає підстави для орієнтації національної моделі на японську.



Таблиця 2.2

### Моделі корпоративного управління

| Моделі                | Основні риси   | Основні недоліки   |
|-----------------------|--|--|
| I. Англо-американська | 1. Велика розпорощеність акціонерного капіталу (розпорядження акціями через інвестиційні, пенсійні фонди та страхові компанії).<br>2. Підтримка конкуренції державою.<br>3. Високий рівень саморегулювання (жорсткі санкції в області фінансової інформації та прозорості).<br>4. Однорівнева наглядова рада – рада директорів | 1. Короткотермінові цілі для виправдання очікувань інвесторів – пріоритет.<br>2. Заангажованість справжньої вартості активів.<br>3. „Прикрашення” фінансової звітності |
| II. Німецька          | 1. Концентрація власності (+перехресне володіння).<br>2. Нижча прозорість капіталу та дій (+ довгострокові цілі).<br>3. Дворівнева система органів управління (наглядова рада + правління).<br>4. Нижчий рівень конкуренції (партнерство).<br>5. Контроль банківського сектору (а не фондового ринку)                          | 1. Низька інформаційна прозорість.<br>2. Складна схема інвестування.<br>3. Низька увага правам дрібних акціонерів  |
| III. Японська         | 1. Група взаємопов'язаних компаній (мета – успіх всієї групи).<br>2. Концентрація власності (+ перехресне володіння акціями).<br>3. Центральна роль банків.<br>4. Управління за принципом соціальної єдності (метою є не прибутковість, довічна зайнятість співробітників компанії)  | 1. Недостатня увага прибутковості;<br>2. Недостатня увага прозорості інформації та правам дрібних акціонерів   |

У кожній країні система управління корпораціями має свої особливості. В даний час відомі три **основні моделі: англо-американська, німецька і японська.**

**Англо-американська модель.** Ця модель застосовується в корпораціях Великобританії, США, Канади, Австралії, Нової Зеландії і деяких інших країнах. Для неї характерна наявність індивідуальних і незалежних акціонерів, тобто не пов'язаних з корпорацією (так званих зовнішніх акціонерів, акціонерів-аутсайдерів).

У англо-американській моделі присутні наступні учасники корпоративних відносин:

- Менеджери. До цієї групи входять представники вищої ланки управління корпорацією, відповідальні за реалізацію її стратегії.

- Директори. Цю групу складають як представники акціонерів, так і представники менеджменту, які входять до Ради корпорації. Призначення і функції Ради директорів корпорації за кордоном аналогічні правлінню.

- Акціонери або власники акцій корпорації.

У своїй взаємодії учасники корпоративних відносин створюють так званий трикутник корпоративного управління (рис. 2.2).

Англо-американська система корпоративного управління передбачає розподіл функцій володіння і управління в аграрній корпорації. Цей аспект дуже важливий з ділової і соціальної точок зору, тобто інвестори, вкладаючи свої кошти, не несуть юридичну відповідальність за дії корпорації. Вони передають функції управління менеджерам - найнятим робітникам корпорації, професійним керівникам. При такому розподілі функцій виникає конфлікт інтересів, пов'язаний з тим, що, володіючи всією повнотою влади в корпорації, менеджери починають діяти виключно в своїх інтересах у збиток інтересам акціонерів. Для вирішення цього конфлікту в американських

корпораціях застосовуються різні методи. Основним з них є створення Ради директорів.

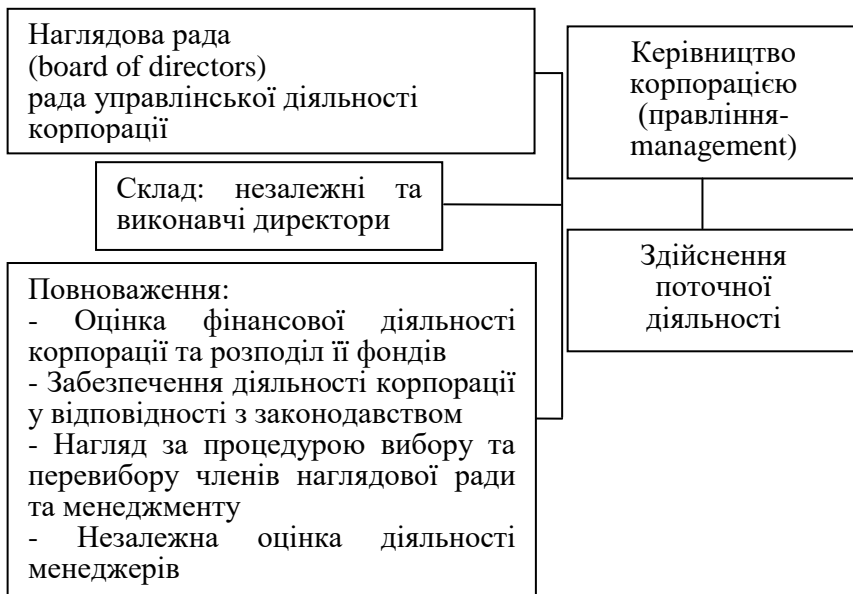


Рис. 2.2. Англо-американська модель корпоративного управління

У Раду директорів більшості корпорацій Великобританії і США входять як „внутрішні” члени, або „інсайдери”, так і „зовнішні” (незалежні), або „аутсайдери”. Традиційно головою Ради директорів і генеральним директором корпорації є одна і та ж особа. В даний час і американські, і англійські компанії схильні до включення в Раду директорів все більшого числа незалежних директорів.

Склад Ради директорів і представництво в Раді постійно знаходяться в центрі уваги акціонерів. Можливо, це відбувається тому, що інші питання корпоративного управління, такі як розкриття інформації і механізми взаємодії між корпораціями і акціонерами, в основному вже вирішені.

Ради директорів в США і Великобританії менші за чисельністю, ніж в Японії або Німеччині.

Взаємини між керівниками, директорами і акціонерами визначаються низкою законів і правил.

У США Федеральне агентство - Комісія з цінних паперів і бірж - регулює діяльність ринку цінних паперів, встановлює вимоги до розкриття інформації, а також координує стосунки між акціонерами і корпораціями. Вплив на корпоративне управління мають також закони, регулюючі діяльність пенсійних фондів. У 1988 році Міністерство праці США, відповідальне за діяльність приватних пенсійних фондів, ухвалило рішення, що ці фонди виступають „повіреними” своїх акціонерів у справах корпорації. Ця ухвала спричинила сильний вплив на діяльність приватних пенсійних фондів і інших інституційних інвесторів: вони почали цікавитися всіма питаннями корпоративного управління, правами акціонерів і голосуванням на загальних зборах.

Основу законодавчої бази з прав і обов'язків акціонерних товариств в США складають закони штату, в якому заснована і зареєстрована та або інша корпорація. В порівнянні з іншими ринками капіталу в США існують найсуворіші правила з розкриття інформації, і діє чітка система взаємин між акціонерами. В інших країнах, що використовують англо-американську модель корпоративного управління, правила розкриття інформації теж жорсткі, проте не настільки, як у США. У США корпорації зобов'язані надавати саму різну інформацію. У річний звіт або порядок денний щорічних загальних зборів акціонерів (офіційна назва - „Сповідання для акціонерів для отримання доручення на голосування”) включаються:

- фінансова інформація, дані про структуру капіталу; довідка про колишню діяльність директорів, що призначаються (включаючи прізвиська, посади, стосунки з компанією, володіння акціями компанії);

- розмір зарплати, що виплачується виконавчим директорам, а також звіт про виплату винагороди кожному з п'яти найбільш високооплачуваних керівників (їх прізвища мають бути вказані);
- дані про всіх акціонерів, що володіють понад 5% акціонерного капіталу;
- відомості про можливе злиття або реорганізацію, передбачувані зміни і доповнення у Статуті, а також прізвища осіб або компаній, що запрошуються для аудиторської перевірки.

У Великобританії та інших країнах, що використовують англо-американську модель, вимоги до розкриття інформації аналогічні. Проте звітність надається кожні півроку і, як правило, з меншим обсягом даних по всіх статтях, включаючи фінансову інформацію і відомості про директорів, що призначаються.

Корпоративне законодавство в Америці є юрисдикцією кожного окремого штату. Проте, як мінімум, половина публічних корпорацій, внесених до переліку Нью-Йоркської Фондової Біржі, зареєстрована в штаті Делавер, оскільки в цьому штаті створений найбільш сприятливий режим оподаткування і існує швидка процедура інкорпорації.

У Великобританії законодавчі рамки корпоративного управління встановлюються парламентом і можуть регулюватися правилами такої незалежної організації як Колегія з цінних паперів і інвестицій, контролюючої ринок цінних паперів.

Обов'язкового схвалення акціонерів в англо-американській моделі корпоративного управління вимагають:

- обрання директорів і призначення аудиторів;
- складання і вживання плану випуску опціонів на придбання акцій службовцями і керівництвом (що безпосередньо впливає на виплати керівникам і директорам);
- злиття;
- поглинання;
- реорганізація, зміни і доповнення до Статуту корпорації.

При цьому існує важлива відмінність між Великобританією і США: у США акціонери не мають права голосувати за розміром дивідендів, пропонуваному Радою директорів, а у Великобританії, навпаки, це питання виноситься на голосування акціонерів.

У англо-американській моделі акціонери мають право вносити пропозиції до порядку денного щорічних загальних зборів. Ці пропозиції повинні стосуватися безпосередньо діяльності корпорації. Акціонери, що володіють більш ніж 10% акціонерного капіталу корпорації, мають також право ініціювати скликання позачергових (надзвичайних) зборів акціонерів корпорації.

У англо-американській моделі чітко визначені питання взаємин акціонерів між собою і з корпорацією. Важливу роль в управлінні корпорацією відіграють незалежні та саморегулюючі організації.

Інституційні інвестори та різні фінансові спеціалісти стежать за діяльністю корпорації і корпоративним управлінням.

*Німецька модель управління акціонерним товариством* (рис. 2.3) істотно відмінна від англо-американської і японської.

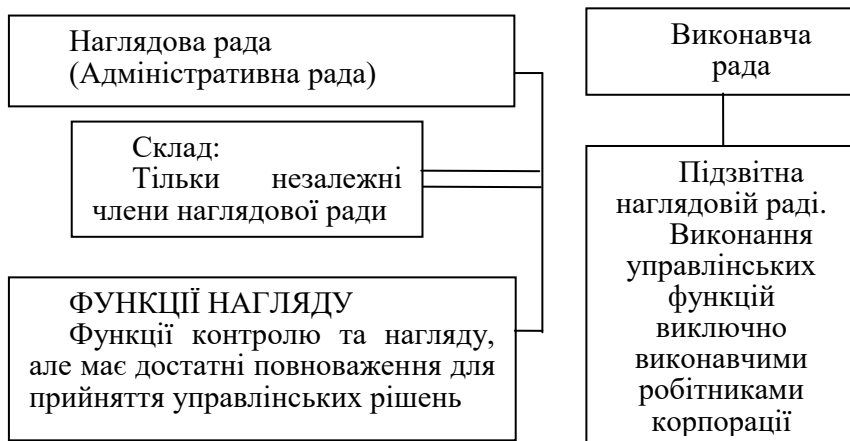


Рис. 2.3. Німецька модель корпоративного управління

Німецька модель використовується в німецьких і австрійських корпораціях. Деякі елементи присутні також в Нідерландах і Скандинавії. Нещодавно їх почали застосовувати деякі корпорації Франції і Бельгії. Банки традиційно є довгостроковими акціонерами німецьких корпорацій. Їх представники обираються в Раді директорів. Проте, на відміну від японської моделі, представництво банків в Раді постійне.

Існують три особливості, які відрізняють німецьку модель корпоративного управління від інших.

По-перше, ця модель передбачає двопалатну Раду, яка складається з правління - виконавчої ради (менеджери компанії, інсайдери) і наглядової ради (представники акціонерів, службовців і робітників компанії). Ніхто не може бути одночасно членом і правління, і наглядової ради. Склад палат є чітко диференційованим.

По-друге, чисельність наглядової ради встановлюється законом і не може бути змінена акціонерами.

По-третє, в Німеччині і інших країнах, що використовують німецьку модель, узаконені обмеження прав акціонерів щодо голосування. Число голосів, яке має акціонер на зборах, може не збігатися з числом акцій, що знаходяться в його власності.

Двопалатна Рада - унікальна структура німецької моделі. Наглядову раду призначає і розпускає правління, затверджує рішення керівництва і дає рекомендації правлінню, проводить наради, зазвичай раз на місяць. У Статуті корпорації обумовлюються документи, що вимагають затвердження на наглядовій раді.

Правління несе відповідальність за щоденне керівництво компанією. Воно складається виключно із співробітників корпорації. У наглядову раду входять тільки представники робітників, службовців і акціонерів.

Склад і чисельність наглядової ради визначаються законами про промислову демократію і про рівноправ'я службовців. Ці закони визначають також кількість

представників, обраних робітниками, службовцями і акціонерами. У невеликих корпораціях (менше 500 чоловік) акціонери обирають всю наглядову раду, в середніх - одну третину, у великих - половину.

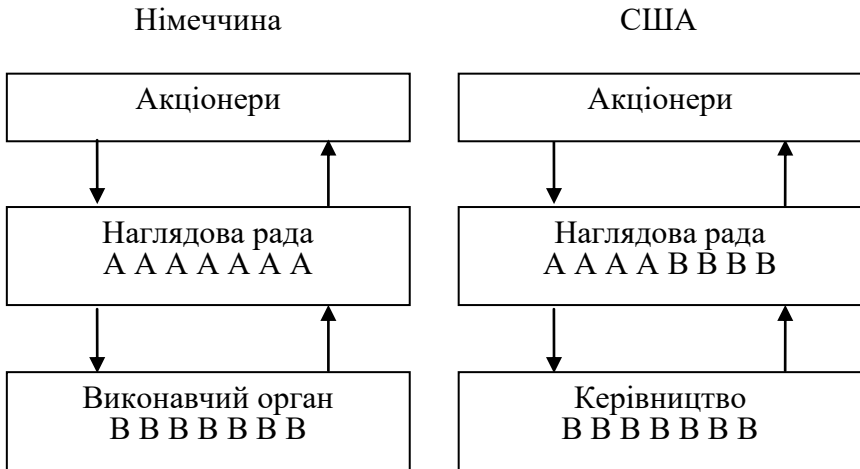


Рис. 2.4. Порівняння моделей корпоративного управління  
 А - члени наглядової ради (незалежні директори);  
 В - керівництво корпорацією (виконавчі директори)

Більшість німецьких корпорацій віддає перевагу небанківському фінансуванню, а акціонерному, тому капіталізація фондового ринку невелика в порівнянні з потенціалом економіки. Частка індивідуальних акціонерів в Німеччині низька, що відображає загальний консерватизм інвестиційної політики країни. Тому недивно, що структура управління акціонерним товариством зрушена у бік контактів між ключовими учасниками: банками і корпораціями.

Система якоюсь мірою суперечлива по відношенню до дрібних акціонерів: з одного боку, вона дозволяє їм вносити пропозиції, з іншою - надає можливість компанії накладати обмеження на право їх голосу.



Відсоток іноземних інвесторів в німецьких корпораціях досить великий. Ця обставина поступово впливає на модель корпоративного управління, оскільки іноземні інвестори з Європейського Союзу і інших країн починають захищати свої інтереси. Розповсюдження ринку капіталу примушує німецькі корпорації переглядати свою політику.

Банки (і у меншій мірі корпорації) є основними учасниками в німецькій моделі управління. Банк грає декілька ролей: він виступає акціонером і кредитором, емітентом коштовних паперів і боргових зобов'язань, депозитарієм (банк-охоронець) і голосуючим агентом на щорічних загальних зборах акціонерів.

У Німеччині корпорації можуть мати довгострокові вкладення в інших неафілійованих компаніях, які не належать до певної групи, пов'язаних (комерційно або промислово) між собою корпорацій. Це схоже на японську модель, але в корені відрізняється від англо-американської, де ні банки, ні корпорації не можуть бути ключовими інституційними інвесторами.

Ще однією відмінністю німецької моделі від японської і англо-американської є включення до складу наглядової ради представників робітників і службовців.

Основними акціонерами в Німеччині є банки і корпорації. До кінця 90-х років ХХ століття корпорації володіли 41 % німецького фондового ринку, а інвестори (в основному - банки) - 27%. Інституційні агенти, такі, наприклад, як пенсійні фонди (3%) або індивідуальні акціонери (4%), не грають важливої ролі в Німеччині. Не дивлячись на відносно низьку частку іноземних інвесторів, на даний час їх вплив на німецьку систему управління акціонерним товариством зростає.

Існує дві основні відмінності німецької моделі від японської і англо-американської:

1) чисельність наглядової ради встановлюється законом і не підлягає зміні;

2) у наглядову раду входять представники робітників і службовців компанії.

Те, що в наглядову раду не входять „інсайдери”, зовсім не означає, що вона складається тільки з „аутсайдерів”. Членами наглядової ради, що обирається акціонерами, зазвичай є представники банків корпорацій, тобто великих акціонерів. Було б більш правильно назвати їх афільованими аутсайдерами.

У Німеччині існують сильні федеральні традиції. Федеральні закони включають: Закон „Про акціонерні товариства”, „Про фондові біржі”, „Про комерцію”, а також закони про склад наглядових рад. Проте регулювання діяльності бірж є прерогативою місцевої влади - законодавств земель.

Федеральне агентство з цінних паперів було створене в 1995 році. Воно і доповнило бракуючий елемент німецького законодавства.

У Німеччині розроблені досить суворі правила розкриття інформації. Корпорації повинні надавати в річному звіті або на загальних зборах різноманітну інформацію, включаючи фінансову (кожне півріччя):

- дані про структуру капіталу;
- обмежені відомості про кожного кандидата в наглядову раду (з вказівкою імені, прізвища, адреси, місця роботи і посади);
- про винагороди, які виплачені членам правління і наглядової ради;
- дані про акціонерів, що володіють більш ніж 5% акцій корпорації;
- інформацію про можливе злиття або реорганізацію;
- пропонувані зміни і доповнення до Статуту, а також прізвища осіб і назви компаній, що запрошуються для проведення аудиторської перевірки.

Правила розкриття інформації відрізняються від прийнятих в США. Так, фінансова інформація повідомляється раз на півроку, а не щоквартально, як у США. У Німеччині надаються сукупні дані про винагороду директорам і менеджерам, на відміну від індивідуальних відомостей у США. Не повідомляються відомості про членів наглядової ради і про володіння акціями компанії. Крім того, існують помітні відмінності між німецькими і американськими стандартами бухгалтерської звітності.

У Німеччині корпораціям дозволяється акумулювати частину коштів з доходу на резервному рахунку, що дозволяє їм не показувати його на рахунку „нерозподілений прибуток” і не виплачувати дивіденди.

Законодавча база, що існує в Німеччині, враховує інтереси корпорацій, банків і акціонерів. В цілому система орієнтована на основних учасників корпоративних відносин. В той же час, велика увага приділяється і дрібним акціонерам.

Більшість німецьких акцій - це акції на пред'явника. Корпорації, що випускають такі акції, повинні оголошувати про майбутні щорічні збори в державних друкарських виданнях і направляти свої річні звіти і порядок денний в банк-депозитарій, який, в свою чергу, розсилає ці матеріали акціонерам.

Участі акціонерів у справах корпорації перешкоджають, крім того, узаконені обмеження права голосу і неможливість голосування поштою. Проте, не дивлячись на це, дрібні акціонери не виключаються з процесу і на зборах часто вносять свої пропозиції проти керівників. Німецька модель управління акціонерним товариством стала основою для формування української моделі корпоративного управління.

*Японська система корпоративного управління* є багатобічною і базується довкола ключового банку і фінансово-промислової групи, або кейрецу. Багато японських корпорацій мають міцні фінансові зв'язки з мережею пов'язаних з ними компаній. Такі мережі характеризуються спільним позиковим і

акціонерним капіталом, торгівлею товарами і послугами, неформальними діловими контактами і називаються кейрецу.

Основний банк і кейрецу - це два різних, але доповнюючі один одного елементи японської моделі. Практично кожна японська корпорація має тісні відносини зі своїм основним банком. Банк надає корпоративним клієнтам кредити і послуги з випуску облігацій, акцій, ведення розрахункових рахунків і консалтингові послуги. Банк, як правило, є основним акціонером корпорації.

Для японської моделі корпоративного управління характерна особлива роль держави. З 30-х років японський уряд проводив активну економічну політику, спрямовану на надання допомоги корпораціям. Ця політика передбачає офіційне і неофіційне представництво уряду в Раді корпорації у випадках, коли акціонерне товариство знаходиться у скрутному фінансовому стані.

Основними учасниками японської моделі є:

- *головний банк* (основний внутрішній акціонер);
- *пов'язана з корпорацією (афільована) компанія або кейрецу* (ще один основний внутрішній акціонер);
- *правління;*
- *уряд.*

Взаємодія між учасниками спрямована на встановлення ділових контактів, а не на підтримку балансу сил, як в англо-американській моделі (рис. 2.5). До великої Ради директорів (до 50 чоловік), зазвичай, входять тільки „внутрішні представники”.

Коли фінансове положення погіршується, акціонери, що володіють контрольним пакетом акцій, висилають своїх представників до Ради директорів.

На схемі чотири суцільні прямі лінії показують взаємозв'язок інтересів чотирьох основних учасників: уряду, керуючого банку і кейрецу. Переривисті лінії у верхній частці показують відсутність взаємного інтересу у незалежних або зовнішніх учасників, оскільки вони грають незначну роль.

У Японії ринок акцій цілком знаходиться в руках фінансових організацій і корпорацій. Так само, як і у Великобританії і США, у післявоєнний період тут помітно збільшилося число інституційних акціонерів. Фінансові організації (страхові організації, банки) володіють приблизно 43% японського фондового ринку, корпорації (за виключенням фінансових організацій) - 25%; а іноземні інвестори - близько 3%.



Рис. 2.5. Японська модель управління корпорацією

Банки розвивають міцні зв'язки з корпораціями. Вони надають безліч різних послуг, і їх інтереси перетинаються з інтересами корпорації. У цьому основна відмінність від англо-американської моделі, де такі стосунки заборонені антитрестовим законодавством. Американські і англійські корпорації отримують фінансові й інші послуги з різних джерел, включаючи добре розвинені ринки цінних паперів.

Рада директорів японських корпорацій практично повністю складається з внутрішніх учасників, тобто виконавчих директорів, керівників, керівників великих відділів компанії і правління. Якщо обсяг прибутку компанії зменшується протягом тривалого періоду, основний банк і члени кейрецу можуть зняти директорів і призначити своїх кандидатів. Інше звичне для Японії явище - призначення чиновників у відставці різних міністерств і відомств до складу Ради директорів корпорації.

У японській моделі склад Ради директорів залежить від фінансового стану компанії. На відміну від англо-американської, в японській моделі у складі Ради директорів рідко зустрічаються представники незалежних акціонерів.

Склад Ради директорів в японських компаніях, як правило, більший ніж у США, Великобританії або Німеччині. Середня японська Рада складається з 50 членів.

Вимоги до розкриття інформації в Японії досить суворі, але не суворіші за американські. Корпорації повинні повідомляти:

- фінансову інформацію (кожне півріччя);
- дані про структуру капіталу;
- відомості про кожного кандидата в Раду директорів (включаючи імена і прізвища, посади, стосунки з корпорацією, володіння акціями корпорації);
- дані про винагороди, що виплачуються виконавчим директорам і членам Ради директорів;
- відомості про передбачуване злиття і реорганізацію;
- пропонувані зміни і доповнення до Статуту;
- імена осіб і/або назви компаній, що запрошуюються для проведення аудиторської перевірки.

Процедура розкриття інформації в Японії має ряд суттєвих відмінностей. Фінансова інформація надається кожного півріччя, а у США - кожного кварталу. В Японії повідомляється сума сукупної винагороди керівникам і директорам, а у США - по кожній особі. Те ж стосується і списку великих власників: у Японії це десять найбільших акціонерів, тоді як у США - всі

акціонери, що володіють пакетами більше 5%. Крім того, існують помітні відмінності між японськими і американськими стандартами фінансової звітності.

У звичайний круг питань, що вимагають схвалення акціонерами, входять виплата дивідендів і розподіл коштів, обрання Ради директорів і призначення аудиторів. Крім того, без згоди акціонерів не можна вирішувати питання, що стосуються капіталу корпорації; приймати поправки до Статуту (наприклад, зміна чисельності і/або складу Ради директорів або затвердженого виду діяльності); виплачувати вихідну допомогу директорам і аудиторам; підвищувати верхню межу винагороди директорам і аудиторам. Позачергові дії корпорації, які потребують схвалення акціонерів, - це злиття, поглинання і реорганізація.

Механізм взаємодії між основними учасниками сприяє зміцненню стосунків між ними. Це головна відмінна риса японської моделі. Тут корпорації зацікавлені в довгострокових, переважно афілійованих, акціонерах.

### **2.3. КОРПОРАТИВНА РЕСТРУКТУРИЗАЦІЯ ЕКОНОМІКИ**

---

Виходячи з викладеного матеріалу можна визначити показники, які впливають на вибір і розміру сільгосп підприємств, що, не в останню чергу, виступає критерієм вибору і організаційно-правових форм (табл. 2.3).

За рядом показників (перевага в доступі до субсидій, кредитів; забезпечення матеріально-технічними ресурсами; можливості використання інфраструктури та розвитку соціальних програм) великі за розміром господарства мають переваги над малими. Однак, за рівнем витрат на управління, продуктивності праці та ризиків підприємництва малі господарства більш адаптовані до ринкових умов. В той же час

потенціал агробізнесу не може використати на 100% жодне з традиційних моделей господарств великих чи малих за розміром. Цю проблему частково вирішує саме розвиток корпоративних структур через об'єднання приватних і суспільних інтересів, досягнення ефекту масштабу від поєднання, в т. ч. малих господарств. Наприклад, спосіб об'єднання подібних інтересів представлений у ПрАТ „Агрофірмі „Мрія” Конотопського району Сумської області, що має непопулярну організаційну структуру (рис. 2.6).

Проведений аналіз корпоративних структур показав такі основні національні риси вітчизняних корпорацій:

- у великих та середніх корпораціях власність сконцентрована у зовнішніх інвесторів;
- протиріччя між підпорядкованим статусом найманих працівників та їх зростаючою незалежністю, впливовістю і творчою ініціативою, що заважає розвитку корпоратизма;
- тенденція до максимальної непрозорості структури власності.

Основним мотивом утворення корпоративних структур є зниження ризику невиконання зобов'язань сільгосптоваровиробниками, а також існування трансакційних витрат, відсутність договірної дисципліни, непрозорість ринку, вузькість каналів збуту, підвищення ступеня повернення вкладень.

Дані ознаки національних корпоративних структур в агропродовольчій сфері України формують позитивні і негативні наслідки їх функціонування. Узагальнення наукових досліджень багатьох авторів обумовлює необхідність поділу цих наслідків на внутрішні та зовнішні (табл. 2.4-2.5).

Негативні наслідки функціонування корпоративних структур в Україні обумовлюються в основному невідповідностями сучасним економічним умовам законодавчих норм. Це створює сприятливе підґрунтя для недружніх злиттів і „поглинань”, яких за даними керівництва Фонду державного майна України 99%.



Таблиця 2.3

## Показники, що впливають на вибір розміру сільськогосподарських підприємств

| Показники   | Питома вага показника за експертною оцінкою, % |  |  |
|---|--|--|--|
|   | загальна                                       | великі за розміром господарства  | малі за розміром господарства  |
| Наявність земель сільськогосподарського призначення | 0,20   | 0,10   | 0,10   |
|   |  | (+/-)<br>наявність великих відкритих територій   | (+/-)<br>відсутність великих відкритих територій   |
| Державна аграрна політика                           | 0,15   | 0,15   | 0,15   |
|   |  | (+)<br>як основні виробники товарної сільськогосподарської продукції                     | (+)<br>як засіб виживання населення сільських територій                                    |
| Соціальні програми                                  | 0,15   | 0,15   | 0  |
|   |  | (з великим варіюванням між підприємствами, але завжди з присутністю мінімального пакету) | (-)  |
| Матеріально-технічні ресурси                        | 0,10   | 0,10   | 0,05   |
|   |  | (+)<br>(можливість більшої фондозабезпеченості та фондоозброєності)                      | (+;-)<br>(при умові, якщо присутній лізинговий механізм та розвинуті кооперативні зв'язки) |
| Використання інфраструктури                         | 0,10   | 0,10   | 0  |
|   |  | (+)<br>(формується під них, до того ж самі її частково формують)                         | (-)  |

Продовження табл. 2.3

| Показники                    | Питома вага показника за експертною оцінкою, % |   |   |
|------------------------------|--|---|---|
|                              | загальна                                       | великі за розміром господарства   | малі за розміром господарства   |
| Інноваційна складова бізнесу | 0,10   | 0,05<br>(+;-)<br>(є можливість інвестицій у інновації)  | 0,05<br>(+;-)<br>(є можливість більш жвавого використання інновацій)                        |
|                              |  | 0,05<br>(+)<br>(перевага в доступі до субсидій, кредитів та ін.)                                | 0<br>(-)  |
| Недоліки ринкових відносин   | 0,05   | 0<br>(-)  | 0,05<br>(+)<br>(ризикують тільки члени родини)  |
|                              |  | 0,025<br>(+;-)<br>(найчастіше невеликі стимули до праці, але робочі процеси більш механізовані) | 0,025<br>(+;-)<br>(великий стимул до праці, низький рівень механізації, або її відсутність) |
| Ризик підприємництва         | 0,05   | 0<br>(-)  | 0,05<br>(+)<br>(менші витрати в порівнянні з великими підприємствами)                       |
|                              |  | 0,05  | 0,05  |
| Продуктивність праці         | 0,05   | 0,025<br>(+;-)<br>(найчастіше невеликі стимули до праці, але робочі процеси більш механізовані) | 0,025<br>(+;-)<br>(великий стимул до праці, низький рівень механізації, або її відсутність) |
| Витрати на управління        | 0,05   | 0<br>(-)  | 0,05<br>(+)<br>(менші витрати в порівнянні з великими підприємствами)                       |
| <b>Всього</b>                | <b>1,00</b>                                    | <b>0,725</b>  | <b>0,475</b>  |

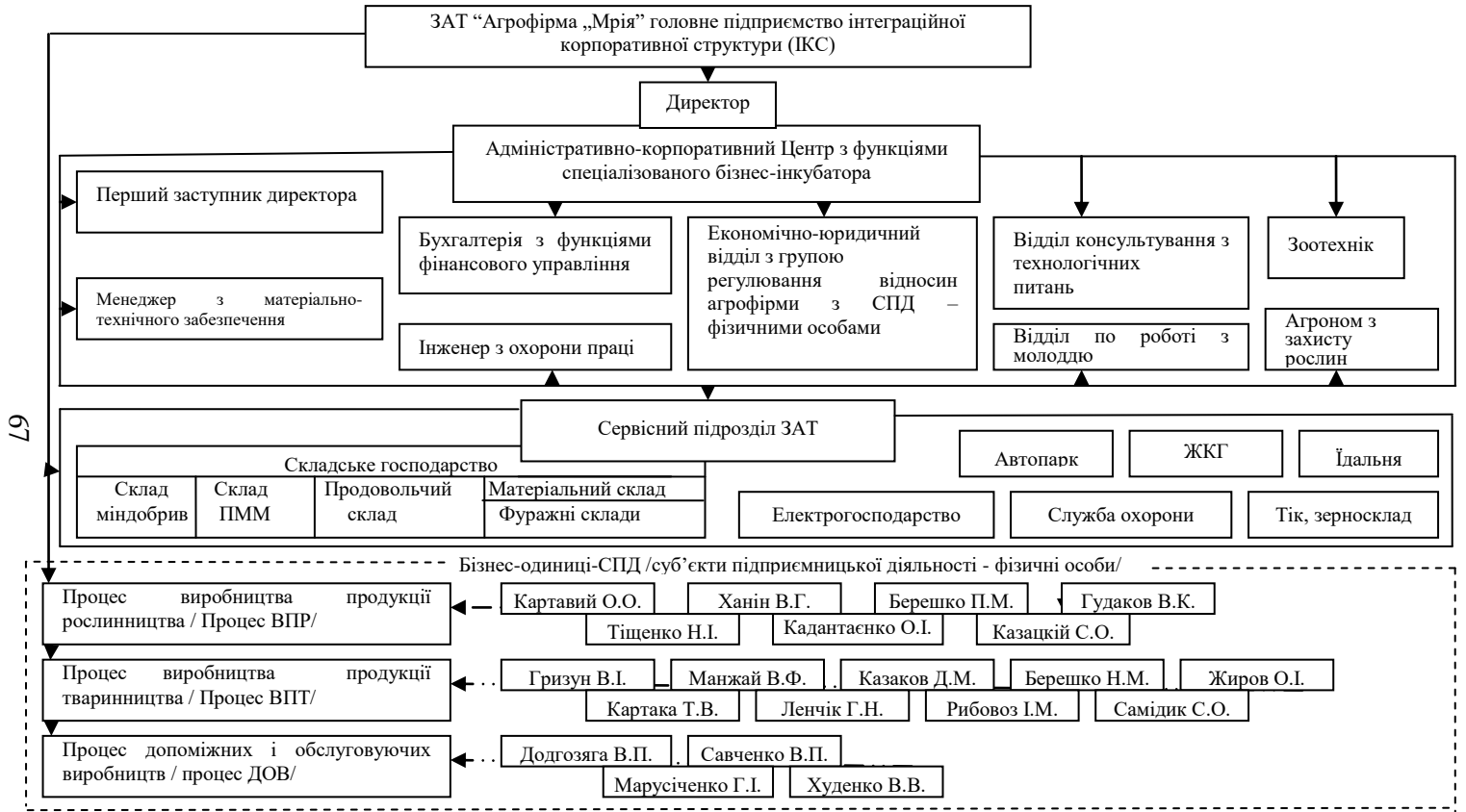


Рис. 2.7. Організаційно-управлінська структура інтегрованого корпоративного об'єднання, створеного на базі ЗАТ „Агрофірма „Мрія”

Таблиця 2.4

## Позитивні та негативні наслідки розвитку корпоративного сектору аграрної економіки внутрішнього характеру

| Види наслідків        | Позитивні наслідки   | Негативні наслідки   |
|-----------------------|--|--|
| <b>Виробничі</b>      | а) стабілізація виробництва сільгосппродукції;<br>б) максимальне використання можливості нагромадження фінансових ресурсів й інвестування в найбільш ефективні проекти   | а) втрата господарської самостійності  |
| <b>Правові</b>        | а) більш високий рівень юридичної відповідальності   | а) якщо земля використовується в корпоративних підприємствах не на умовах оренди, а вноситься в статутний фонд, виникають проблеми з земельними частками, коли акції будуть скуплені у їх попередніх власників |
| <b>Кадрові</b>        | а) більш високі соціальні гарантії;<br>б) більші вимоги до кваліфікації спеціалістів   | а) потреба у великій кількості висококваліфікованих менеджерів;<br>б) жорстка дисципліна з непоодиноким використанням звільнення як інструменту покарання  |
| <b>Фінансові</b>      | а) оптимізація обсягів оборотних коштів за рахунок вексельного обігу, клірингових розрахунків, факторингу, скорочення часу здійснення платежів до кількох годин;<br>б) залучення фінансово-кредитних інститутів до активної участі у виробничому процесі;<br>в) зниження фінансових ризиків;<br>г) збільшення прибутків за рахунок зниження собівартості | а) можливість штучної підтримки нерентабельних підприємств за рахунок рентабельних;<br>б) фінансування за жорстко контрольованим кошторисом витрат   |
| <b>Субординаційні</b> | а) чітка регламентація взаємовідносин підрозділів  | а) складнощі з перерозподілом фінансових коштів між підприємствами;<br>б) ускладнення узгодження економічних інтересів структурних підрозділів корпорації  |
| <b>Організаційні</b>  | а) проведення узгодженої цінової політики;<br>б) застосування трансфертного ціноутворення на проміжну продукцію;<br>в) ведення консолідованого обліку і звітності між пов'язаними підприємствами   | а) відсутність зв'язків сільгоспідприємств з кредиторами, податковими органами;<br>б) щоденна звітність перед головною організацією  |

Таблиця 2.5

## Позитивні та негативні наслідки розвитку корпоративного сектору аграрної економіки зовнішнього характеру

| Види наслідків              | Позитивні наслідки  | Негативні наслідки   |
|-----------------------------|---|--|
| <b>Виробничі:</b>           | а) посилюються позиції на ринку вітчизняних виробників;<br>б) підвищується інноваційна активність в економіці;<br>в) іде швидкий процес оптимізації економічних структур в секторах ринку;<br>г) розширюються можливості вітчизняних підприємців у інтеграції зі світовою економікою  | а) за умови зниження привабливості сільського господарства як об'єкта інвестування (відміна податкових пільг, зменшення масштабів державної підтримки) відбудеться різкий відтік інвестицій із сільського господарства |
| <b>Соціально-економічні</b> | а) підвищення інвестиційної привабливості сільських територій та перспектив вкладень більш потужними інвесторами, що дасть можливість керувати інвестиційними процесами;<br>б) підвищення доходів сільських жителів;<br>в) зменшується потреба в держпідприємствах з соціально-орієнтованого програмного виробництва  | а) у довгостроковій перспективі орієнтація переважно на отримання швидкого надприбутку несе загрози соціального, економічного й екологічного характеру для сільської місцевості та сільського населення                |
| <b>Фінансові</b>            | а) збільшення податкових надходжень до бюджетів, зокрема місцевих   | а) використання податкових пільг, передбачених для сільгоспвиробників, для оптимізації оподаткування інших видів своєї діяльності  |
| <b>Організаційні</b>        | а) формування цивілізованого аграрного ринку, тому що основні його інститути – біржі і торгові дома зможуть реалізувати потенціал лише за наявності великих виробничо-комерційних структур;<br>б) скорочення впливу посередницьких структур та інститутів сфери обміну;<br>в) стабілізація господарських зв'язків через спрощення відносин між їх підрозділами;<br>г) концентрація капіталу підвищує ефективність бюджетного і фінансового регулювання економіки;<br>д) невелика кількість об'єктів управління в економіці країни сприяє зниженню інфляційного росту цін, збільшує передбачуваність динаміки цін тощо | а) бюрократизація і зловживання контрольно-управлінськими функціями;<br>б) недостатнє теоретичне дослідження міжгалузевих відносин;<br>в) можливість монополізації окремих сегментів ринку та регіонів                 |

На сучасному етапі розвитку економічних відносин в аграрному секторі економічне середовище вимагає наявності більш ефективних форм господарювання. Щодо вибору виду підприємства, заснованого селянами під час реструктуризації КСП, експертами даються різні оцінки гарантування захисту їх інтересів залежно від ОПФ новоствореної структури та можливостей ефективного її функціонування. За цих умов, найбільш актуальними з точки зору реалізації власниками земельних і майнових паїв, довгострокових економічних і соціальних інтересів, залишаються проблеми розбудови земельних, трудових та управлінських відносин і їх впливу на розподіл та використання прибутку аграрних формувань.

Доцільним є анкетування землевласників-орендодавців за наведеними формами (табл. 2.6-2.11).

Таблиця 2.6

### Характеристика складу респондентів

| Питання  | Кількість позитивних відповідей |       | Питома вага, % |       |
|--|---------------------------------|-------|----------------|-------|
|  | 20 р.                           | 20 р. | 20 р.          | 20 р. |
| 1. Місце Вашого постійного проживання:         |                                 |       |                |       |
| а) село  |                                 |       |                |       |
| б) місто                                       |                                 |       |                |       |
| 2. Ваш вік:                                    |                                 |       |                |       |
| а) до 30 років                                 |                                 |       |                |       |
| б) 30-60 років                                 |                                 |       |                |       |
| в) більше 60 років                             |                                 |       |                |       |
| 3. Ваша освіта:                                |                                 |       |                |       |
| а) середня                                     |                                 |       |                |       |
| б) середня спеціальна                          |                                 |       |                |       |
| в) вища  |                                 |       |                |       |
| 4. Доходи на одного члена сім'ї в місяць:      |                                 |       |                |       |
| а) до 300 грн.                                 |                                 |       |                |       |
| б) 300-600 грн.                                |                                 |       |                |       |
| в) більше 600 грн.                             |                                 |       |                |       |
| 5. Чи маєте Ви державний акт на земельний пай? |                                 |       |                |       |
| а) так   |                                 |       |                |       |
| б) ні  |                                 |       |                |       |
| 6. Чи маєте Ви майновий пай?                   |                                 |       |                |       |
| а) так   |                                 |       |                |       |
| б) ні  |                                 |       |                |       |

*Продовження табл. 2.6*

| Питання                            | Кількість позитивних відповідей |       | Питома вага, % |       |
|------------------------------------|---------------------------------|-------|----------------|-------|
|                                    | 20 р.                           | 20 р. | 20 р.          | 20 р. |
| 7. Вартість Вашого земельного паю: |                                 |       |                |       |
| а) до 10000 грн.                   |                                 |       |                |       |
| б) 10000-50000 грн.                |                                 |       |                |       |
| в) 50000-100000 грн.               |                                 |       |                |       |
| г) більше 100000 грн.              |                                 |       |                |       |
| д) не знаю                         |                                 |       |                |       |
| 8. Вартість Вашого майнового паю:  |                                 |       |                |       |
| а) до 5000 грн. <sup>1</sup>       |                                 |       |                |       |
| б) 5000-10000 грн. <sup>1</sup>    |                                 |       |                |       |
| в) 10000-50000 грн. <sup>1</sup>   |                                 |       |                |       |
| г) більше 50000 грн. <sup>1</sup>  |                                 |       |                |       |
| д) не знаю <sup>1</sup>            |                                 |       |                |       |

<sup>1</sup>З тих, хто володіє майновим паєм

Більш глибокий аналіз проводиться у другому блоці питань щодо розпорядження земельним паєм (табл. 2.7).

*Таблиця 2.7*

**Аналіз стану розпорядження земельним паєм**

| Питання  | Кількість позитивних відповідей |       | Питома вага, % |       |
|--|---------------------------------|-------|----------------|-------|
|  | 20 р.                           | 20 р. | 20 р.          | 20 р. |
| 1. Як Ви розпоряджаєтеся Вашим земельним паєм?         |                                 |       |                |       |
| а) здаю в довгострокову оренду (більше 5 років)        |                                 |       |                |       |
| б) здаю в середньострокову оренду (2-4 роки)           |                                 |       |                |       |
| в) здаю в короткострокову оренду (1 рік)               |                                 |       |                |       |
| г) обробляю самостійно                                 |                                 |       |                |       |
| д) продав  |                                 |       |                |       |
| е) надав як співзасновник в уставний фонд підприємства |                                 |       |                |       |
| є) обміняв на певний період на акції                   |                                 |       |                |       |
| ж) власний варіант відповіді                           |                                 |       |                |       |
| 2. Ви здасте Ваш майновий пай в оренду?                |                                 |       |                |       |
| а) так <sup>1</sup>                                    |                                 |       |                |       |
| б) ні <sup>1</sup>                                     |                                 |       |                |       |

Продовження табл. 2.7

| Питання   | Кількість позитивних відповідей |       | Питома вага, % |       |
|---|---------------------------------|-------|----------------|-------|
|   | 20 р.                           | 20 р. | 20 р.          | 20 р. |
| 3. Чи задовольняє Вас орендна плата за земельний та майновий паї?<br>а) так   |                                 |       |                |       |
| б) ні   |                                 |       |                |       |
| 4. Якщо „ні”, що заважає не здавати в оренду землю або майно, а інвестувати їх вартість у підприємство з розрахунком приймати участь в отриманні частини прибутку (як акціонер чи співзасновник)?<br>а) не знаю законодавчо-нормативної бази <sup>2</sup> |                                 |       |                |       |
| б) цього не бажає керівництво підприємства-орендаря <sup>2</sup>  |                                 |       |                |       |
| в) немає альтернативних орендарів <sup>2</sup>  |                                 |       |                |       |
| г) підприємство постійно збиткове і вартість паїв щороку зменшується <sup>2</sup>   |                                 |       |                |       |

<sup>1</sup> З тих, хто має майновий пай

<sup>2</sup> З тих, кого не задовольняє орендна плата за землю та майно

Таблиця 2.8

Аналіз використання акціонерного капіталу

| Питання   | Кількість позитивних відповідей |       | Питома вага, % |       |
|---|---------------------------------|-------|----------------|-------|
|   | 20 р.                           | 20 р. | 20 р.          | 20 р. |
| 1. Ви працюєте в сільгоспідприємстві?<br>а) постійно  |                                 |       |                |       |
| б) сезонно  |                                 |       |                |       |
| в) не працюю  |                                 |       |                |       |
| 2. Якщо „так”, то чи задовольняє Вас матеріальне стимулювання?<br>а) так  |                                 |       |                |       |
| б) ні   |                                 |       |                |       |
| 3. Які види матеріального стимулювання Вам пропонують на підприємстві?<br>а) заробітна плата грошима <sup>1</sup> |                                 |       |                |       |
| б) натуральна оплата праці <sup>1</sup>   |                                 |       |                |       |
| в) частина прибутку у вигляді дивідендів <sup>1</sup>   |                                 |       |                |       |
| г) премії <sup>1</sup>  |                                 |       |                |       |
| д) інше <sup>1</sup>  |                                 |       |                |       |



Продовження табл. 2.8

| Питання  | Кількість позитивних відповідей |       | Питома вага, % |       |
|--|---------------------------------|-------|----------------|-------|
|  | 20 р.                           | 20 р. | 20 р.          | 20 р. |
| 4. Чи володієте Ви акціями будь-якого аграрного підприємства?<br>а) так  |                                 |       |                |       |
| б) ні  |                                 |       |                |       |
| 5. Якщо „так”, чи сплачують Вам дивіденди?<br>а) так <sup>2</sup>  |                                 |       |                |       |
| б) ні <sup>2</sup>   |                                 |       |                |       |
| 6. Якщо „так”, чи задоволені Ви співвідношенням вартості акцій і сумою дивідендів на них?<br>а) так <sup>3</sup> |                                 |       |                |       |
| б) ні <sup>3</sup>   |                                 |       |                |       |
| 7. Чи є можливість ці акції вільно продати або купувати?<br>а) так <sup>2</sup>                                  |                                 |       |                |       |
| б) ні <sup>2</sup>   |                                 |       |                |       |

<sup>1</sup>З тих, хто постійно чи сезонно працює в сільськогосподарському підприємстві

<sup>2</sup>З тих, хто володіє акціями будь-якого аграрного підприємства

<sup>3</sup>З тих, хто отримує дивіденди за акціями будь-якого аграрного підприємства

Останній блок питань має стосуватися ефективності роботи та перспектив організаційно-правових форм сільськогосподарських підприємства, де працюють, або на території якого проживають респонденти (табл. 2.9).

Таблиця 2.9

**Аналіз перспектив організаційно-правової форми сільськогосподарських підприємств**

| Питання   | Кількість позитивних відповідей |       | Питома вага, % |       |
|---|---------------------------------|-------|----------------|-------|
|   | 20 р.                           | 20 р. | 20 р.          | 20 р. |
| 1. Чи є необхідність терміново змінювати організаційно-правову форму аграрного підприємства, в якому Ви працюєте?<br>а) так |                                 |       |                |       |
| б) ні   |                                 |       |                |       |
| в) не могу визначитися  |                                 |       |                |       |

Продовження табл. 2.9

| Питання  | Кількість позитивних відповідей |       | Питома вага, % |       |
|--|---------------------------------|-------|----------------|-------|
|  | 20 р.                           | 20 р. | 20 р.          | 20 р. |
| 2. Чи бажали б Ви змінити організаційно-правову форму аграрного підприємства, на якому Ви працюєте, на акціонерну? |                                 |       |                |       |
| а) так   |                                 |       |                |       |
| б) ні  |                                 |       |                |       |
| в) не могу визначитися   |                                 |       |                |       |
| 3. Яка організаційно-правова форма для аграрного підприємства, на якому Ви працюєте, є найбільш перспективною?     |                                 |       |                |       |
| а) товариство з обмеженою відповідальністю   |                                 |       |                |       |
| б) закрите акціонерне товариство   |                                 |       |                |       |
| в) відкрите акціонерне товариство  |                                 |       |                |       |
| г) кооператив  |                                 |       |                |       |
| д) інша  |                                 |       |                |       |

Більшість новоутворених підприємств так званого ринкового типу тривалий час є такими лише за юридичним статусом та іншими зовнішньо-формальними ознаками. По суті вони обтяжені застарілими методами організації виробництва й управління ресурсами. Тобто не спрямовані на ефективну діяльність, суворе дотримання технологічної і фінансової дисципліни та обґрунтоване прийняття рішень за принципами ринкової економіки.

Для дослідження відповідності організаційно-правових форм аграрних формувань сучасним вимогам ефективного господарювання доцільно проведення анкетування керівників та головних спеціалістів - засновників господарств різних організаційно-правових форм.

Перший блок запитань стосується ознайомлення з підприємствами і масштабами виробництва.

Другий блок запитань стосується існуючої форми господарювання підприємств респондентів, їх позитивних та негативних рис (табл. 2.10).

Таблиця 2.10

### Блок питань щодо позитивних та негативних рис існуючих організаційно-правових форм аграрних формувань

| Питання  | Кількість позитивних відповідей |       | Питома вага, % |       |
|--|---------------------------------|-------|----------------|-------|
|  | 20 р.                           | 20 р. | 20 р.          | 20 р. |
| 1. Чи влаштовує Вас існуюча організаційно-правова форма Вашого підприємства?             |                                 |       |                |       |
| а) так   |                                 |       |                |       |
| б) ні  |                                 |       |                |       |
| в) не могу визначитися   |                                 |       |                |       |
| 2. Якщо влаштовує, то чому?  |                                 |       |                |       |
| а) зручність в управлінні <sup>1</sup>   |                                 |       |                |       |
| б) стимулювання високопродуктивної праці <sup>1</sup>                                    |                                 |       |                |       |
| в) обмежена відповідальність у випадку банкрутства <sup>1</sup>                          |                                 |       |                |       |
| г) є можливості заміни команди менеджерів <sup>1</sup>                                   |                                 |       |                |       |
| д) є можливості залучення необхідних інвестицій <sup>1</sup>                             |                                 |       |                |       |
| е) є можливості постійного збільшення обсягів виробництва товарів та послуг <sup>1</sup> |                                 |       |                |       |
| є) є можливості забезпечення постійного збільшення прибутку <sup>1</sup>                 |                                 |       |                |       |
| 3. Якщо не влаштовує, то чому?   |                                 |       |                |       |
| а) незручність в управлінні <sup>2</sup>   |                                 |       |                |       |
| б) відсутність мотивації до праці <sup>2</sup>   |                                 |       |                |       |
| в) значна відповідальність у випадку банкрутства <sup>2</sup>                            |                                 |       |                |       |
| г) значні труднощі у заміні команди менеджерів <sup>2</sup>                              |                                 |       |                |       |
| д) проблеми із залученням необхідних інвестицій <sup>2</sup>                             |                                 |       |                |       |
| е) нема можливостей забезпечення постійного збільшення прибутку <sup>2</sup>             |                                 |       |                |       |
| є) інше <sup>2</sup>   |                                 |       |                |       |

<sup>1</sup>З тих, кого влаштовує організаційно-правова форма підприємства

<sup>2</sup>З тих, кого не влаштовує організаційно-правова форма підприємства

Третій блок питань має за мету визначення перспективності розвитку саме корпоративних структур в регіоні. При цьому у формулюванні запитань не має сенсу виключати можливість зміни вже існуючої організаційно-правової форми підприємства (табл. 2.11).

Таблиця 2.11

## Блок питань щодо перспективності розвитку корпоративних структур у сільському господарстві

| Питання  | Кількість позитивних відповідей |       | Питома вага позитивних відповідей, % |       |
|--|---------------------------------|-------|--------------------------------------|-------|
|  | 20 р.                           | 20 р. | 20 р.                                | 20 р. |
| 1. Як Ви вважаєте, чи виправданий у сільському господарстві процес концентрації виробництва?       |                                 |       |                                      |       |
| а) так   |                                 |       |                                      |       |
| б) ні  |                                 |       |                                      |       |
| в) не могу визначитися   |                                 |       |                                      |       |
| 2. Чи знайомі Вам приклади існуючих корпоративних структур в аграрному секторі Луганської області? |                                 |       |                                      |       |
| а) так   |                                 |       |                                      |       |
| б) ні  |                                 |       |                                      |       |
| в) не могу визначитися   |                                 |       |                                      |       |
| 3. Які риси корпоративних структур, на Ваш погляд, можуть стимулювати збільшення їх чисельності?   |                                 |       |                                      |       |
| а) наявність об'єднаної дольової власності   |                                 |       |                                      |       |
| б) відокремлення власності від управління (найнятий керівний склад)                                |                                 |       |                                      |       |
| в) обмежена відповідальність власників (ресурсами підприємства)                                    |                                 |       |                                      |       |
| г) право власності, що передається (за допомогою цінних паперів)                                   |                                 |       |                                      |       |
| д) виплата дивідендів  |                                 |       |                                      |       |
| е) інше  |                                 |       |                                      |       |
| 4. Які існуючі переваги корпоративних структур є найбільш суттєвими?                               |                                 |       |                                      |       |
| а) можливості залучення інвестицій   |                                 |       |                                      |       |
| б) раціональний механізм господарювання  |                                 |       |                                      |       |
| в) обмежена відповідальність (тільки майном корпорації) у випадку банкрутства                      |                                 |       |                                      |       |
| г) довготривалість виробничої стратегії  |                                 |       |                                      |       |
| д) інше  |                                 |       |                                      |       |
| 5. Назвіть проблеми, що стримують розвиток корпоративних структур.                                 |                                 |       |                                      |       |
| а) неврегульованість положень щодо формування та функціонування корпорацій                         |                                 |       |                                      |       |
| б) складність в управлінні   |                                 |       |                                      |       |
| в) відсутність кваліфікованих кадрів   |                                 |       |                                      |       |
| г) недостатньо місткий ринок збуту продукції   |                                 |       |                                      |       |
| д) інше  |                                 |       |                                      |       |

У господарствах наявний інвестиційний голод, відчувається низька платоспроможність населення України та нерозвиненість інфраструктури аграрного ринку, що передбачає можливості до експорту вітчизняної аграрної продукції та послуг.

В той же час, в розвинутих країнах, зокрема США, більшість корпорацій в сільському господарстві – ті ж сімейні ферми, тільки зареєстровані як юридичні особи через декілька основних причин:

- 1) забезпечення прав спадкоємців;
- 2) отримання різних податкових пільг;
- 3) легітимне ухилення від сплати частини податків.

Велика кількість аграрних формувань готова до інтеграційних процесів, потребує освоєння переваг об'єднань підприємств.

Щоб визначити такі, доцільно обчислити рейтинг корпоративного управління (РКУ), наприклад, аграрних корпоративних підприємств (табл. 2.12).

Проведені дослідження дали змогу сформулювати наступні висновки.

Оскільки максимально можливого РКУ не спостерігається у жодного, умовно згрупуємо об'єкти дослідження на ті, що мають РКУ вище середнього рівня (об'єкти 1-3 з інтервалом РКУ – 90,27-117,87 балів), середній рівень (об'єкти 4-8 з інтервалом РКУ – 84,2-88,93 балів), нижче середнього рівня (об'єкти 9-12 з інтервалом РКУ – 54,4-80,27 балів).

Через дане групування виявляється відсутність залежності між спеціалізацією підприємств (питома вага у товарній продукції виручки від реалізації сільськогосподарської продукції) та їх РКУ.

Найвищий рейтинг корпоративного управління спостерігається у агропромислового формування, що представляє собою об'єднання корпоративного типу підприємств однієї галузі №1. Рейтинг даної корпорації на 39,8% вище за середній (84,29 балів) рівень та на 116,7% більше, ніж найнижчий рівень (54,4 бали). Однак, він нижчий від максимально можливого рівня на 41,1%.

В цю ж групу входить сільськогосподарське підприємство №2, що раніше виконувало функції міжгосподарського відгодівельного господарства та Група компаній №3, що налічує в своїй структурі 23 відділення (у минулому – сільськогосподарських підприємств) і фокусує основну увагу на позиціонуванні своєї торговельної марки, плануванні та координуванні роботи відділень.

Таблиця 2.12

## Рейтинг корпоративного управління аграрних корпоративних підприємств Луганської області, 2005-2007 рр.

| Група  | Перелік об'єктів дослідження | I оцінка – науковці:<br>середнє значення за блоками питань |      |      |      |      | II оцінка – практики:<br>середнє значення за блоками питань |      |      |      |      | III оцінка – держслужбовці:<br>середнє значення за блоками питань |   |      |      |      | Середній загальний РКУ за I-III оцінками |      |       |   |
|--|------------------------------|--|------|------|------|------|---|------|------|------|------|---|---|------|------|------|--|------|-------|---|
|  |                              | №1   | №2   | №3   | №4   | №5   | Сума середніх значень за 1-5 блоками питань                 | №1   | №2   | №3   | №4   | №5  | Сума середніх значень за 1-5 блоками питань | №1   | №2   | №3   |  | №4   | №5    | Сума середніх значень за 1-5 блоками питань |
| I  | №1                           | 31,0   | 12,8 | 33,6 | 26,4 | 26,4 | 130,2   | 25,6 | 8,0  | 22,6 | 17,2 | 27,6  | 101,0                                       | 29,4 | 16,6 | 27,2 | 20,0                                     | 29,2 | 122,4 | 117,87                                      |
|  | № 2.                         | 18,0   | 10,4 | 24,0 | 17,2 | 22,4 | 92,0  | 14,0 | 17,2 | 23,0 | 15,0 | 26,8  | 96,0  | 15,2 | 13,2 | 17,4 | 15,2                                     | 27,8 | 88,8  | 92,27                                       |
|  | № 3                          | 21,6   | 6,4  | 25,2 | 16,0 | 22,8 | 92,0  | 22,0 | 7,8  | 25,4 | 15,6 | 17,2  | 88,0  | 18,6 | 9,0  | 21,4 | 14,4                                     | 27,4 | 90,8  | 90,27                                       |
| В середньому по I групі                            |                              | 23,5   | 9,9  | 27,6 | 19,9 | 23,9 | 104,7   | 20,5 | 11,0 | 23,7 | 15,9 | 23,9  | 95,0  | 21,1 | 12,9 | 22,0 | 16,5                                     | 28,1 | 100,7 | 100,14                                      |
| II   | № 4                          | 18,2   | 5,8  | 19,8 | 15,0 | 23,8 | 82,6  | 23,0 | 6,6  | 25,8 | 13,8 | 25,4  | 94,6  | 19,0 | 11,2 | 18,8 | 13,8                                     | 26,8 | 89,6  | 88,93                                       |
|  | № 5                          | 18,6   | 7,4  | 24,6 | 15,8 | 23,8 | 90,2  | 19,6 | 12,2 | 19,6 | 11,8 | 27,4  | 90,6  | 18,4 | 10,4 | 16,8 | 14,0                                     | 25,6 | 85,2  | 88,67                                       |
|  | № 6                          | 16,8   | 11,4 | 21,6 | 18,0 | 15,2 | 83,0  | 24,8 | 14,2 | 22,0 | 16,0 | 15,2  | 92,2  | 16,6 | 15,4 | 17,8 | 20,0                                     | 18,0 | 87,8  | 87,67                                       |
|  | № 7                          | 15,2   | 6,8  | 23,2 | 17,0 | 25,2 | 87,4  | 18,0 | 9,4  | 23,4 | 15,8 | 20,0  | 86,6  | 12,0 | 8,8  | 17,8 | 16,2                                     | 24,6 | 79,4  | 84,47                                       |
|  | № 8                          | 15,0   | 9,4  | 22,8 | 17,4 | 23,8 | 88,4  | 15,4 | 12,0 | 25,2 | 15,2 | 22,8  | 90,6  | 11,8 | 10,2 | 14,6 | 14,4                                     | 22,6 | 73,9  | 84,20                                       |
| В середньому по II групі                           |                              | 16,8   | 8,2  | 22,4 | 16,6 | 22,4 | 86,3  | 20,2 | 10,9 | 23,2 | 14,5 | 22,2  | 90,9  | 15,6 | 11,2 | 17,2 | 15,7                                     | 23,5 | 83,2  | 86,79                                       |
| III  | № 9                          | 22,6   | 10,2 | 21,8 | 20,0 | 12,2 | 86,8  | 17,4 | 11,8 | 18,4 | 13,2 | 15,0  | 75,8  | 18,0 | 11,4 | 17,8 | 15,4                                     | 15,6 | 78,2  | 80,27                                       |
|  | № 10                         | 13,2   | 6,0  | 19,8 | 15,4 | 26,4 | 80,8  | 14,0 | 8,6  | 18,6 | 11,0 | 24,2  | 76,4  | 14,6 | 5,6  | 19,2 | 11,6                                     | 25,8 | 76,8  | 78,00                                       |
|  | № 11                         | 10,0   | 5,6  | 15,0 | 13,0 | 16,6 | 60,2  | 8,6  | 9,4  | 12,0 | 12,0 | 13,4  | 55,4  | 12,8 | 9,8  | 15,8 | 13,0                                     | 26,2 | 77,6  | 64,40                                       |
|  | № 12                         | 10,0   | 7,8  | 13,4 | 11,6 | 7,8  | 50,6  | 6,0  | 4,8  | 11,6 | 9,6  | 10,6  | 42,6  | 12,8 | 14,4 | 10,2 | 13,8                                     | 18,8 | 70,0  | 54,40                                       |
| В середньому по III групі                          |                              | 14,0   | 7,4  | 17,5 | 15,0 | 15,8 | 69,6  | 11,5 | 8,7  | 15,2 | 11,5 | 15,8  | 62,6  | 14,6 | 10,3 | 15,8 | 13,5                                     | 21,6 | 75,7  | 69,27                                       |
| В середньому по об'єктах дослідження I - III групи |                              | 17,5   | 8,3  | 22,1 | 16,9 | 20,5 | 85,4  | 17,4 | 10,2 | 20,6 | 13,9 | 20,5  | 82,5  | 16,6 | 11,3 | 17,9 | 15,2                                     | 24,0 | 85,0  | 84,29                                       |

Складання і демонстрація відповідних рейтингів корпоративного управління є доволі актуальним завданням для України, оскільки корпорації активніше розвиватимуться в умовах СОТ. При цьому учасники з української сторони – в основному на рівні філіалів міжнародних компаній.

Щоб утримати існуючий рівень продовольчої незалежності держави, а в майбутньому і підвищувати його, можливо, за прикладом ЄС, здійснювати узгоджену аграрну політику з виробниками подібного набору сільськогосподарської продукції. Єдина політика має забезпечити абсолютний пріоритет закупівель сільськогосподарської продукції у вітчизняних товаровиробників перед імпортом.

Дане завдання особливо актуальне для українських умов через виявлене раніше сучасне домінування природних та екстенсивних антропогенних факторів розвитку сільського господарства над антропогенними інтенсивними.

Аналізуючи розрахункові дані щодо функціонування сільськогосподарських підприємств різних організаційно-правових форм, слід відмітити, що на їх економічну ефективність значно впливають такі фактори, як рівень концентрації менеджменту і власності та кількість власників майна підприємства. При одночасному процесі розукрупнення аграрних формувань 12,9% найбільших сільськогосподарських підприємств України володіють і користуються 52,5% сільськогосподарських угідь, але навіть і в них відбуваються факти виходу з землею орендарів через недостатню матеріальну й моральну мотивацію.

За рядом ознак підприємства корпоративного типу поступаються приватним підприємствам і фермерським господарствам. Їх майбутнє ми вбачаємо в удосконаленні структури потенціалу та ефективності використання його складових. Основні мотиви збереження та розвитку цих форм підприємництва – висока інвестиційна привабливість, а при державній зацікавленості – і рівень соціальної відповідальності.

Вищезазначене може бути передумовами реорганізації існуючих аграрних формувань у підприємства корпоративного типу, які при нормативному забезпеченні здатні надійно захистити майно своїх власників. Об'єктивними економічними передумовами такого процесу є інтенсифікація сільського господарства та капіталізація аграрних формувань з одночасною оптимізацією структури витрат і активів. За досягнення оптимального рівня інтенсивності, виробництво і капітал має концентруватися, а процеси спеціалізації і концентрації – поглиблюватися.

Найбільшу питому вагу серед правонаступників КСП в Україні становлять підприємства корпоративного типу з нерозкритим потенціалом. Це відображається, в першу чергу, навіть не на фінансовому стані аграрних формувань, а на зубожінні сільських поселень, соціально-економічному стані селян, які майже всі володіють (або володіли) правами на найкращу в світі землю (та майно) колишніх КСП, але не можуть в сучасних умовах розпорядитися ними з користю для себе. Це формує вкрай негативне відношення до економічних реформ, орендарів, іноді самої землі і обумовлює необхідність розробки відповідних пропозицій щодо зміни ситуації на краще, в даному дослідженні зокрема – через створення корпоративних структур.

Причиною того є низька ефективність галузі, неможливість відповідно орендарями сплачувати високі орендні платежі та відсутність альтернативних орендарів, що докорінно може змінитися з функціонуванням повноцінного ринку землі. І селяни-орендодавці, і керівники та спеціалісти - засновники аграрних формувань єдині в думці щодо можливостей подальшого реформування організаційно-правових форм на селі, і в першу чергу, у напрямку створення більш відкритих ринкових структур – акціонерних товариств і об'єднань підприємств корпоративного типу. Цьому вбачаються дві основні проблеми – неврегульованість ряду положень щодо формування та функціонування корпорацій та недостатньо місткий ринок збуту продукції.



Для використання на практиці в роботі із зовнішнім середовищем власних досягнень, в першу чергу, при співпраці з інституціональними інвесторами, необхідно використання інтегрованої оцінки корпоративних аграрних структур. Можна стверджувати про необхідність підвищення відкритості роботи структур і захищеності прав міноритарних власників.

При цьому трансформація сільського господарства в агробізнес є тенденцією глобалізації, а тому – це неминучий для України процес. Специфіка агробізнесу полягає у нівелюванні природних факторів за рахунок індустріалізації виробництва за умов його концентрації. Даний процес, поряд із централізацією виробництва і капіталу, торкнувся більшості країн, навіть з відсталою аграрною економікою. Найпопулярнішим на території СНД видом агробізнесової структури є конгломерація в формі агрохолдингів.

В Україні найбільш високий рівень концентрації агровиробництва спостерігається у дочірніх підприємствах промислово-фінансових груп та транснаціональних компаній, але робота цих компаній не завжди відрізняється комплексним підходом до проблем села. Приклади найбільш успішного інвестування в аграрному секторі економіки демонструють можливість отримання значного синергічного ефекту, особливо в умовах урбанізованих регіонів.

Аграрні формування України, дотримуючись об'єктивних світових тенденцій, трансформуються не тільки через форму власності, а й через зміну організаційно-правової форми з метою удосконалення зовнішнього і внутрішнього мікро- та макросередовища. Сучасні аграрні формування різних організаційно-правових форм функціонують з різною ефективністю, а ефективно функціонуючі на даний момент підприємства не завжди мають можливість збереження переваг у перспективі як через суб'єктивні, так і через об'єктивні причини. Доцільно представляти власну класифікацію наслідків

розвитку корпоративного сектору аграрної економіки з розбивкою їх за характером та видом ефекту.

Значимо основні причини і наслідки такого стану, що потребують його аналізу:

1. Скорочення виробництва валової продукції сільського господарства є наслідком домінування екстенсивних технологій над інтенсивними на промисловій основі. Це пов'язано не так з падінням попиту на сільськогосподарську продукцію, як з диспаритетом цін, а звідси – з вимиванням з сільського господарства капіталу. Зменшення виробництва визначає високий рівень експансії ввезених на територію області кінцевих харчових продуктів.

Висока варіація показників урожайності сільськогосподарських культур, валового збору, поголів'я та продуктивності сільськогосподарських тварин в області свідчить про високу залежність виробництва від природних факторів. Це, в свою чергу, обумовлює значне коливання цін на сільськогосподарську продукцію, доходів та умов відтворення в аграрному секторі. Такий стан потребує ефективного державного регулювання ринку, означає можливість більш високої віддачі від вкладання коштів у антропогенні фактори – в основному, в технології.

3. Висока монополізація галузей харчової промисловості та переробки сільськогосподарських продуктів, робота підприємств яких характеризується невисокою стабільністю та поширеністю зміни власників як звичного явища, а при певних обставинах – і перетворення ряду цих підприємств у дочірні із втратою самостійності через процедуру поглинання.

4. Динаміка рівня (та структури) сукупних ресурсів домогосподарств свідчить про їх незмінне зростання (та покращення). Однак, присутнє значне відставання реальних та оптимальних сукупних ресурсів від номінальних. Високе значення схильності до споживання як наслідок цього явища породжує нове явище - високий рівень еластичності за

доходами. Оскільки майже 60% всіх витрат домогосподарств – на продукти харчування – це характеризує незначний реалізований потенціал внутрішнього аграрного ринку і його значні перспективи.

5. Те, що середньомісячна номінальна заробітна плата найманих працівників сільського господарства значно нижча, ніж у, наприклад, фінансових посередників (в 2,7 рази), посередників з нерухомості (в 1,6 рази), робітників транспортної інфраструктури (в 2 рази), торговельних фірм спекулятивного характеру (в 1,2 рази) і середньої по області – в 1,8 рази, свідчить про можливість зміни роботодавця без зміни місця проживання за умови дещо вищої ціни за ресурс „праця”.

6. Реалізація більшої частини продукції посередникам та переробним підприємствам з інших областей свідчить, що господарства покищо не реалізують можливості отримання додаткових доходів синергічного характеру від інтеграції аграрного виробництва з агропромисловою і торговельною сферами, зокрема через корпоративні структури різних типів.

7. В сільському господарстві існує велика кількість підприємств, з яких (1,0% загальної кількості) найбільших за величиною активів реалізували 47% товарної продукції, отримали 71% прибутку, мали 38% працівників, 52% активів, 23% сільськогосподарських угідь, 43% ВРХ, в т. ч. корів 35%, 17% свиней, 205% до середньообласного рівня витрат і відповідно – 298% прибутку на 100 га сільськогосподарських угідь. Це свідчить про високу ефективність концентрації. Однак ефективність більшості даних господарств невисока, окрім тих, де є поєднання виробництва з переробкою і торгівлею.

Слід зазначити, що темп росту активів у цих підприємствах у 2006 р., по відношенню до 2005 р., склав 117% (в той час як в цілому по сільськогосподарських підприємствах – 109,6%). Це означає присутність процесу капіталізації та визначення її фактором-стимулятором.

8. Зміна форми власності у сільському господарстві - майже завершений процес. В харчовій промисловості та переробці сільськогосподарської продукції цей процес завершується повільно, що пов'язано з присутністю у капіталі цих підприємств державної частки. Ці підприємства демонструють надзвичайно стабільну збитковість, частково обумовлюючи цим низькі ціни на сільськогосподарську сировину і високі - на кінцеву продукцію. Крім того таким, що відбувається, слід визнати процес зміни організаційно-правової форми, як в сільському господарстві, так і в харчовій промисловості та переробці сільськогосподарської продукції. Причому у першому спостерігаються такі, що почастишали, акти зміни орендарів землі, а у другому – власників та їх питомої ваги у капіталі підприємств.

9. У сільському господарстві майже всі інвестиції в основний капітал витрачаються на технічне переоснащення і реконструкцію діючих підприємств, будівель і споруд. Використання застарілих фондів сільськогосподарського призначення підвищує собівартість продукції та її втрати.

У 2002 р. найбільш великі підприємства харчової промисловості Луганської області (АТЗТ „Луганськм'ясопром”, ПАТ „Луганськхолод”, ПАТ „Луганськмлин”, ПрАТ „Агротон”, ПрАТ „Луганський лікеро-горілчаний завод „Луґа-Нова”, ПП „Фелікс”) утворили асоціацію товаровиробників Луганщини „Ми”. Тепер асоціація налічує більше 20 підприємств регіону, в т.ч. Укркомунбанк, і є найбільш впливовою регіональною лобістською групою, яка, окрім іншого, займається широкою рекламою продукції обласних виробників, створенням бази даних про потреби підприємств регіону, банку даних фахівців для підприємств.

З аналізу зазначених причин і наслідків кризового стану аграрного сектору, можна зробити висновок про присутність передумов подальшого реформування на селі, в т. ч. у корпоративному руслі.

## **Питання для самоконтролю:**

1. Чому акціонерна форма господарювання поширена у світі та стає провідною в Україні?
2. Чи вигідно організувати ПАТ у разі невеликих розмірів підприємства?
3. Форми реорганізації АТ.
4. Чому відбуваються дружні та ворожі злиття і поглинання компаній?
5. Для чого створюються холдинги?
6. Чи існують особливості оподаткування АТ порівняно з підприємствами інших організаційно-правових форм в Україні?
7. Чи завжди збігаються інтереси акціонерів і менеджерів? Які проблеми виникають у сфері корпоративного управління?
8. Основні відмінності між американською, німецькою та японською моделями корпоративного управління.
9. Яка структура управління АТ передбачена законодавством України?
10. Які порушення прав акціонерів найчастіше допускаються в Україні?
11. Шляхи підвищення ефективності корпоративного управління українськими АТ.

## **Терміни і поняття:**

*1. Злиття - процес налагодження взаємовідносин між компаніями і трансформування їх юридичного статусу.*

*2. Механізми злиття - способи об'єднання і координації діяльності окремих підприємств на базі акціонерної власності (субординації) та договірних відносин (координації).*

*3. Корпоративні групи холдингового типу - об'єднання юридично самостійних компаній, в яких головна (материнська) компанія володіє, повністю або частково, капіталом останніх (дочірніх) компаній.*

*4. Корпоративні права – це права особи, частка якої визначається у статутному фонді (майні) господарської організації, що включають право на участь цієї особи в управлінні господарською організацією, отримання певної частки прибутку (дивідендів) даної організації та активів у разі ліквідації останньої відповідно до закону, а також інші права, передбачені законом та статутними документами.*

## ТЕМА 3. СИСТЕМА КОРПОРАТИВНИХ ВІДНОСИН

---

### 3.1 СИСТЕМА КОРПОРАТИВНИХ ВІДНОСИН У КРАЇНАХ СВІТУ

---

Корпоративні відносини у різних галузях поширені у країнах з ринковою економікою. Корпорація тут є формою підприємництва, яка передбачає дольову приватну власність, юридичний статус і делегування функцій управління професійним менеджерам. Корпорації здебільшого ототожнюють з корпоративними підприємствами, управління в яких здійснюється в інтересах власників і акціонерів, що одержало назву *корпоративного управління*, а фінанси таких підприємств належать до *корпоративних фінансів*. Системи корпоративного управління у різних країнах різняться за основними групами акціонерів; концентрацією акціонерного капіталу; кількістю емітентів, акції яких перебувають в обігу на фондовому ринку; інфраструктурою фондового ринку; пріоритетами поведінки акціонерів при зниженні ефективності діяльності АТ та кількості колегіальних органів управління.

Через об'єднання комерційного і некомерційного характеру сільське господарство у країнах з ринковою економікою поступово охоплює усі сфери *агробізнесу*. Цей термін відображує широкомасштабний характер аграрних інтегрованих структур у сучасній економіці і включає весь комплекс сфер ланцюга: виробництво сільгосппродукції – зберігання – переробка – збут. Це зумовлює необхідність як найтіснішого співробітництва суб'єктів агробізнесу у складі кооперативів та одночасно є приводом для їх все частішого переходу в руки корпорацій – від невеликих сімейних компаній до гігантських конгломератів (Додаток В).

Робота цих компаній вважається у всьому діловому світі надто успішною. Незважаючи на невелику рентабельність

продажу, вони повністю виконують функцію представників інтересів дрібних продуцентів-членів на загальнонаціональному і світових ринках.

Так, Компанія „Cargill” була заснована у США у 1865 р. на базі одного елеватора. На сьогодні вона представляє собою міжнародну компанію, яка спеціалізується на торгівлі і зберіганні (в основному зерна), виробництві і розповсюдженні сільськогосподарської, промислової та харчової продукції. У робочому штаті задіяні 142 тис. співробітників у 61 державі світу. Загальний оборот компанії у 2006 р. склав 75,2 млрд. дол. Крім аграрного бізнесу „Cargill” займається фінансовим консультуванням, торгівлею енергоносіями, купівлею безнадійних активів і корпоративних боргів.

В Україні „Cargill” працює з 1991 р. Компанії належить ТОВ „Комбінат Cargill” (Донецька обл.), яка займається переробкою насіння соняшника.

Серед ТНК, що займають лідируючі позиції на ринку продовольства СНД, слід відзначити компанію „Bunge Ltd” (рис. 3.1), що входить в десятку найпотужніших компаній США і спеціалізується на продажу бутильованої олії.

Український підрозділ компанії ТОВ „Bunge Україна” в 2006-2011 рр. планує інвестувати в свої підприємства (Дніпропетровський МЕЗ, будівництво Іллічівського МЕЗу, Одеський, Дніпропетровський, Кіровоградський, Запорізький, Кримський елеватори) 350 млн. дол.

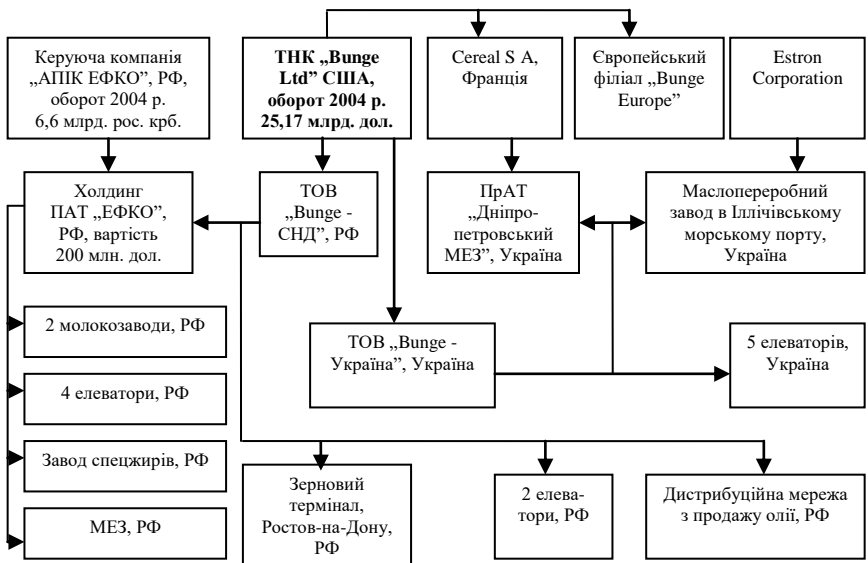


Рис. 3.1. Економічні відносини учасників ТНК „Bunge Ltd”



На сьогодні метою підрозділу агробізнесу компанії є створення інтегрованого ланцюга від поля до олії-сирцю, шроту й інших напівфабрикатів через: співробітництво з постачальниками насіння, добрив і агрохімії, розвиток проєктів із забезпечення сільгоспвиробників матеріальними ресурсами в обмін на їх продукцію, розвиток елеваторного бізнесу, збут олії та шроту, розвиток внутрішньої торгівлі сировиною, розробку логістичних проєктів в агробізнесі.

Інтеграція України до міжнародного співтовариства, в т. ч. через вступ до СОТ, призводить, окрім іншого, до активізації роботи на вітчизняному аграрному ринку зацікавлених ТНК. На першому ж етапі тільки за рахунок синергічного ефекту національні корпорації не зможуть конкурувати зі світовими гігантами агробізнесу. Концентрація і централізація виробництва і капіталу – об'єктивна необхідність, яка торкнулася вже всіх країн СНД.

Так, на аграрні корпорації і аграрно-промислові організації вже у 2003 р. в РФ припадало 84,1% виробництва зерна, 88,8% - коренеплодів цукрових буряків, 76,9% – насіння сояшнику, 44,3% – м'яса, 46,1% - молока, 73,0 % - яєць. Контрольні пакети більшості агрофірм належать державі.

В агробізнесі Росії функціонують 90 великих холдингів і 14 фінансово-промислових груп. Найбільші з них представлені в таблиці 3.1.

Всі ці підприємства здійснюють інтегроване виробництво, переробку і реалізацію сільськогосподарської продукції.

Так, Агрохолдинг „Гетекс” створений у 2002 р. групою підприємств з різними формами власності для організації виробництва (12 господарств з площею ріллі 120 тис. га, 20 – в процесі поглинання) і збуту сільськогосподарської продукції (7 підприємств). Крім цього, до холдингу входять ряд підприємств з зберігання і переробки зерна, що мають свої термінали.

Заслугове на увагу досвід ПАТ „Група компаній „Агрохолдинг” (1992 р.), створеного у Курській області, яке сконцентрувало капітал понад 70 підрозділів – учасників (працюючих – понад 20 тис. чол.). До складу компанії увійшли підприємства з продажу (торговий дім „Агрохолдинг”), зберігання та переробки зерна й насіння сояшнику, 9 птахофабрик, 4 промислових свиномкомплекси на 110 тис. гол., Копишевський м'ясокомбінат. Інвесторами холдингу були АКБ „Курськпромбанк” та іноземні інвестори, якими профінансовано більшість інвестиційних проєктів. Інвестори постійно контролюють ефективність розміщених інвестицій.

У 2000 р. у Белгородській області було створено 23 об'єднання холдингового типу, до складу яких увійшли 266 сільгоспідприємств, що знаходилися на межі банкруства. Інвестиції, спрямовані на технічне переоснащення, обчислюються мільярдами карбованців.

Таблиця 3.1

**Найбільші землевласники Росії, тис. га**

| Ранг | Компанія  | Загальна<br>площа землі<br>під контролем | У тому числі:    |          |
|------|---|--|------------------|----------|
|      |   |  | у влас-<br>ності | в оренді |
| 1    | ДК „Продімекс”  | 570,0                                    | -                | -        |
| 2    | „Іволга-Холдинг”  | 500,0                                    | -                | -        |
| 3    | „Розгуляй”  | 463,0                                    | 94,0             | 369,0    |
| 4    | „НАПКО”   | 460,0                                    | 390,0            | 70,0     |
| 5    | „Золотий колос”   | 450,0                                    | -                | -        |
| 6    | „Юг Русі”   | 420,0                                    | -                | -        |
| 7    | „Вамін Татарстан”   | 400,0                                    | -                | -        |
| 8    | „Красний Восток-Агро”   | 394,8                                    | 96,4             | 298,4    |
| 9    | Сибірський аграрний<br>холдинг  | 376,7                                    | 242,8            | 133,9    |
| 10   | Valars Group  | 360,4                                    | 42,5             | 317,9    |
| 11   | Black Earth Farming   | 323,0                                    | -                | -        |
| 12   | „Русагро”   | 260,0                                    | -                | -        |
| 13   | „Агросила-груп”   | 221,2                                    | -                | -        |
| 14   | „Інтеко-Агро”   | 200,0                                    | -                | -        |
| 15   | Lupus Holdings (через<br>Volga Farmin и Redlans<br>Russian Land Fund) | 198,0                                    | -                | -        |
| 16   | Alpcot Agro   | 161,0                                    | 91,0             | 70,0     |
| 17   | „Пава”  | 160,0                                    | 68,7             | 91,3     |
| 18   | „Авангард-Агро”   | 155,0                                    | 77,0             | 78,0     |
| 19   | „РАВ Агро-Про”  | 150,0                                    | -                | -        |
| 20   | Trigon Agri   | 130,1                                    | -                | -        |
| 21   | „Стойленська нива”  | 109,5                                    | -                | -        |
| 22   | Керуюча компанія „ІПФ-<br>Агро”                                       | 100,0                                    | -                | -        |
| 23   | „Таліна”  | 87,0                                     | 63,0             | 24,0     |
| 24   | АПК „ОГО”   | 70,0                                     | 20,0             | 50,0     |

**Агрохолдинг є групою юридичних самостійних компаній, які розвиваються на принципах самодостатності.** Податки сплачуються ними за місцем розташування у регіональні бюджети. Головне підприємство агрохолдингу володіє контрольним пакетом акцій підприємств – учасників, здійснює

поточне управління їх діяльністю, планує і розподіляє всі фінансові і товарні потоки, проводить єдину інвестиційну політику. Дохід від реалізації кінцевої продукції розподіляється між учасниками відповідно до понесених витрат. Вступ до агрохолдингу обумовлюється переважно відсутністю власних оборотних засобів.

В Орловській області інтеграторами сільськогосподарських, переробних і обслуговуючих підприємств були районні управління сільського господарства. Більше половини підприємств АПК увійшли до складу 4 великих агропромислових формувань, які діють за принципом холдингів.

Російські аграрні корпорації без державної підтримки набагато конкурентоспроможні на внутрішньому і зовнішньому ринках.

Асоціація „Агропромислова корпорація „Стойленська Нива” (2000 р.) – вертикально інтегрований холдинг, об’єднуючий сільгоспідприємства Белгородської, Тамбовської, Воронежської, Курської і Смоленської областей Російської Федерації (рис. 3.2).

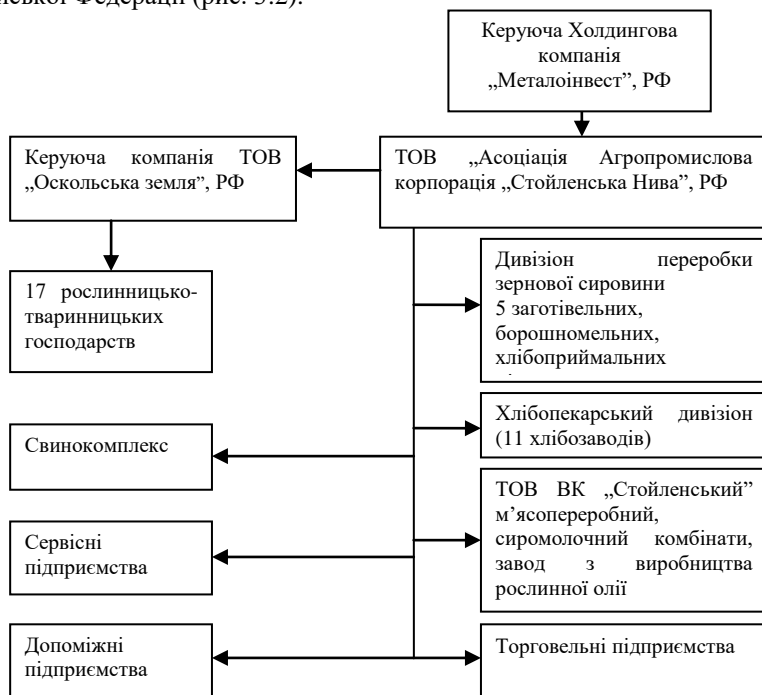


Рис. 3.2. Економічні відносини учасників ТОВ „Асоціація Стойленська Нива”

Серед підприємств сільського господарства 16 – ПАТ, 1 – ПрАТ, 1 – ТОВ; серед агропереробних – 12 – ПАТ, 4 – ТОВ; серед допоміжних – 1 – ПАТ, 2 – ТОВ. Основна задача менеджменту компанії – збільшення вартості активів за рахунок управління підприємством, правильного позиціонування на ринку, впровадження нових технологій, створення ефективних механізмів корпоративного контролю. Обсяг реалізації за 2006 р. – 281 млн. дол.

ПАТ „Група „Розгуляй” (до 12.09.05 р. – ПрАТ „Агроінвест”) створено в результаті перетворення в нього ТОВ „Агрокоінвест” (1992-2001 р.). ПАТ належить зареєстрованій у Ліхтенштейні компанії Globalco Holding, власники якої не розкриваються – рис. 3.3.

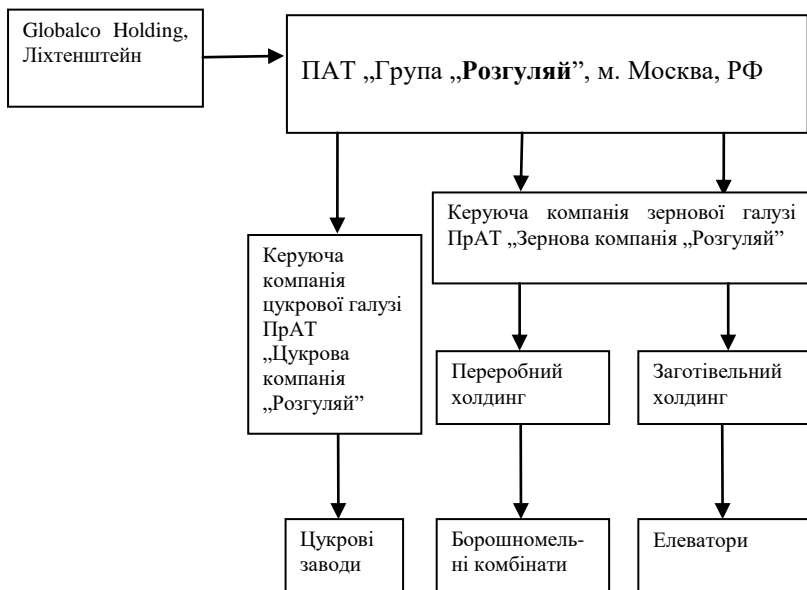


Рис 3.3. Економічні відносини ПАТ Група „Розгуляй”

ПАТ „Група „Розгуляй” налічує 56 підприємств (13 зернових елеваторів, 4 круп'яних і 6 борошномельних заводів, 12 цукрових заводів, 1 молочно-консервний комбінат, 20 аграрних підприємств).

ПАТ Групі „Розгуляй” вдалося створити один з найбільших вертикально-інтегрованих агропромислових холдингів у Російській Федерації. Бізнес модель Групи „Розгуляй” полягає у диверсифікації діяльності і розвитку вертикально-інтегрованих галузевих субхолдингів під керівництвом

корпоративного центру. Основне завдання корпоративного центру - забезпечення ефективного функціонування Групи.

ПАТ „Курине царство” засноване у 1997 р. у Липецькій області і є одним з великих вертикально інтегрованих підприємств з виробництва м'яса бройлерів в РФ. На сьогодні компанія об'єднує 15 птахофабрик у Липецькій, Воронежській, Брянській областях. У 2006 р. вклала \$ 17 млн. в комплекс з виробництва охолодженого м'яса птиці у Брянську, що є першим етапом генеральної домовленості компанії з адміністрацією області.

У Новгородській області заслуговує на увагу діяльність холдингу „Адепт”, який 16 років контролює діяльність ПрАТ „Адепт” (мережа роздрібною торгівлі, оптово-роздрібна база, мережа дрібнооптових магазинів і магазин самообслуговування), 10 років – ПрАТ „Новгородський бекон” (м'ясокомбінат), 6 років – ТОВ „Новгородський бекон” (свинокомплекс). Тобто інтеграція йшла у напрямку „торгівля-переробка-виробництво”.

В Орловській області через послідовне реформування у 90-ті роки ХХ ст. виникло кілька потужних агрокорпорацій. Зокрема ПАТ „Орловський агрокомбінат” (включає 21 аграрне формування) та ПАТ АПК „Орловська Нива” (включає 26 агроформувань). Ці об'єднання державні (через високу питому вагу у статутному капіталі агрофірм держави в особі регіональних органів влади). За останні роки їх активи зросли більше, ніж у 2 рази.

Холдинг „Іволга” Денисовського району Кустанайської області Казахстану успішно функціонує з 1992 р., коли його заснували 6 сільськогосподарських товариств шляхом об'єднання. Основою створення холдингу було суміщення сільськогосподарської діяльності з постачанням іншим господарствам паливно-мастильних матеріалів з нафтобази, придбаної за допомогою кредитів (з 1994 р. основний постачальник паливно-мастильних матеріалів в області). Накопичені в результаті торгівельної діяльності кошти та кредити дозволили стати інвестором бізнес-проектів холдингу, в т. ч. з придбання державних елеваторів (1994-1998 рр.) для вирішення проблем реалізації значних обсягів товарного зерна, яке отримувалося в обмін на паливно-мастильні матеріали. Користуючись діючим законодавством щодо банкрутства та неврожаями 1994 та 1998 років, холдинг за погашення кредиторської заборгованості викупив значну кількість сільськогосподарських підприємств. На сьогодні у холдингу 22 сільськогосподарських підприємства, в т.ч. 4 – з розвинутим тваринництвом, загальною площею 419,6 тис. га (в т. ч. 379,3 тис. га ріллі).

Основна частина приєднаних до „Іволги” підприємств лишилася права юридичної особи і стала підрозділами. Їх керівники і спеціалісти призначаються президентом холдингу. У зв'язку з тим, що холдинг сплатив борги підприємств рівні майновим часткам, вони повністю перейшли у його власність.

Інша, розповсюджена в республіці форма приєднання до холдингу - договірна, при якій викупалося або покривалося сплатою боргів не менше половини майна підприємства. Вони зберегли право юридичної особи і у межах договірних відносин свою господарську самостійність.

Прикладів подібного господарювання у Росії останнім часом почастишало, процес створення корпоративних структур в аграрному секторі економіки набуває рис системного. Тому, для посилення конкуренції на ринку продовольства та формування адекватної поведінки його суб'єктів, оцінки зовнішнім середовищем проводиться рейтингування сільгоспідприємств. Міністерство сільського господарства Росії за участю науковців з 1998 р. проводить підсумки конкурсу серед суб'єктів агробізнесу (більше 20 тис. великих та середніх сільгоспідприємств), з яких найефективніші включені до загальноекономічного Клубу „Агро-300” і 10 галузевих клубів. За спеціалізацією зернові (32%), птахівничі (31%), м'ясо-молочні господарства (18%). За ОПФ в Клубі домінують – 54,3% АТ, 16,7% – сільгоспкооперативи, 14,3% – державні унітарні підприємства (Додаток Г).

На долю 300 членів клубу припадає лише 1,6% від загальної кількості сільгоспідприємств Росії. Вони виробляють 25,2% товарної продукції від загальної кількості сільгоспідприємств, в т. ч. 31% тваринницької, і отримують від своєї діяльності 75% прибутку. За цей період вони збільшили площу сільгоспугідь на 9%, тоді як всі інші скоротили її на 20,7%.

Різного роду об'єднання підприємств – не нові і для українського села, більш того – багато з сучасних об'єднань мають тривалу історію. В Україні слід виокремити серед об'єднань підприємств асоціації галузевого характеру, що сформувалися в основному на базі виробничих об'єднань (табл. 3.2).

Таблиця 3.2

## Наявність об'єднань підприємств у галузях АПК України

| Галузь  | Назва  | Мета   |
|---|--|--|
| Зерновиробництво  | Українська зернова асоціація   | Збільшення виробництва зернової продукції національними виробниками, розширення експорту та забезпечення продовольчої безпеки держави у стратегічній сировині  |
| Птахівництво  | Асоціація „Союз птахівників України”   | Забезпечення населення м'ясом птиці, формування вітчизняного ринку, захист національного виробництва   |
| Племінна справа   | Національне об'єднання з племінної справи у тваринництві „Укрплемоб'єднання”             | Розвиток генетичних досліджень у виведенні нових високопродуктивних тварин, впровадження інноваційних технологій у тваринництві  |
| Сільське господарство в цілому                              | Асоціація фермерів та приватних землевласників України                                   | Захист економічних інтересів селян, у т.ч. фермерів та приватизація землі  |
|   | Аграрна конфедерація України   | Об'єднання професійних організацій у галузі АПК, виробників, переробників та сервісних служб аграрного сектору задля створення сприятливих умов для прибуткового бізнесу шляхом впровадження новітніх технологій господарювання, а також ефективної діяльності на агропромисловому ринку України |
| Молокопереробка   | Союз молокопереробників України, Національна асоціація молочників України „Укрмолпром”   | Поглиблення переробки сирого молока, забезпечення населення якісними молокопродуктами, розвиток внутрішнього та вихід на закордонні ринки вітчизняних виробників, підвищення якості  |
| М'ясопереробка  | Національна асоціація виробників м'яса та м'ясопродукції України, Асоціація „Тваринпром” | Поглиблення переробки сирого м'яса, забезпечення населення якісними м'ясопродуктами, розвиток внутрішнього та вихід на закордонні ринки вітчизняних виробників, підвищення якості  |
| Виробництво засобів виробництва для сільського господарства | Асоціація виробників засобів захисту рослин  | Впровадження єдиної екологічно безпечної системи захисту рослин та розробка нових сучасних препаратів  |
| Дорадництво   | Асоціація дорадчих служб   | Координування діяльності з поширення досвіду в регіонах, обміну матеріалами, а також в організації тренінгів персоналу таких центрів, їх інституційному розвитку та забезпечення підтримки на загальнонаціональному рівні  |

Крім ТНК та галузевих асоціацій, підприємства АПК займають незначну, але таку що відрізняється значним динамізмом, нішу у структурі промислово-фінансових груп (ПФГ) України (Додаток Д).

При цьому деякі ПФГ України поступово стають ТНК. Все більше підприємства АПК України приймають участь у щорічних рейтингах галузевих лідерів (крім сільського господарства) і за рівнем динаміки розвитку (за приростом чистого доходу).

Іноземні компанії контролюють більшу частину української економіки, зокрема АПК. При цьому більшість ТНК і українських ПФГ займаються переробкою сільськогосподарської продукції і одиниці – її виробництвом. Швидше виключенням з правил є робота ПАТ „Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча” (далі ММК) щодо розвитку власного агропромислового комплексу.

Суттєві набутки в агробізнесі у агрокомплексу Маріупольського металургійного комбінату ім. Ілліча (Донецька обл.). Організаційно агрокомплекс створювався з 1999 р. шляхом добровільного приєднання сільськогосподарських і переробних підприємств на основі договору приєднання, що укладався з кожним підприємством. Згідно з цим договором ММК став суб'єктом права власності цілісного майнового комплексу реорганізованого підприємства як юридична особа, а члени реорганізованого підприємства стали суб'єктами права власності у частині акцій, які вони отримали на вартість майнових паїв після збільшення статутного фонду ММК і здійснення емісії акцій. На оренду земельних паїв укладалися угоди оренди з кожним власником паю на двадцятирічний період.

Агрокомплекс ММК став уособленим структурним підрозділом комбінату з виробництва і реалізації сільськогосподарської продукції і продуктів її переробки без права юридичної особи. В рамках Агрокомплексу з розрізних підприємств стало формуватися *аграрно-промислове формування* (АПФ).



Так, у 2004 р. внутрішньосистемний обіг склав близько 50%, що свідчить про єдність внутрішньосистемних виробничих і економічних зв'язків і відповідно про АПФ, що відбулося. Площа агроформування 232 тис. га, що складає 13% рівня Донецької області, 40 тис. гол. ВРХ, 55 тис. гол. свиней, 245 тис. гол. птиці, валова продукція сільського господарства більше 260 млн. грн.

На момент створення агрокомплексу:

1. Маріупольський металургійний комбінат виділяв дотацію кожному агроцеху:

- на виплату заробітної плати, у межах затвердженого фонду заробітної плати на запланований обсяг продукції;

- на суму податків і обов'язкових платежів;

- забезпечує паливно-мастильними матеріалами у межах планових обсягів виробництва;

- виділяє кошти на утримання житлово-комунального господарства і об'єктів соціальної інфраструктури у межах планових лімітів;

- виділяє кошти на придбання нової техніки і обладнання для технічної модернізації у межах затвердженого плану по новій техніці і технічному модернізації;

- виділяє кошти на формування основної галузі в межах затвердженого плану і капітальне будівництво у межах затверджених планових обсягів;

- погашає кредиторську заборгованість.

2. Управління громадського харчування та торгівлі:

- складає заявку потреби у продукції, що виробляється підрозділами агрокомплексу за видами продукції, її якості і строкам постачання;

- здійснює прийом продукції від агрокомплексу у відповідності до затвердженого плану-графіку поставки продукції;

- здійснює оплату за отриману від агрокомплексу продукцію шляхом оплати рахунку агрокомплексу (агроцехів), перерахуванням коштів на поточні рахунки агроцехів для виплати заробітної плати;

- ціни на продукцію, що отримується від агрокомплексу, встановлюються протоколом узгодження сторін з наступним затвердженням у встановленому порядку.

3. Управління ДП:

- здійснює координацію роботи агроцехів;

- доводить агроцехам плани виробництва і реалізації продукції;

- затверджує ліміти витрат по кожному агроцеху;

- визначає порядок використання і реалізації продукції, що виробляється агрокомплексом;

- здійснює щомісячний облік і контроль за роботою кожного агроцеху за основними показниками;

- здійснює матеріальне і моральне стимулювання робітників агроцехів;
- у разі необхідності, по узгодженню з керівництвом агроцехів, здійснює перекид робочої сили, техніки та інших засобів виробництва з одного агроцеху в інший з відповідним коригуванням планів і лімітів;
- щомісячно проводить засідання балансової комісії, на якому проводиться оцінка господарської діяльності агроцехів.

4. Агроцех приймає пасивну участь у розподілі валового доходу, його роль - безумовне підпорядкування: агроцехи покривають всі інші потреби виробництва, передбачені кошторисом витрат, за рахунок коштів, отриманих від реалізації товарної продукції. Основним показником оцінки діяльності кожного агроцеху є його спроможність самофінансування, тому на лицьовому рахунку щомісячно визначається економія і перевитрати джерел фінансування.

На сьогодні у дочірніх підприємствах інтенсивно почалася формуватися інфраструктура з виділенням в окремі підрозділи постачальницьких, збутових, транспортних, ремонтних і будівельних функцій і функцій зберігання продукції, вивільнюючи від цих функцій агроцехи підприємства. Такий розподіл праці усередині агрокомплексу ще більше буде сприяти процесу його інтеграції, але він поставить нові задачі у формуванні економічних методів управління.

Серед інших, в основному таких, що займаються лобюванням інтересів членів з метою вигідного перерозподілу бюджетних коштів, у т. ч. дотацій, виділяється Асоціація „Союз птахівників України”. Маючи у своїй структурі відділ маркетингу і аналітики, дана асоціація виконує роль обслуговуючого кооперативу, що значно знижує постійні витрати підприємства на вивчення ринку. Асоціація щомісячно проводить рейтинги птахівників, дослідження зовнішнього та внутрішнього попиту і пропозиції, щоденно – аналіз цін попиту і пропозиції на продукцію птахівництва, товари-замінники та товари для птахівництва.

Серйозною, навіть на ринку рекламної продукції своїх членів, можна вважати діяльність Української зернової асоціації. Однак, члени даної асоціації лише у невеликій частці - виробники зерна, у своїй більшості – це великі та середні зернотрейдери (табл. 3.3).

Таблиця 3.3

### Склад членів Української зернової асоціації у регіональному аспекті

| Місце з питомиї ваги               | Регіон   | Кількість<br>на 01.01.2008 р. | Вироблено зерна у<br>середньому за 2005-<br>2007 рр., тис. т | Питома вага,<br>%               |                        |
|------------------------------------|--|-------------------------------|--|---------------------------------|------------------------|
|                                    |  |                               |  | у загальній<br>кількості членів | у виробництві<br>зерна |
| 1                                  | Київська обл. (у т.ч. м. Київ)                         | 26 (26)                       | 1978,7   | 40,6                            | 5,8                    |
| 2                                  | Одеська обл. (у т.ч. м. Одеса)                         | 7 (6)                         | 2246,5   | 10,9                            | 6,6                    |
| 3                                  | Херсонська обл. (у т.ч. м. Херсон)                     | 5 (5)                         | 1274,5   | 7,8                             | 3,8                    |
| 4                                  | Вінницька обл. (у т.ч. м. Вінниця )                    | 4 (2)                         | 1932,0   | 6,3                             | 5,7                    |
| 5                                  | Черкаська обл. (у т.ч. м. Черкаси)                     | 3 (3)                         | 2056,1   | 4,7                             | 6,1                    |
| 6                                  | Донецька обл. (у т.ч. м. Донецьк)                      | 3 (1)                         | 1581,7   | 4,7                             | 4,7                    |
| 7                                  | Полтавська обл. (у т.ч. м. Полтава)                    | 2 (2)                         | 2721,2   | 3,1                             | 8,0                    |
| 8                                  | Чернігівська обл. (у т.ч. м. Чернігів)                 | 2 (2)                         | 404,4  | 3,1                             | 1,2                    |
| 9                                  | Миколаївська обл. (у т.ч. м.<br>Миколаїв)              | 2 (1)                         | 1451,6   | 3,1                             | 4,3                    |
| 10                                 | АР Крим (у т.ч. м. Сімферополь)                        | 2 (2)                         | 1203,0   | 3,1                             | 3,6                    |
| 11                                 | Закарпатська обл. (у т.ч. м. Ужгород)                  | 2 (1)                         | 294,6  | 3,1                             | 0,9                    |
| 12                                 | Харківська обл. (у т.ч. м. Харків)                     | 1 (1)                         | 2095,5   | 1,6                             | 6,2                    |
| 13                                 | Рівненська обл. (у т.ч. м. Рівне)                      | 1 (1)                         | 550,3  | 1,6                             | 1,6                    |
| 14                                 | Дніпропетровська обл.<br>(у т.ч. м. Дніпропетровськ)   | 1 (1)                         | 2405,2   | 1,6                             | 7,1                    |
| 15                                 | Кіровоградська обл.<br>(у т.ч. м. Кіровоград)          | 1 (1)                         | 2055,8   | 1,6                             | 6,1                    |
| 16                                 | Чернівецька обл. (у т.ч. м. Чернівці)                  | 1 (1)                         | 404,4  | 1,6                             | 1,2                    |
| 17                                 | Запорізька обл. (у т.ч. м. Запоріжжя)                  | 1 (1)                         | 1603,3   | 1,6                             | 4,7                    |
| 18                                 | Волинська обл. (у т.ч. м. Волинь)                      | -                             | 591,4  | -                               | 1,7                    |
| 19                                 | Житомирська обл. (у т.ч. м.<br>Житомир)                | -                             | 739,0  | -                               | 2,2                    |
| 20                                 | Івано-Франківська обл.<br>(у т.ч. м. Івано-Франківськ) | -                             | 309,1  | -                               | 0,9                    |
| 21                                 | Луганська обл. (у т.ч. м. Луганськ)                    | -                             | 985,7  | -                               | 2,9                    |
| 22                                 | Львівська обл. (у т.ч. м. Львів)                       | -                             | 608,6  | -                               | 1,8                    |
| 23                                 | Сумська обл. (у т.ч. м. Суми)                          | -                             | 1099,1   | -                               | 3,2                    |
| 24                                 | Тернопільська обл.<br>(у т.ч. м. Тернопіль)            | -                             | 1025,2   | -                               | 3,0                    |
| 25                                 | Хмельницька обл.<br>(у т.ч. м. Хмельницький)           | -                             | 1129,9   | -                               | 3,3                    |
| Усього (у т.ч. у обласних центрах) |  | 64 (57)                       | 33856,2  | 100,0                           | 100,0                  |

Агрофірма „Шахтар” ОП шахти ім. Засядько (Донецька обл.) має багатогалузевий тваринницький комплекс: молочне і м'ясне скотарство, свинарство, ячне та м'ясне птахівництво, рибництво і бджільництво. Площа агроформування 85 тис. га, що складає 4,8% рівня Донецької області, 18 тис. гол. ВРХ, 32 тис. гол. свиней, 877 тис. гол. птиці, продукція сільського господарства більше 155 млн. грн. У Агрофірми найкращі показники з урожайності сільськогосподарських культур та продуктивності сільськогосподарських тварин в області. На договірній основі Агрофірми допомагають досягати таких результатів 12 НДІ. Продукція вирощується, переробляється і реалізується без посередників через торгівельну мережу підприємства (більше 60 магазинів у Донецькій та Харківській областях).

Так, ТОВ „Корпорація „Агро-Союз” (Дніпропетровська область) заснована в 1991 р. Основні види діяльності: сільськогосподарське виробництво (тваринницький комплекс на 5000 дійних корів продуктивністю більше 10 тис. л на рік, розвинуте рослинництво), виробництво сільськогосподарської техніки, торгівля запчастинами. Впроваджує високоєфективні, ресурсозберігаючі технології з усіх напрямків агробізнесу (виробляють і продають технологічні продукти, демонструють роботу модельного господарства). Міцна філіальна мережа в Україні, Росії, Казахстані, Молдові. Обсяг виручки за 2007 р. – 76876,5 тис. грн. (ланцюговий темп приросту 8,8%). Чистий прибуток – 11213,6 тис. грн. (ланцюговий темп приросту 184,3%). Чистий прибуток на 1 акцію (вартість 1 грн.) – 0,251 грн.

ТОВ СП „Нібулон” – перша в Україні (1992 р.) вертикально інтегрована компанія (виробництво-елеватор-термінал). Займається виробництвом в основному 4 культур: ячмінь, кукурудза, пшениця, соняшник. Має відділення у Харківській, Полтавській, Вінницькій, Луганській (5 районів) областях. Постачають зерно (за 2005 р. - 1850 тис. т) у Росію, Єгипет, Ізраїль, Туніс і т. д. Через невизначеність іноземні партнери вийшли з компанії.

ТОВ „Лотуре” - українська трейдерська зернова компанія. Заснована у лютому 2001 р. (м. Київ). Компанія має мережу регіональних представництв. У 2004-2005 маркетинговому році оборот компанії продовольчих зернових склав понад - 400 тис. т.

Корпорація „Лотуре” об'єднує ряд великих експорто-орієнтованих сільськогосподарських, хлібопекарських і переробних підприємств. До її складу входять компанії: Трейдингова зернова компанія „Лотуре”, ПАТ „Коровай”, ПАТ „Росток”, ТОВ „Лотуре - зернопром” (об'єднує елеваторні та переробні потужності за типом холдингу) та ін.

У 1998 р. була створена група підприємств АТЗТ „Миронівський хлібопродукт”, до складу якої увійшли підприємства з виробництва комбикормів, бройлерні птахофабрики, племрепродуктори, птахофабрика з

виробництва товарних яєць та аграрні підприємства. У 2005 р. чистий прибуток – 484,2 млн. грн., чисельність працюючих – 4500 осіб.

АТЗТ „Миронівський хлібопродукт” (доля в Україні на ринку м’яса птиці 2006 р. - 33%) - це вертикально інтегрований холдинг з 20 підприємств, що об’єднує потужності з виробництва м’яса птиці, яловичини, м’ясної продукції, олії, комбікормів, вирощування фруктів і картоплі. Компанія має власну мережу дистрибуції. Має 5 торговельних марок. Голова правління ПАТ володіє 99,7% акцій групи через кіпрську компанію RAFTAN HOLDING LIMITED.

Інтегратором цієї корпоративної структури стало підприємство з виробництва комбікормів АТЗТ „Миронівський хлібопродукт”, виробничі потужності якого використовувалися менше як на 10%, інші учасники об’єднання - птахофабрики – були споживачами комбікормів, крім того це були потенційні банкрути.

АТЗТ „Миронівський хлібопродукт” у 2006 р. реорганізоване у ПАТ. До 2010 р. планується закріпитися на 384 тис. т потужностей з переробки соняшника, утримувати 150000 гол. ВРХ на м’ясо, 386604 гол. гусей, вирощувати на 1728 га картоплю та на 4884 га – фрукти. До 2010 р. планується збільшити виробництво м’яса птиці на 194 тис. т до 320 тис. т, олії – в 2 рази (160 тис. т / рік), м’ясних напівфабрикатів – 42 тис. т / рік.

Обсяг виручки за 2007 р. – 2948323 тис. грн. (ланцюговий темп приросту 41,3%). Чистий прибуток – 235854,4 тис. грн. (ланцюговий темп приросту (-53,4%). Чистий прибуток на 1 акцію (вартість 0,25 грн.) – 0,205 грн.

ПрАТ „Комплекс „Агромарс” (ТМ „Гаврилівські курчата”) створено у 1998 р. на базі держплемзаводу „Поліський” Київської області. Експлуатує 270 пташників, власне виробництво комбікорму з власної пшениці, кукурудзи, сої (15 тис. га орендованих земель), 3 цехи забою і переробки м’яса птиці потужністю близько 9 тис. гол./год. У 2005 р. виробив 80 тис. т м’яса птиці. Має повний виробничий цикл, контролював у 2007/2008 м. р. – 35% ринку м’яса птиці в Україні. Чиста виручка за 2005 р. – 531,75 млн. грн. (ланцюговий темп приросту 49,1%). Чистий прибуток – 228 млн. грн.

На сьогодні близько 29% акцій ПрАТ належить аграрній інвестиційній корпорації „Арс” (Данія), 22% - „АП Агропауер Лімітед” (Кіпр), 13% - ПрАТ „Концерн „Комплекс”, 36% - у власності „Комплексу „Агромарс”. Динамізм розвитку даних компаній надзвичайний. Ринок курятини підійшов до порогу насичення і тепер нарощувати на ньому частки можна, відбираючи їх у інших операторів.

Компанія „Верес” (1991 р.) кілька років відпрацьовувала дистрибутивні канали та взаємодію різних підрозділів у масштабах країни. У 1997 р. компанія перейшла до виробничого процесу, що став логічним продовженням формування національного бренду. Одночасно з

виробництвом готової продукції, а зараз у цьому процесі задіяні 4 переробні заводи в екологічно чистих куточках України, розвивається і сировинна база.

Головний фактор успіху вищенаведених структур – це висока підприємницька активність керівників і спеціалістів, дотримання трудової та технологічної дисципліни, інтеграція виробництва, переробки і реалізації продукції. На сьогодні агрокомплекс об'єднує 40 агроцехів.

Дещо подібне спостерігаємо в Агрофірмі „Шахтар” – підприємстві шахти ім. Засядько Слав'янського району Донецької області. Шахта інвестувала у сільське господарство більше 400 млн. грн.

До складу Агрофірми входить 24 філіали у Донецькій та Харківській областях, комбикормовий завод, молокозавод, м'ясокомбінати.

Найпотужніші та найдинамічніші компанії АПК України, як і Росії, Казахстану – корпоративного типу (ТОВ „Корпорація „Агро-Союз”, ТОВ СП „Нібулон”, ТОВ „Лотуре”, АТЗТ „Миронівський хлібопродукт”, ПрАТ „Комплекс „Агромарс”, Компанія „Верес”) – Додаток Е-Ж.

В аграрній сфері немає єдиної схеми корпоратизації та форми організаційних структур аграрних корпорацій. Так, при класифікації *корпоративних форм агропромислової інтеграції* можуть бути використані наступні ознаки: рівень консолідації; рівень виробничо-фінансової самостійності підприємств; їх склад.

Підприємства, що створюють корпоративну структуру, ідуть на *консолідацію основних засобів* шляхом злиття та об'єднують своє майно, при цьому вони втрачають свою юридичну і фінансову самостійність. *Злиття* може здійснюватися або шляхом простого об'єднання капіталів двох або більше підприємств, або шляхом покупки одного підприємства іншим.

Для агропромислових корпоративних груп, заснованих на *партнерстві*, характерне створення центральної компанії у формі *некомерційної асоціації*, яка не займається фінансово-економічною діяльністю. Об'єднання активів підприємств відбувається в рамках їх спільної діяльності, без передачі у власність центральної компанії. Частіше за все – це *угоди про спільну діяльність*. Таке об'єднання нерідко носить тимчасовий характер і використовується для реалізації конкретної програми.

Для корпоративних груп, заснованих на ієрархії, головним способом об'єднання активів є консолідація в центральній компанії пакетів акцій підприємств-учасників. У результаті будується система „основне підприємство – дочірне підприємство”, що фактично представляє з себе холдинг.

*Переважаюча частина інтеграційних процесів в аграрному секторі України може бути віднесена до поглинань, під якими розуміється встановлення контролю поглинаючою компанією над тією, що поглинається.*

**Механізми і методи поглинання сільськогосподарських підприємств** можна розділити на 4 групи:

1. Поглинання зі згоди більшості акціонерів або пайщиків сільськогосподарських формувань.
2. Поглинання шляхом придбання акцій (паїв) у власників.
3. Поглинання у ході банкрутства.
4. Поглинання шляхом придбання акцій на вторинному ринку.

У вітчизняному агробізнесі, на відміну від розвинутих країн, поки що мало прикладів цивілізованого поглинання компаній.

*Процеси поглинання в Україні мають наступні загальні риси: угоди з поглинання українських підприємств проходять, в основному, поза біржового фондового ринку, у т.ч. через непрозорість аграрного підприємництва в Україні в цілому. Вітчизняні поглинаючі підприємства бажають придбати активи суб'єкту, що поглинається, за мінімальною ціною. Лише одиниці українських компаній сплачують дивіденди своїм дрібним акціонерам, і ті продають цінні папери за мінімальною ціною. Широко використовується нецивілізована процедура доведення підприємств до банкрутства.*

Форми організаційних структур аграрних корпорацій різняться кількісно за вкладеними матеріальними і фінансовими ресурсами і якісно – за *цільовими задачами*:

1. Об'єднання декількох господарюючих суб'єктів з метою створення замкненого циклу (єдина юридична особа, єдиний

розрахунковий центр) – суб'єкти, що входять в таку організацію, втрачають юридичний статус, залишаючись самостійними в господарській діяльності.

2. Взаємодіючі на постійній (договірній) основі декілька самостійних юридичних осіб (виробництво, переробка, реалізація) з метою першочергового забезпечення переробних підприємств сільгоспсировиною.

3. Агрокорпоративна організація, як наслідок розширення переробних підприємств з метою стабільної забезпеченості сільгоспсировиною – власне виробництво на орендованій землі та майні, поетапна купівля того чи іншого (особливо якщо відбувається банкрутство) причетного сільгосппідприємства.

4. Організація власних переробних підприємств ефективно функціонуючими сільгосппідприємствами.

5. Асоціація фермерських господарств (колективно-дольова власність), що для організації переробного підприємства консолідує частку своїх фінансових і матеріальних активів.

За останні роки українські агрохолдинги і компанії, що займаються виключно переробкою агропродукції (зерно, м'ясо, молоко, цукор), активно просувалися у напрямі сільськогосподарського виробництва, щорічно розширюючи площі сільгоспугідь, що орендуються, і доводячи власні земельні банки до неймовірних розмірів – від 100 до 500 тис. га. Агробізнес, що сподівається на швидку відміну мораторію на продаж земель сільгосппризначення, зацікавлений у прямому доступі до землі і праві першочерговості на її купівлю. 2008 р. можна вважати за піковий у плані широкомасштабного злиття переробників і агрогосподарств. Причому перші купували останніх не лише заради доступу до землі і контролю за процесом виробництва агропродукції (її якості, зберігання і транспортування), для створення власної сировинної промислової бази і так далі, але і заради того, щоб вигідно продати зайві активи, коли в Україні почне діяти ринок землі. Через непомірні амбіції компаній вартість оренди з 2006 по 2008



рр. підвищилася з 1,2 до 2-3% від кадастрової вартості, а переуступання прав оренди за цей період зросло в п'ять-шість разів – з \$250 до \$1- 1,5 тис. за гектар ріллі, а в 2009 р. - знов впав до 200-250\$.

Агрохолдинги у 2006-2008 рр. змагалися у тому, кому вдасться узяти під контроль більше землі. Одним з рекордсменів по приросту земельного банку стала компанія „Лендком Україна”. З кінця 2007 р. площі її угідь, засіяні в основному рапсом, за рахунок отриманих у листопаді при розміщенні на Лондонській фондовій біржі \$110,85 млн. вирости майже з 30 тис. га до 115 тис. га. У декілька разів збільшив площу земель, що орендувалися, і агрохолдинг „Мрія”: з 40 до 100 тис. га (менше ніж за рік). А в 2008 р. агрохолдинг „Мрія” за рахунок земель в Тернопільській області розширив свої угіддя до 120 тис. га – табл. 3.4.

Найбільшу активність у цьому плані продемонстрував один з найбільших українських агрохолдингів „Кернел Груп”. На розвиток сільського господарства компанія планувала у 2008 р. витратити близько \$170 млн. і довести земельний банк до 150 тис. га, тобто збільшити його приблизно у чотири-п'ять разів у порівнянні з минулим роком. Під час розміщення на Варшавській фондовій біржі компанія повідомила про плани створити земельний банк площею 250 тис. га. Через своє дочірнє підприємство Kernel Holding S.A. (Люксембург) компанія в 2008 р. дійсно придбала близько двох десятків агрофірм, що орендують на 5–15 років землі у Полтавській, Черкаській, Кіровоградській і Харківській областях. Розміри земельних ділянок варіюються від 1,7 до більше 3 тис. га. За кожен агрофірму було заплачено від \$2 млн. до \$4,5 млн. Наприклад, у травні 2008 р. представники компанії заявляли про купівлю п'яти агрофірм загальною площею сільгоспземель більше 11,8 тис. га за \$15,7 млн., а з травня по серпень 2008 р. повідомлялося про купівлю ще 11 агрофірм загальним земельним масивом близько 24 тис. га за \$31,7 млн. Крім того, влітку 2008 р. „Кернел Груп” за \$100 млн. купував за власні кошти без залучення позичкового капіталу перевалочний зерновий термінал „Трансбалк” (з потужностями по перевалці 4,5 млн. т зерна на рік) в Іллічівському порту біля американської компанії Estron Corporation.

Істотне зростання показав і цукровий холдинг „Астарта-Київ”. З початку 2008 р. спільна площа оброблюваних земель збільшилася з 133 до більше 160 тис. га. Правда, у компанії готові переглянути свої плани у разі нестабільної ситуації в економіці.

Таблиця 3.4

## Найбільші публічні учасники агроринку в Україні у 2008 р.

| Компанія                    | Управляюча компанія-нерезидент     | Частка капіталу, яка розміщується на західних ринках, % | Залучена сума, \$ млн. | Місце і дата розміщення   | Площа земель станом на осінь 2008 р., тис. га |
|-----------------------------|------------------------------------|---|------------------------|---|---|
| „Астарта-Київ”              | ASTARTA Holding N.V.               | 20  | 32                     | Серпень 2006 р. Варшавська фондова біржа                          | 155   |
| „Західна компанія Дакор”    | -                                  | -   | -                      | ПФТС  | 122   |
| „Лендком Україна”           | Landkom International              | 54,9 і 5,4  | 110 і 22               | Листопад 2007 р. та березень 2008 р. Лондонська фондова біржа AIM | 115   |
| „Кернел”                    | Kernel Holding                     | 41 і 8,5  | 218 і 84               | Листопад 2007 р. і березень 2008 р. Варшавська фондова біржа      | Близько 150                                   |
| „Ленд Вест”                 | Land West Company                  | 20  | 43                     | Грудень 2007 р. Франкфуртська фондова біржа                       | Більш 100                                     |
| „Сінтал Д”                  | Sintal Agricultural Public Limited | 15  | 34,5                   | Серпень 2008 р. Франкфуртська фондова біржа                       | 90  |
| „Укрзернопром”              | MCB Agricole Holding               | 24,4  | 56                     | Травень 2008 р. Франкфуртська фондова біржа                       | 91  |
| „Миронівський хлібопродукт” | MHP S.A.                           | 19,40   | 323                    | Травень 2008 р. Лондонська фондова біржа                          | 100   |
| ДК „Мрія”                   | Mriya Agro Holding Plc             | 20  | 90,1                   | Червень 2008 р. Франкфуртська фондова біржа                       | Більш 140                                     |
| „Агро-регіон”               | -                                  | -   | -                      | -   | 58  |

Також помітна активність в аграрному секторі групи „Приват”. Дружне їй ТОВ „Приват-агроцентр” отримало дозвіл АМКУ на купівлю більше 50% в 12 пов'язаних з аграрним сектором підприємствах у Полтавській, Дніпропетровській, Черкаській, Миколаївській, Одеській, Львівській і Харківській областях. Причому, на відміну від інших українських агрохолдингів дана структура має значні переваги, зокрема щодо доступу до банківських ресурсів, оскільки 50% акцій належить одному з провідних банків країни – ПрАТ „Приватбанк”.

Істотним зростанням відмітилися й інші учасники ринку. Так, агропідрозділ російської інвестиційної групи „Ренесанс капітал” „Українські аграрні інвестиції” придбало 12 господарств у Кіровоградській області, а також по одному у Черкаській, Сумській, Полтавській і Харківській областях. Одночасно з цим були викуплені непрофільні активи групи компаній „Інтер-контакт-агро”, що володіла п'ятьма господарствами у Миколаївській, Одеській і Кіровоградській областях. Таким чином, „Ренесанс капітал”, що вже мав станом на початок року у своєму розпорядженні більше 200 тис. га угідь, завдяки вказаним операціям збільшив свій земельний банк як мінімум на чверть.

Холдинг „Синтал Д”, що належить компанії Sintal Agriculture Public Limited, бенефіціаром якої є власник будівельної компанії ТММ, з початку 2008 р. збільшив площі з 15 до 90 тис. га. У листопаді 2008 р. компанія заявила, що до кінця 2008 р. вийде на показник в 116 тис. га. Реалізуючи задекларовані плани, вона уклала договори на оренду 3,2 тис. га у Харківській області і 7,8 тис. га у Херсонській області. Крім того, у даний час компанія підписала попередні угоди на оренду ще 27 тис. га орних земель.

Західноукраїнська група компаній „Дакор Вест” з 2007 р. по осінь 2008 р. приросла всього лише на 10 тис. га, довівши свої земельні активи до 89 тис. га. У листопаді АМКУ погодив концентрацію холдингом 12 агрофірм в Івано-Франківській, Тернопільській і Рівненській областях, після чого її земельний банк далеко пішов за відмітку в 100 тис. га.

З початку 2008 р. холдинг „Миронівський хлібопродукт”, для якого основним бізнесом є виробництво курятини, приріс на 15 тис. га угідь, досягнувши відмітки в 70 тис. га, а на початку грудня заявив про збільшення свого земельного банку за рахунок укладених договорів оренди сільгоспугідь у Липовецькому і Гайсинському районах Вінницької області до 100 тис. га.

Трохи гірше, ніж конкуренти у 2008 року спрацювали „Укрзернопром”, датська Trigon Agri і деякі інші. Агрохолдинг „Укрзернопром” з початку 2008 р. по вересень збільшив свій земельний банк з 70 до 91 тис., а датчани, що володіли на початок 2008 року близько 100 тис. га землі в Україні і Росії (з них в нашій країні – більше 30 тис. га), завдяки купівлі влітку 2008 р. декількох

господарств у Кіровоградській і Харківській областях довели кількість підконтрольних земель до 133 тис. га.

У 2008 році, розвернула аграрний напрямок одна з основних кіровоградських олійних груп „Креатив”. На початку 2008 року вона придбала права на оренду близько 10,5 тис. га сільськогосподарських земель, а влітку – ще на 20 тис. га.

Серед новачків ринку опинилися і компанії з іноземним капіталом, які до цього не особливо ризикували самостійно вести справи у нашій країні, віддаючи переваги покупці часток в українських компаніях у ході IPO або приватних розміщень акцій. Наприклад, шведський інвестфонд East Capital Holding AB, який з 2006 р. володів купленим у процесі IPO більше 5% акцій „Астарта-Київ”, придбав групу компаній „Агро-регіон”, у користуванні якої знаходиться 58 тис. га. Проявили інтерес до українських чорноземів і їх шведські колеги з холдингу Kinnevik, що створили тут компанію „Roagro”. Буквально з початку 2008 р. земельний банк „Roagro” виріс до більш ніж 40 тис. га.

Процеси інтеграційних трансформацій в Україні будуть продовжуватися. Однак, можуть відбуватися певні зміни у цих механізмах. У кінці 2007 – на початку 2008 р. практично не було жодного агрохолдингу, який би не заявляв про намір до 2011-2012 рр. збільшити земельні масиви у три-п’ять разів (до 150-550 тис. га). Незабаром цей актив може виявитися непосильним вантажем для новоявлених латифундистів. До того ж земельне питання так і не зрушилося з мертвої точки – мораторій на продаж землі поки не скасований. Тому багато компаній, що зазнають фінансові труднощі, вже відмовляються, хоч і не завжди публічно, від своїх стратегічних планів щодо розширення земельного банку. Треба враховувати і те, що орендуючи до 200-300 тис. га, деякі компанії реально обробляли по 100-150 тис. га. При цьому вони вимушені платити орендну плату за всі угіддя. У 2009 р. багато компаній припинили або згорнули свої земельні програми, і ті, хто ще недавно купував агрогосподарства оптом, прагнуть переуступати права оренди або взагалі продати компанії хоч за яку-небудь прийнятну ціну.

Ситуація на ринку злиття і поглинань (M&A) в агропромисловому комплексі України у 2008 р. розвивалася

відповідно до загальносвітових і національних тенденцій – хвилеподібно.

Якщо на початку 2008 року кількість операцій M&A в агросекторі була зразкова зіставно з торішніми показниками, підтверджуючи таким чином прогнози експертів про збереження динаміки зростання і в 2009-2012 рр., то у кінці весни – на початку літа 2008 р. у результаті світової фінансової кризи активність на ринку злиття і поглинань була ледве помітною. Проте локальні наслідки світової кризи змусили багато гравців швидше позбавлятися своїх активів, не чекаючи їх повного знецінення.

В основному спостерігалися процеси із завершення укладених раніше угод, причому за вісім місяців 2008 р. не було проведено жодної знакової для ринку операції – як у плані значущості придбаного активу, так і виплаченої за нього суми. Можна лише виділити продаж у березні 2008 р. 70% акцій компанії „Чумак”, які були придбані інвесткомпанією Dragon Capital (менше 50%) і інвестфондом East Capital Bering Ukraine Fund (більше 20% акцій) на суму \$35-40 млн. При цьому керівництво компанії „Чумак”, якому до операції належало 30% акцій, залишається біля керма компанії, а головний власник (70% акцій) вийшов з бізнесу в Україні і повернувся до Швеції, де йому належить близько 60% акцій компанії з виробництва упаковки – Ecolan.

У 2008 р. із врахуванням нових реалій, тенденцій і показників експерти поспішили назвати рік мало не провальним для ринку M&A в Україні, проте восени процес злиття і поглинань, у тому числі і в АПК, значно поживався. І дана активізація була спровокована саме кризою, яка для самих нестійких у фінансовому плані компаній перетворюється на банкрутства, а для міцніших підприємств – зручним моментом для поглинання конкурентів, збільшення своєї частки на тому або іншому ринку, розширення бізнес-напрямів в агросекторі і харчовій галузі. Ринкова вартість акцій всіх без виключення компаній, включаючи найкрупніші українські агрохолдинги, у тому числі і ті, що виходили у 2006-2008 рр. на IPO (Initial Public Offering, первинне публічне розміщення акцій), у даний час знизилася у два-три рази у порівнянні з початком року. Чому ж не купити дешево те, що може завтра принести непогані дивіденди і при цьому усунути з ринку конкурентів? Правда, тих, у кого є вільні кошти для покупки активів, що подешевшали, набагато менше, ніж тих, хто готовий вже сьогодні „влитися” або продатися сильнішим гравцям або стратегічним інвесторам з інших країн.

Основні операції зі злиття і поглинання у зернопереробній і хлібопекарській галузях припали на першу половину 2008 року. В основному вони пов'язані з

необхідністю позбавитися від непрофільних активів з боку продавців і бажанням розширити свою присутність у регіонах з одночасним збільшенням частки на загальнонаціональному ринку з боку покупців. Запорізька група компаній „Хлібодар” завершила операцію з придбання 50% акцій найкрупнішого виробника хліба і хлібобулочних виробів на Житомирщині – ПрАТ „Золотий коровай”, що входило з трьома хлібозаводами до складу Придніпровської аграрної групи. При цьому сторони ведуть також переговори з покупки „Хлібодаром” і Дніпропетровського хлібозаводу № 10, вартість якого раніше оцінювалася в межах \$15 млн. Дані придбання дозволять Групі контролювати, окрім Запорізької області, досить крупні ринки хліба і хлібобулочних виробів у Житомирській, Дніпропетровській і сусідніх з ними областях. Таким чином, позбавившись від непрофільних активів, агробізнес Групи буде зосереджений в основному на зберіганні і переробці зернових, враховуючи той факт, що у власності залишиться найкрупніше борошномельне підприємство „Дніпромлин”. А власник агрохолдингу „Хлібодар” продовжує вести переговори з покупки чотирьох хлібозаводів у Дніпропетровській області і Кривому Розі біля компанії „Укрзернопром”, про що неодноразово згадувалося ще у кінці 2007 р.

Також на початку 2008 року ще один великий виробник хліба на півдні України ПрАТ „Холдинг „Т і З”, викупив на аукціоні за 17 млн. грн. державний пакет акцій (25% + 1 акція) компанії ПАТ „Кримхліб”, що належав кримській автономії. Власне контрольним пакетом акцій „Кримхліба” агрохолдинг володів давно, проте неодноразові конфлікти із владою Криму привели до того, що місцевою прокуратурою було відкрито кримінальну справу щодо законності приватизації компанії „Кримхліб”. У ході розслідування, як повідомляла преса, були встановлені факти порушення законодавства, і 25% + 1 акцію „Кримхліба” необхідно повернути Фонду майна Криму. Отже це, швидше, не покупка держпакету, а доплата, що запізнилася, за нього. „Холдинг „Т і З”, окрім вказаного підприємства, також володіє пакетами акцій ПАТ „Одеський коровай”, зернопереробного підприємства ПрАТ „Сімферопольський КХП” і управляє ТОВ „Білгород-Дністровська паляниця”, ТОВ „Котовський хлібокомбінат”.

ТОВ „Укррос-зерно”, що входить до групи компаній „Укррос”, придбало 57,8% акцій ПАТ „Гуляйпольський елеватор” (Запорізька обл.), виробничою потужністю по одноразовому зберіганню 51 тис. т зерна і насіння соняшнику. Таким чином, місткість сховищ компанії „Укррос-зерно” досягла 130 тис. т зерна, а у цілому спільно з компанією „Цукровий союз „Укррос”, що також входить до ГК „Укррос”, вони контролюють приблизно 100 тис. га сільськогосподарських земель, причому на приблизно 70% площ вирощуються зернові культури (пшениця, ячмінь, кукурудза), хоча при цьому агрохолдинг вважається одним з провідних виробників цукру у країні.

Холдинг Kernel через ДП Kernel Holding SA продав 99,2% акцій ПАТ „Голованівське хлібоприймальне підприємство” (Кіровоградська обл.) за \$1,48

млн. ПрАТ „Вінницька промислова компанія” контролює Вінницький і Чернівецький МЖК і 10 елеваторів. Але якщо продавець, можна сказати, позбавляється від зайвих активів в зерновому бізнесі, то покупець, навпаки, збільшує свою присутність в ньому, додавши до вже наявних потужностей зі зберігання зерна на рівні 250 тис. т ще 30 тис. т Голованівського ХПП.

Також не можна не згадати про продаж групи компаній „Рамбурс” двох підприємств за \$8 млн.: ПАТ „Новоміргородський елеватор” (Кіровоградська обл.) і ПАТ „Явкинський елеватор” (Миколаївська обл.) – агрохолдингу з датським корінням Trigon Agri. Сумарна потужність придбаних елеваторів складає 180 тис. т, і таким чином датчани наростили свої зерносховища в Україні до 322 тис. т, контролюючи при цьому 135 тис. га сільгоспземель в Україні і Росії. Крім того, датчани спільно з ГК „Рамбурс” заснували спільне підприємство Ramburs Trigon, яке має намір займатися торгівлею сільгосппродукцією і управлінням підприємствами з її зберігання. Частки у новому СП склали Trigon Agri – 51%, „Рамбурс” – 49%, при цьому велика частка співробітників останнього працюватиме в Ramburs Trigon. Якщо взяти до уваги той факт, що ГК „Рамбурс” за останні 2007-2008 роки розпродала свої активи у зерновому бізнесі і зосередилася на виробництві м'яса індички (ТМ „Інділіка”), то цілком очевидно, що мета створення СП – виробництво і постачання кормів для птиці.

Найбільш активною у покупці м'ясних активів на українському ринку опинилася агропромислова група з чотирьох підприємств (завод „Вінницям'ясо” і три м'ясокомбінати у Коростині, Івано-Франківську і Ніжині), що придбала ще три м'ясокомбінати: Тростянецький у Вінницькій області, Пірятинський у Полтавській і Ватутінський у Черкаській області. 70% акцій Тростянецького м'ясокомбінату було продано київському ТОВ „Фінансова група „Галеткс”. 75% акцій полтавського Пірятинського м'ясокомбінату продано ТОВ „Кросстар ЛТД” (Київ). Продавцем же 76% акцій Ватутінського м'ясокомбінату значиться компанія „Бон-ексим”.

Однією з найбільших птахофабрик у країні є ПАТ „Птахофабрика „Перше Травня” (с. Хутори, Черкаська обл.). Крім того, структура ТОВ „Черкаси-птахопродукт” (основний власник названої вище птахофабрики) цього року придбала акції низки великих підприємств на сході країни, включаючи ПАТ „Птахогосподарство „Червоний Прапор” (с. Червоний Прапор, Луганська обл.), птахофабрику „Волновахська” і ПАТ „Волновахський комбінат хлібопродуктів” (Волноваха, Донецька обл.), птахофабрику і птахогосподарство „Лозоватське” (Дніпропетровська обл.), а також компанії „Слов'яни” (Київська обл.) і „Південна-холдинг” (АР Крим). На купівлю цих активів витрачено \$25-30 млн.

Крім того, київська інвесткомпанія ТОВ „Донбасагрокомпанія”, яка знаходиться в управлінні КУА „Авангардінвестгруп”, активно скуповує контрольні пакети акцій птахофабрик, які головним чином спеціалізуються на виробництві курячих яєць у десяти регіонах країни. Антимонопольний комітет

вже дозволив компанії придбати понад 50% акцій підприємств „Крос-п/ф „Зірка” (с. Хроли, Харківська обл.), ПНБК „Інтербізнес” (м. Донецьк), ТОВ „ТД „Богодуховська птахофабрика” (с. Санжари, Харківська обл.), ТОВ „Макаровська птахофабрика” (смт. Макаров, Київська обл.), ТОВ „Ареал-Снігурівка” (с. Снігурівка, Миколаївська обл.) і ТОВ „Птахокомплекс” (с. Котельниково, Крим). Також інвесткомпанія має намір придбати ще п'ять підприємств на заході і в центрі країни. Таким чином, продовжується нарощування і структуризація аграрної бізнес-групи, основні активи якої вирішено об'єднати у рамках керуючої структури „Черкаси-птахопродукт”.

У той же час найкрупніший виробник в Україні м'яса птиці „Миронівський хлібопродукт” розширився ще в одному напрямі – виробництві ковбас і м'ясопродуктів. Влітку 2008 року компанія МНР S.A. придбала 80% акцій ЧП „Український бекон” (Донецька обл.) за \$25 млн. Раніше Антимонопольний комітет дозволив „Миронівському хлібопродукту” придбати ПП „Український бекон”. Основу пакету акцій склали борги останнього перед агрохолдингом, який на сьогоднішній день окрім випуску курятини, займається виробництвом зернових, соняшникової олії, яловичини, картоплі і інших продуктів харчування, маючи в обробці 140 тис. га землі. Згідно повідомлення компанії колишні потужності купленого ПП – 50 т м'ясних виробів за добу – будуть збільшені у чотири-п'ять разів і у найближчі два-три роки можуть досягнути 200-250 т на добу.

На молочному ринку подібної активності не спостерігалось, а операції здійснювалися на регіональному рівні. На початку 2008 року компанія „Милклэнд-Україна” офіційно оголосила про завершення операції з покупки ПАТ „Чернігівський молокозавод” і увійшла до складу акціонерів підприємства. Раніше більше 70% акцій підприємства належало восьми фізичним особам. Власне компанія купила 19% акцій чернігівського заводу, решту три пакети по 19% акцій придбала ТОВ „Молгруп”, ТОВ „Сир-трейдинг”, ТОВ „Український молочний будинок”.

Один з провідних у країні виробників твердих сирів українська компанія „Молочний альянс”, яка у 2007 р. придбала 51% акцій Баштанського сирзаводу, 2008 року зробила прорив на Кіровоградщину, викупивши практично повністю акції ПАТ „Новоархангельський сирзавод”. Найкрупнішими утримувачами акцій заводу були фізичні особи. У ході операції було продано більше 90% акцій підприємства, проте торговельна марка „Височінь” продана не була. Експерти вважають, що „Молочний альянс”, виклавши за Новоархангельський сирзавод \$3-3,5 млн., складе у майбутньому істотну конкуренцію корпорації „Клуб Сиру”, яка має у даному регіоні потужний Світловодський маслосиркомбінат (380 т молока на добу). Особливо гостро компаніям доведеться поборотися за доступ до сировинного ресурсу.



Але поки одні продовжували нарощувати присутність на ринку, інші позбавлялися від останніх активів. Так, компанія „Евротек”, яка у 2006 р. продала холдингу „Кернел Груп” свої основні активи в АПК, – Приколотнянський і Волчанський олієекстракційні заводи, ряд елеваторів і хлібоприймальних підприємств. Власники компанії „Евротек” вирішили продати і свій останній актив – ПрАТ „Золочевський молокозавод” (Харківська обл.) – і повністю перейти в ритейловий бізнес. Фінансово-промислова група з Харкова АТ „Концерн АВЕК і Ко”, за свій безповоротний вихід з молочного бізнесу (хоча і залишила за собою торгівельну марку „Сири Бурлука”) отримала приблизно \$10 млн. Саме за стільки концерн продав 75% акцій Великобурлуцького сироварного заводу, „Шебелінського молока” і Волчанського заводу олійництва американському інвестбанку Consorsis Capital. Останній придбав їх на користь іноземного стратегічного інвестора.

Частка головних гравців ринку М&А може розвиватися за двома протилежними сценаріями. Якщо запасу міцності вистачить, скупка активів продовжиться. Причому мова може йти про придбання в основному за готівкові кошти, оскільки банківський сектор не в змозі забезпечувати такі операції. Тому переважна більшість угод, як вважають експерти, не афішуватимуться публічно, і про зміну власника у кращому разі стане відомо через якийсь час.

Як показують наведені факти, почастишали факти злиття та поглинання підприємств, у т. ч. за ініціативою міжнародних компаній. У своїй основній масі підприємства аграрного сектору через некомпетентність менеджерів, прирістний тип підприємництва власників, їх страхами відкритості, конкуренції, детенізації ринку зорієнтовані на вирішення оперативнотактичних рішень, що значно підвищує ступінь їх доступності для поглинань.

Розглянемо більш детально методику аналізу характеристики корпоративних підприємств та об’єднань сільськогосподарських виробників, у т. ч. аграрних і агропромислових корпорацій (табл. 3.5).

Доволі поширеним видом об’єднань є *асоціація*, яка представляє колективні інтереси засновників. Наведемо приклади роботи деяких з них (табл. 3.6).

Таблиця 3.5

**Кількість суб'єктів єдиного державного реєстру підприємств, організацій та установ  
(ЄДРПОУ) за галузями економіки (КВЕД) та ОПФ  
станом на 1 січня 20\_\_р.**

| Організаційно-<br>правова форма<br>господарювання | Всього | У тому числі за галузями економіки (секції КВЕД) |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   | Дані про<br>вид діяль-<br>ності відсутні |  |
|---|--------|--|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|--|--|
|   |        | A  | B | C | D | E | F | G | H | I | J | K | L | M | N | O | P | Q |  |  |
| <b>Всього</b>                                     |        |  |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |  |  |
| <b>з них:</b>                                     |        |  |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |  |  |
| <b>Корпоративні підприємства</b>                  |        |  |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |  |  |
| в т. ч.   |        |  |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |  |  |
| - ПАТ   |        |  |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |  |  |
| - ПрАТ  |        |  |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |  |  |
| - АТ  |        |  |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |  |  |
| - ТОВ   |        |  |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |  |  |
| - ТДВ   |        |  |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |  |  |
| - повне товариство                                |        |  |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |  |  |
| - командитне товариство                           |        |  |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |  |  |
| - кооперативи                                     |        |  |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |  |  |
| - виробничий кооператив                           |        |  |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |  |  |
| - обслуговуючий кооператив                        |        |  |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |  |  |

Продовження табл. 3.5

| Організаційно-правова форма господарювання       | Всього | У тому числі за галузями економіки (секції КВЕД)* |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   | Дані про вид діяльності відсутні |  |
|--|--------|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|----------------------------------|--|
|  |        | A   | B | C | D | E | F | G | H | I | J | K | L | M | N | O | P | Q |                                  |  |
| - споживчий кооператив                           |        |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |                                  |  |
| - сільськогосподарський виробничий кооператив    |        |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |                                  |  |
| - сільськогосподарський обслуговуючий кооператив |        |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |                                  |  |
| Об'єднання підприємств, в т. ч.                  |        |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |                                  |  |
| асоціація  |        |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |                                  |  |
| корпорація                                       |        |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |                                  |  |
| консорціум                                       |        |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |                                  |  |
| концерн  |        |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |                                  |  |
| інше об'єднання юридичних осіб                   |        |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |                                  |  |

Таблиця 3.6

**Наявність об'єднань підприємств в аграрному секторі  
регіону станом на 01.01. 20\_\_ р.**

| Галузь   | Мега діяльності   |
|--|---|
| Рослинництво                                       | Об'єднання зусиль для ефективної реалізації зернових та технічних культур.<br>Координація господарської діяльності між учасниками асоціації з формування та розвитку регіонального ринку зерна, сприяння задоволенню потреб сільськогосподарських товаровиробників у сушінні, очищенні, сертифікації, зберіганні та транспортуванні вирощеного зерна до визначеного місця   |
| Насінництво  | Організація виробництва якісного сортового насіння сільськогосподарських культур  |
| Переробка зерна, торгівля зерном і зернопродуктами | Підвищення ефективності роботи підприємств, що входять до об'єднання, шляхом застосування узгодженої економічної політики   |
| Садівництво, виноградарство, виноробство           | Більш повне використання об'єднаних майнових, виробничих, фінансових та комерційних зусиль учасників з вирощування плодів, ягід, саджанців та іншої сільськогосподарської продукції, її переробки, торгівлі, будівництва та інших видів діяльності, а також з метою сприяння розвитку підприємств-учасників та нарощування власності за рахунок підвищення рентабельності їх роботи, збільшенню відрахувань до держбюджету та ефективного використання бюджетних коштів |
| Птахівництво                                       | Координація господарської діяльності учасників для забезпечення стабільності економічного розвитку цих учасників, а також всієї птахівницької галузі АПК  |
| Виробництво молочних продуктів                     | Інформаційно-консультаційна робота по технологіях виробництва   |
| Виробництво м'яса і м'ясопродуктів                 | Керівництво підприємствами, оптова торгівля м'ясом та м'ясними продуктами, посередництво у торгівлі різними товарами  |
| Агротехнічний сервіс                               | Надання підприємствам агротехнічного сервісу економічної, юридичної та інформаційної підтримки  |

Асоціація існує на членські внески учасників. *Предмет діяльності асоціації* – сприяння розвитку, розширення асортименту продуктів галузі і зміцнення її конкурентоздатності на відповідних внутрішньому і зовнішньому ринках збуту,

організація постачання технологічного обладнання та запчастин до нього, впровадження єдиної технологічної політики, спрямованої на розвиток підприємств галузі. Однак, у дійсності, робота асоціацій в АПК України майже завжди зводиться до консультативних послуг, в основному технологічного характеру; лобювання інтересів учасників у перерозподілі бюджетних коштів (дотацій), лобювання на якомога тривалий час залишити фіксований сільськогосподарський податок та пільговий ПДВ, лобювання разової дотації у неврожайні роки, підготовки оперативної статистичної інформації; участі у ярмарках, семінарах та представлення підприємств у контактах з органами виконавчої влади. Асоціація, як демонструє практика, не має зацікавленості в економічних результатах діяльності її членів.

Окремо на виконані роботи та надані послуги в асоціаціях, звичайно її членами, складається акт здачі-прийняття (інформаційні, представницькі, організаційні питання, захист інтересів у відповідних державних органах) і проводиться додаткова оплата, крім членських внесків. При асоціації на комерційній основі зазвичай існує відділ з координації маркетингових дій між підприємцями – її членами і вторинними продавцями з метою насичення галузевих ринків продукцією і проведення виваженої цінової політики.

Асоціації делеговані окремі повноваження щодо удосконалення організації управління виробничими процесами, науково-технічної й інформаційної підтримки галузі, представництва у зовнішньоекономічних контактах.

Зазвичай, це неприбуткова громадська організація, яка забезпечує координацію всієї галузевої діяльності аграрних формувань різних форм власності від виробництва сировини до створення матеріально-технічної бази для якісної технологічної підготовки кінцевої продукції.

В Луганській області функціонує корпорація „Луганськсадвинпром” правонаступник виробничого агропромислового об'єднання плододитомниківних радгоспів. Учасниками корпорації є юридичні особи,

що підписали чи приєдналися до установчого договору у встановленому порядку. Основними завданнями корпорації є:

- створення та організація контролю за діяльністю фінансово-розрахункового центра корпорації;
- аналіз кон'юнктури внутрішнього ринку;
- надання допомоги підприємствам з маркетингу;
- організація роботи фірмових магазинів.

Серед найважливіших робіт та послуг корпорація у централізованому порядку виконує:

- захист делегованих прав учасників, представлення їх інтересів у питаннях функціонування корпорації у відповідних державних та інших органах, а також у міжнародних організаціях;
- перерахування учасникам бюджетних і позабюджетних коштів, одержаних від Укрсадвипрому та органів виконавчої влади, спрямованих на розвиток галузі та контролю за використанням цих коштів за призначенням;
- надання консультативної, організаційно-методичної та іншої допомоги учасникам в освоєнні нових форм і напрямків розвитку галузі, створення служб маркетингу, проведення лізингових операцій тощо.

Детальний аналіз роботи даного утворення дає підстави до висновку, що це типове договірне об'єднання учасників для вирішення двох основних завдань – замовлення та розподілу бюджетних дотацій та маркетингового обслуговування підприємств галузі. Тобто, за своєю природою це не корпоративне об'єднання, а об'єднання асоціативного типу.

Практика роботи Асоціацій підтверджує попередні теоретичні висновки щодо некорпоративної природи їх існування.

Так на протипагу асоціаціям, новостворені корпоративні структури (в основному на базі раніше існуючих держструктур) мають протилежну систему корпоративних відносин.

Так, ПАТ „Луганськмлин” (ТМ „Добродія”) створено у 1998 р. на базі орендного підприємства „Луганський комбінат хлібопродуктів”.

ПАТ має у складі млин-, крупо-, комбікормовий, кукурудзо-калібрувальний заводи, 2 елеватори, велику торгівельну мережу. В апараті управління є служба управління корпоративними правами, однак кодекс корпоративного управління відсутній.

ПАТ „Коровай” (ТМ „Коровай”, ТМ „Коровайські вкусяшки”) створено Наказом Регіонального відділення фонду Держмайна України по Луганській області у 1995 р. на базі Луганського виробничого об'єднання хлібопекарської промисловості. У 1996 р. вийшли з ПАТ і стали самостійними ПАТ „Росток” і ПрАТ „Лисичанськхліб”. Насьогодні об'єднує 9 хлібокомбінатів, ремонтно-

механічний комбінат, контору матеріально-технічного постачання; регіональну мережу роздрібною торгівлі та оптових складів, млинарний комплекс (рис. 3.4).

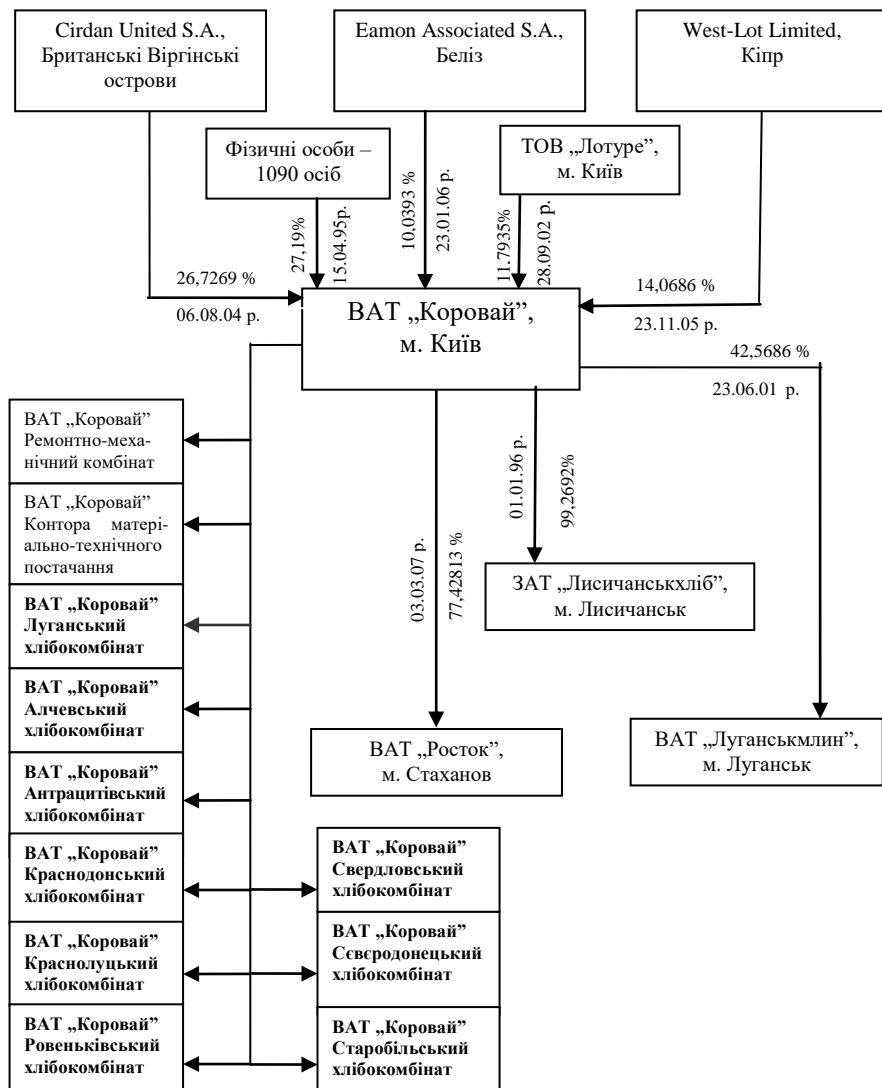


Рис. 3.4. Структура акціонерного капіталу ПАТ „Коровай” станом на 01.01.08 р.

Обґрунтування доцільності такого об'єднання базувалося на можливості концентрувати фінансові кошти за рахунок ефективно працюючих філіалів і спрямувати частину коштів філіалам, що потребують технічного переоснащення. У ПАТ є положення про філію, кодексу корпоративного управління немає. ТОВ „Лотуре” у 2006 р. вклало 5 млн. Євро на розвиток і модернізацію виробництва хлібобулочних виробів ПАТ „Коровай”.

ПАТ „Росток” (м. Стаханов) реструктуризовано у 1998 р. з державного „Кадіївського хлібокомбінату”, що з 1996 р. входив до ПАТ „Коровай”. Має наступні підрозділи: хлібозавод № 1 (м. Стаханов), хлібозавод № 3 (м. Кіровоград), автогосподарство, фірмова торгівля (8 магазинів і 9 кіосків), хлібозавод № 2 і млинарський комплекс (на консервації). Основні власники акцій – ПАТ „Коровай”, м. Київ (77,43%), ТОВ „Пресс України”, м. Луганськ (4,53%), фізичні особи – 427 чол. (18,04%).

Група компаній Кернел (ТМ „Щедрий дар”, „Стожар”, „Любонька”, „Kernel Professional”) – крупний оператор на зерновому і олійному ринках України і країн СНД (створена в 1994 р. у м. Полтава). Виникло як підприємство з виробництва та торгівлі сільськогосподарською продукцією, пізніше – організація поставок нафтопродуктів і хімії сільськогосподарському товаровиробнику в обмін на зернові культури і насіння соняшника, зберігання зерна і соняшника, з 1999 р. – переробка та торгівля сировою олією, з 2001 р. – аграрне виробництво, з 2002 р. – організація закупівельної структури, з 2003 р. – структуризація компаній в єдину групу. Тобто підприємство розвивалося за ланцюгом „торгівля – зберігання – переробка – виробництво – сервіс”.

До групи входять: ПрАТ „Міловський завод рафінованої олії „Стрілецький степ”; ПрАТ „Полтавський олієекстраційний завод”; ПрАТ „Приколотнянський олієекстраційний завод”; ПрАТ „Вовчанський олієекстраційний завод”; ТОВ „Кернел-Трейд” (торгова компанія з представництвами в усіх областях України); ТОВ „Кернел-Восток” (представляє інтереси Групи в Російській Федерації); 40 елеваторів у Полтавській, Дніпропетровській, Кіровоградській, Луганській, Миколаївській, Одеській, Харківській і Черкаській областях; 2 автотранспортних підприємства у Полтавській і Луганській областях. Група орендує більше 34 тис. га земель сільськогосподарського призначення у Харківській, Полтавській, Одеській, Черкаській областях. Має компанію „Inperco”, яка представляє інтереси групи на міжнародних ринках і компанію „Кернел-Капітал”, яка діє на ринку цінних паперів. Кількість співробітників близько 7 тис. осіб.

Найпотужніші підприємства групи зазнавали серйозної реорганізації як в першу (1996 – 1998 рр.), так і в другу хвилю перерозподілу власності (2004 – 2006 рр.). Так, ТОВ „Міловський завод рафінованої олії „Стрілецький степ”



реорганізований у 1998 р. шляхом злиття із ПрАТ „Міловський завод рослинних жирів”. ТОВ „Міловський завод рафінованої олії „Стрілецький степ” є правонаступником ПрАТ „Міловський завод рослинних жирів”. Станом на початок 2008 р. має 6 підрозділів.

ПрАТ „Міловський завод рафінованої олії „Стрілецький степ” ( правонаступник ТОВ „ Міловський завод рафінованої олії „Стрілецький степ”) у 2004 р. продав свій контрольний пакет ТОВ „Кернел-Капітал”.

ПАТ „Птахогосподарство „Червоний Прапор” Перевальського району Луганської області створено у процесі приватизації Птахорадгоспу „Червонопрапорний” у 1996 р. На 01.01.08 р. ПАТ мало 4 відділу, у т. ч. особливий підрозділ без заснування юридичної особи (філія № 1 ПАТ „Птахогосподарство „Червоний Прапор” у Донецькій області), спеціалізований на виробництві товарних курячих яєць.

АТЗТ „Лисичанська птахофабрика” (ТМ „Хохлушка”) Попаснянського району створена у 1998 р. у процесі реформування КСП „Лисичанська птахофабрика”. На 01.01.08 р. має три відділення: № 1 – центральне, розташоване у с. Малорязанцеве Попаснянського району; № 2 – з 1998 р. з вирощування молодняку і виробництва яєць у Перевальському районі сел. Карпати (колишня птахофабрика „Лиман”); № 3 – з 2000 р. ПАТ „Красноріченське ХПП”.

СТОВ „Авіс” (ТМ „Авіс”) Лутугинського району Луганської області сформувалося у 2000 р. шляхом реорганізації Луганської птахофабрики. Мало на 01.01.08 р. 4 відділення: № 1 – до 2000 р. Луганська птахофабрика; № 2 – до 2004 р. ДСП „Ударник”; № 3 – до 2005 р. СТОВ ім. Щорса; № 4 – до 2005 р. СТОВ „Волнухінське”.

ТОВ Сільськогосподарська фірма „Агроукрптаха” (ТМ „Славна”) створена у 1998 р. у Краснодонському районі Луганської області на базі Краснодонської птахофабрики. Має філіали без права юридичної особи: 1) Ізваринська птахофабрика (1998 р.) з птахозабійним цехом та холодильними камерами; 2) Свердловський комбикормовий завод (1999 р.); 3) Первомайська птахофабрика (2004 р.) як племрепродуктор і з 2006 р. як інкубаторій.

Всі птахофабрики регіону мають розвинуту організаційну структуру та намагаються мати замкнений виробничий цикл. Подібне спостерігаємо і у підприємствах не птахівничого напрямку спеціалізації. Так, на базі колгоспу ім. Енгельса Новопокровського району у 1976-1981 рр. було створено міжгосподарське формування, куди входило 12 колгоспів, з них 10 – молочного напрямку спеціалізації, по одному – на вирощуванні нетелів та виробництві молока. Це дозволило підвищити рівень рентабельності виробництва сільськогосподарської продукції з 16,3 до 45,3%.

У 1981 р. питома вага міжгосподарського виробництва в колгоспі ім. Енгельса у загальному обсязі виробництва м'яса в районі сягнула 34,4%.

Результат міжгосподарської кооперації – у 3,4 рази нижчі затрати праці у порівнянні з іншими господарствами району, на 11,1% скоротилися витрати кормів на одиницю приросту, на 28% вищий, ніж в господарствах району, рівень рентабельності. У результаті реформ з 2002 р. міжгосподарське формування стало СТОВ ім. Енгельса. До нього входить спільне м'ясопереробне підприємство „Айдар-Ан-м'ясо”, засновниками якого, крім даного підприємства, була фірма „Аннус Бетайлігунгс ГМБХ” (Федеративна республіка Німеччина). Згодом німецький капітал через інвестиційні ризики вийшов, а надсучасне вже українське підприємство стало на консервацію.

Група компаній „Агро-Агротон” (рис. 3.5) складається з двох підприємств: Приватного підприємства Сільськогосподарська виробнича фірма „Агро” (далі ПП СВФ „Агро”) та закритого акціонерного товариства сільськогосподарської виробничої фірми „Агротон” (далі ПрАТ СВФ „Агротон”).

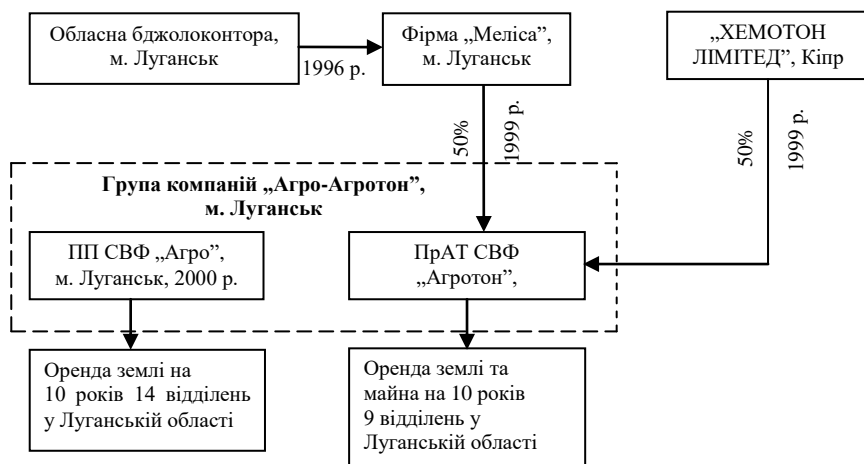


Рис. 3.5. Структура акціонерного капіталу та субординаційні зв'язки Групи компаній „Агро-Агротон” на 01.01.08 р.

ПП СВФ „Агро” створено у 2000 р. Основна діяльність: вирощування зернових та олійних культур, тваринництво (скотарство, свинарство, птахівництво), переробка молока. Кількість працівників у 2007 р. – 2154 чол. Діяльність ПП СВФ „Агро” за інтенсивністю і спеціалізацією подібна ПрАТ. Дане утворення включає 14 відділень.

ПрАТ СВФ „Агротон” створено у 1999 р. на базі фірми „Меліса” (засновником останньої у 1996 р. була обласна бджолоконтора). Іноземному інвестору („Хемотон Лімітед”, Кіпр) належить 50% акцій. Основна

діяльність: вирощування зернових та олійних культур, переробка сільськогосподарської продукції, виробництво продуктів харчування, тваринництво, скотарство, свинарство. Кількість працівників у 2007 р. – 2299 чол. До його складу входять 8 відділень з 4 районів області. На основі власної сировинної бази організовано замкнутий цикл виробництва продуктів харчування: борошно, хлібобулочні, кондитерські вироби, сухарі паніровочні, олія соняшникова, майонез, гірчиця, мед, макаронні вироби, сири тверді, масло тваринне, комбікорми.

Підприємство має широку дилерську мережу продуктів харчування на всій території України. Серед виробничих потужностей слід відзначити елеватори, борошномельні комплекси, макаронний, хлібний, майонезні цехи, олієкстраційний, олієпресовий, сирні заводи, МТС.

Займаються вирощуванням тритикале, кукурудзи та соняшника (гібридного насіння), озимого рапсу, багаторічних і однорічних трав на насіння. Планується збільшення потужностей молочного скотарства. Використовують випробувані на власному навчальному полігоні гібриди іноземної селекції, безплужну мінеральну обробку ріллі, є власний авіазагін.

Підприємства групи працюють у 8 районах Луганської області. Площа ріллі на 01.01.08 р. складає 71,8 тис. га (площа сільськогосподарських угідь 84,4 тис. га), з неї 32,1 тис. га належить ПрАТ СВФ „Агротон” і 39,7 тис. га ПП СВФ „Агро”. Група має всю необхідну техніку та механізми. Тракторний парк групи складається з 397 тракторів різної потужності, у т. ч. 23 імпортних; відповідний набір ґрунтообробних і посівних машин (2721 од.); 180 вантажних машин; 57 зернозбиральних комбайнів, в т. ч. 34 високопродуктивних імпортних; 46 кормозбиральних, в т. ч. 2 імпортних, і 8 кукуруддозбиральних комбайнів. Загальна кількість токових господарств у власності групи – 21 од., 3 – елеватори.

На сьогодні присутні інтереси групи у галузі птахівництва з вирощування м'ясних порід птахів. Для роботи у цьому напрямку були придбані птахофабрики у сел. Мирний і Чернухінська птахофабрика у Перевальському районі Луганської області, Новоайдарська станція – інкубацій.

Група компаній створювалася шляхом поглинання аграрних формувань до 2000 р. через погашення боргів паралельно створеній Новоайдарській МТС, а з 2000 р. – в основному шляхом довгострокової оренди землі та майна, придбання у власність оборотних коштів за борги із зарплати. Зараз між підприємствами групи присутній розрахунок за трансфертними цінами; відпрацьований процес бюджетування і стимулювання за дотримання планових показників, використовуються технологічні карти у рослинництві та тваринництві; стабільно сплачується орендна плата (навіть за амортизовані основні засоби).

Основним видом діяльності Акціонерного товариства закритого типу „Луганськм’ясопром” є керівництво підприємствами (рис. 3.6).

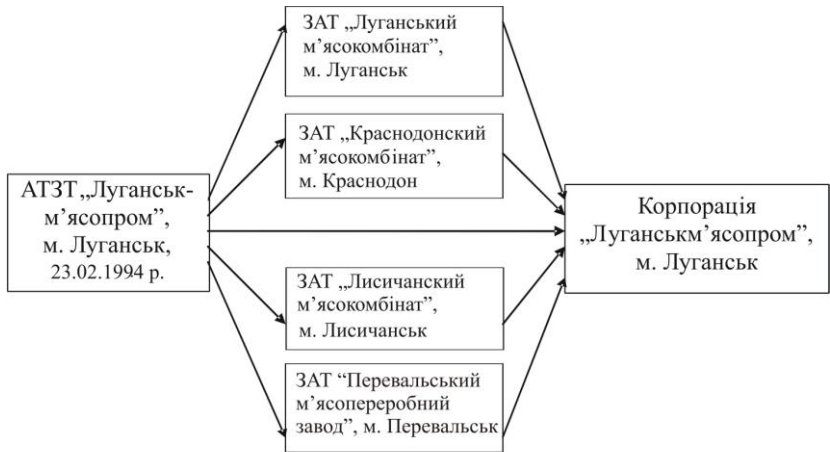


Рис. 3.6. Структура акціонерного капіталу АТЗТ „Луганськм’ясопром” станом на 01.01.08 р.

АТЗТ „Луганськм’ясопром” утворене у 1994 р. на базі Луганського обласного об’єднання м’ясної промисловості. У 1998 р. товариство трансформувало 6 своїх дочірніх підприємств у ПрАТ з метою наблизити акціонерів і працівників до результатів праці.

Щомісячно всі ПрАТ, частками яких володіє АТЗТ, відраховують частину прибутку у фонди АТЗТ і на утримання його апарату управління. Так, на 01.01.08 р. АТЗТ мало 80631,1 тис. грн. довгострокових фінансових інвестицій, що обліковувалися за методом участі у капіталі інших підприємств (65,7% статутного капіталу або 59,3% активів всіх, що залишалися, 4 м’ясокомбінатів).

У 2005 р. АТЗТ вийшло з Національної асоціації виробників м’яса і м’ясопродукції України „Укрм’ясо”. Крім юридичних, засновниками АТЗТ „Луганськм’ясопром” є 23 фізичні особи, ПрАТ „Луганський м’ясокомбінат”, ПрАТ „Краснодонський м’ясокомбінат”, ПрАТ „Лисичанський м’ясокомбінат”, ПрАТ „Перевальський м’ясопереробний завод” – 1112, 597, 450 і 398 осіб відповідно.

ТОВ ВКФ „ЛІА ЛТД” створене у 1993 р. як оптово-посередницька фірма. З роками даний вид діяльності розширився до роздрібною торгівлі, промислової переробки (мінеральні напої, ковбасні вироби, риба, хліб і хлібобулочні вироби, продукція громадського харчування), фасування

продукції відокремленими підрозділами. З 2006 р. – викупило у ПАТ „Луганськмлин” птахофабрики і 2 свинокомплекси.

На сьогодні напрямками діяльності ТОВ ВКФ „ЛІА ЛТД” є:

- виробництво слабоалкогольних напоїв і мінеральних вод під торговою маркою „Агата”;
- оптова закупівля продуктів харчування;
- доставка роздрібним торговим точкам продуктів харчування з метою подальшої реалізації;
- оптова торгівля через оптовий склад і дистрибуцію;
- здійснення представницьких функцій національних торгових марок продуктів харчування у межах регіону, що обслуговується;
- надання транспортних послуг для організацій і підприємств;
- надання консалтингових послуг;
- організація і проведення рекламних компаній.

Крім того, утворені Філіали: „Абсолют” - мережа супермаркетів. У структурі мережі - 21 супермаркет „Абсолют” і „Наш квартал”; мережа ресторанів швидкого живлення „Кантіна Піца”, фермерське господарство „Три бажання” (вирощування риби), „Свіжий” (виробництво хлібобулочних і кондитерських виробів для мережі супермаркетів), мережа магазинів з продажу питної води „Львівська справжня” і продаж води на розлив „Водомир”, торгово-розважальний центр „Jazz”.

Бізнес достатньо диверсифікований. Стратегічним напрямом є роздрібна торгівля, мережа супермаркетів „Абсолют”, а також проект національного масштабу „Водомир”.

### **3.2 СТРУКТУРА УПРАВЛІНСЬКИХ ОРГАНІВ КОРПОРАТИВНИХ УТВОРЕНЬ ТА ПРИНЦИПИ ЇХ ФУНКЦІОНУВАННЯ**

---

На сьогодні є актуальним питання щодо раціоналізації системи стратегічного управління національною аграрною корпорацією. Дана структура представляє собою сукупність взаємопов'язаних елементів, що між собою знаходяться в стійких відносинах, забезпечуючи її функціонування як єдиного цілого. Для аграрної корпорації цими елементами є *ланки апаратів управління*, зокрема служби, окремі працівники.

Зв'язки між ними можуть носити *узгоджувальний характер* – горизонтальні, при необхідності ієрархічної структури (підпорядкування) – вертикальні. У структурі управління зв'язки до того ж можуть носити *лінійний і функціональний характер*. При цьому однакових оптимальних структур управління аграрною корпорацією не існує. Головна увага приділяється розподілу праці на окремі функції згідно відповідності працівників наданим повноваженням.

Така структура управління має багато різновидів, зокрема: лінійно-функціональна; лінійно-штабна; дивізіональна тощо.

Основою *лінійно-функціональних структур* є „штабний” принцип побудови і специфікація процесу управління з функціональних систем аграрних корпорацій. По кожній з них формується ієрархія служб („шахта”) – рис. 3.7.

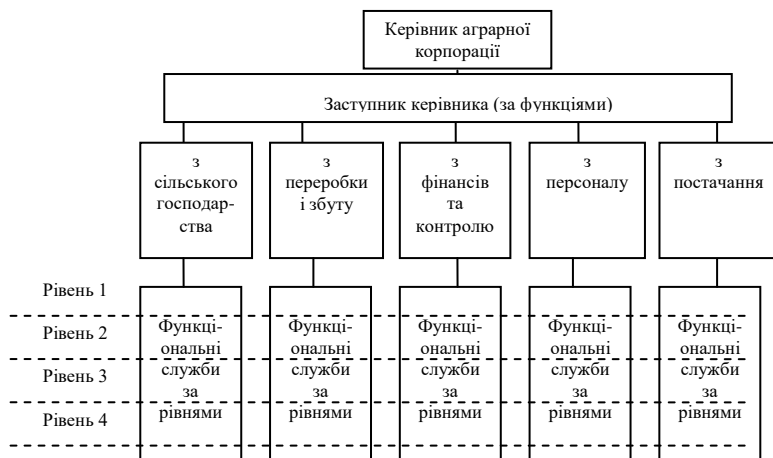


Рис. 3.7. Типова „шахтна” структура управління аграрною корпорацією

Недоліком даної структури є те, що кожна зі служб орієнтується на добрі власні результати, а корпоративні інтереси відступають на другий план. До того ж можуть існувати: значне перевищення норм керованості; ірраціоналізація інформаційних

потоків; надмірна централізація оперативного управління; порівняння в оцінці роботи підрозділів; недостатність регламентуючої документації.

Функціональний розподіл управлінської праці в штабних службах різних рівнів спостерігається у лінійно-штабних структурах управління аграрної корпорації (рис. 3.8).

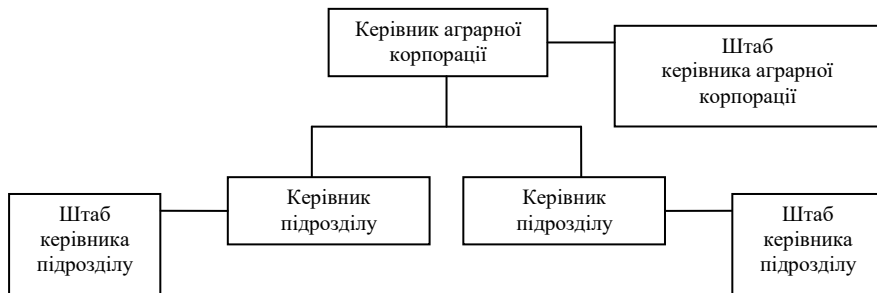


Рис. 3.8. Типова лінійно-штабна структура управління аграрною корпорацією

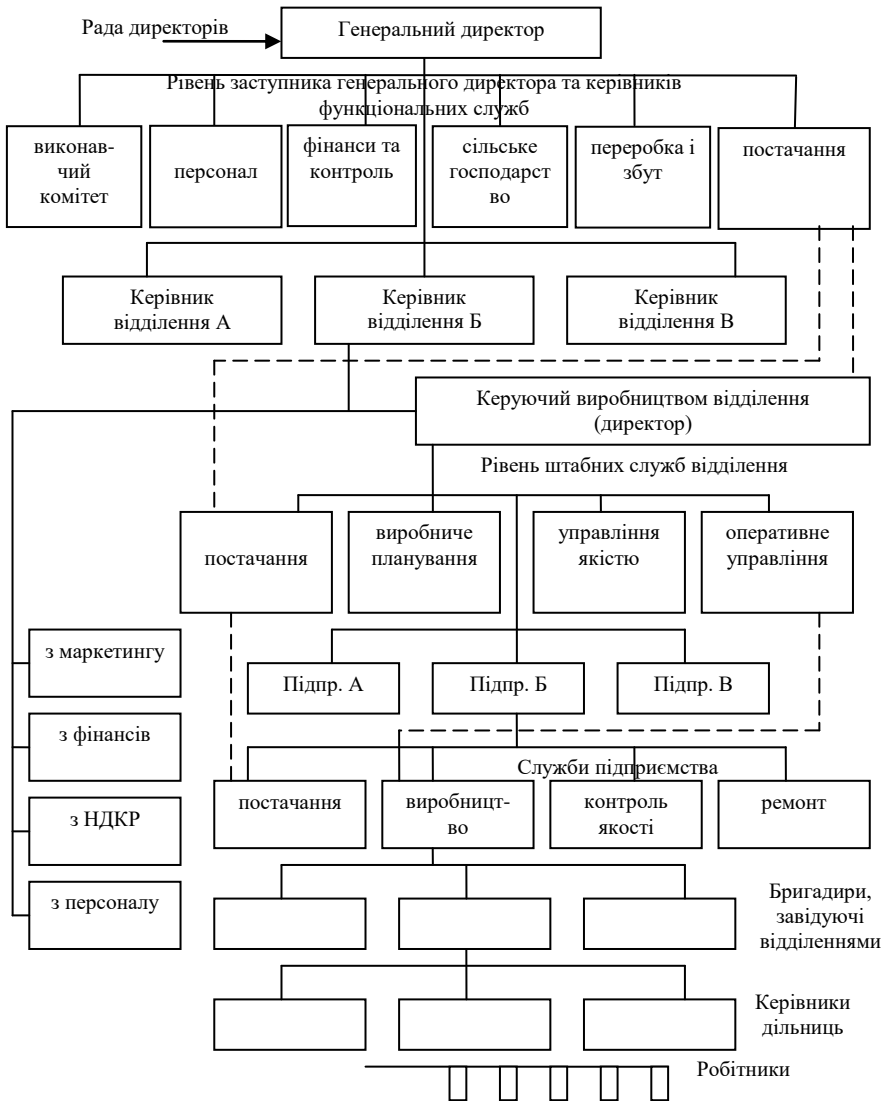
Лінійні керівники мають тут за необхідне координувати дії функціональних ланок і спрямовувати їх на реалізацію корпоративних інтересів, що практично важко втілюється.

Централізовану координацію з децентралізованим управлінням аграрною корпорацією спостерігаємо у дивізіональних структурах управління (рис. 3.9). Недоліком даної структури є зростання ієрархічності через необхідність підвищення рівня керованості (координації роботи структурних підрозділів), дублювання функцій управління.

Так, як видно з рис. 3.9, генеральний директор керує і заступниками, і керівниками функціональних служб, і керівниками відділень. Останні в свою чергу - і керівниками штабних служб відділення, і керівниками підприємств відділення. Останні в свою чергу – службами підприємства. Тобто між робітниками і директором підприємства існують три і більше рівней управління; між робітниками та керівництвом

аграрної корпорації – п'ять і більше. Штабні служби при цьому розрізнені, горизонтальні зв'язки - ослаблені. Потоки інформації, управлінські рішення рухаються тільки по вертикалі.





Умовні позначення: ————— лінійні зв'язки

----- функціональні (штабні) зв'язки

Рис. 3.9. Типова дивізіональна структура управління аграрною корпорацією

Звертаючись до практики функціонування та структуризації регіональних аграрних корпоративних структур, слід, в першу чергу, звернути увагу на корпорацію, що має у структурі сільськогосподарські, переробні, торговельні елементи та керуючий підрозділ. Такою є Група компаній „Агро-Агротон”, структура управління якої має ієрархічний характер (рис. 3.10).

Як бачимо, організаційно-управлінська структура Групи має багато вище перерахованих недоліків зі слабкою структуризацією не повноважень, а відповідальностей, та досить низькою самостійністю керівників відділень та їх спеціалістів. Органічний тип, на відміну від ієрархічного, є децентралізованою організацією управління, для якої характерні:

- відмова від формалізації і бюрократизації процесів і відносин;
- скорочення числа ієрархічних рівнів;
- високий рівень горизонтальної інтеграції між персоналом;
- орієнтація культури взаємовідносин на кооперацію, взаємну інформованість (для створення загальної системи знань, що допомагає вирішувати проблеми корпорації швидше і ефективніше) та самодисципліну.

Перебудову структури управління маємо оцінювати, перш за все, з погляду досягнення мети, поставленої перед нею. В умовах не кризової економіки, що розвивається, реорганізація спрямована в основному на те, щоб через вдосконалення системи управління структури підвищити ефективність роботи корпорації. При цьому очікується скорочення витрат, зростання прибутку, поліпшення обслуговування клієнтів (покупців продукції або послуг), гнучкіший стиль управління,

прискорення технічного розвитку, кооперація в ухваленні і реалізації управлінських рішень і т.д. Важливим критерієм оцінки організаційної структури управління є її сприйняття людьми, які мають працювати в нових умовах. Оптимальною є така структура, що дає можливість працювати менеджерам як *єдиній команді*.



Рис. 3.10. Організаційно-управлінська структура Групи компаній „Агро-Агротон”

*Під структурою системи стратегічного управління корпорацією розуміється впорядкована сукупність взаємозв'язаних елементів, що знаходяться між собою у стійких стосунках, що забезпечують їх функціонування і розвиток як єдиного цілого.*

Зокрема, для галузевої корпорації *елементами структури* є окремі працівники, служби і інші ланки апарату управління, а стосунки між ними підтримуються завдяки зв'язкам, які прийнято підрозділяти на горизонтальні і вертикальні.

*Горизонтальні зв'язки* носять характер узгодження і є, як правило, однорівневими. *Вертикальні зв'язки* – це зв'язки підпорядкування, і необхідність в них виникає при ієрархічності управління, тобто за наявності декількох рівнів управління. Крім того, зв'язки у структурі управління можуть носити лінійний і функціональний характер.

*Лінійні зв'язки* відображають рух управлінських рішень і інформації між так званими лінійними керівниками, тобто особами, що повністю відповідають за діяльність корпорації або її структурних підрозділів. *Функціональні зв'язки* мають місце по лінії руху інформації і управлінських рішень з тих або інших функцій управління.

У рамках структури управління галузевої корпорації протікає *управлінський процес* (рух інформації і ухвалення управлінських рішень), між учасниками якого розподілені завдання і функції управління, а отже – права і відповідальність за їх виконання. З цих позицій структуру управління можна розглядати як форму розділення і кооперації управлінської діяльності, у рамках якої відбувається процес управління, спрямований на досягнення цілей.

Таким чином, структура системи управління включає всі цілі, розподілені між різними ланками, зв'язки між якими забезпечують координацію окремих дій з їх виконання. Тому її можна розглядати як зворотну сторону характеристики механізму функціонування (як процесу реалізації структурних зв'язків системи управління).

Наприклад, органами управління ТОВ ВКФ „ЛІА ЛТД” є загальні збори його учасників і директор Товариства. Органом контролю є ревізійна комісія Товариства.

ТОВ ВКФ „ЛІА ЛТД” очолюється директором підприємства. Основним завданням Директора є створення і забезпечення ефективного функціонування підприємства з метою збільшення обсягів продажів і підвищення прибутковості, а також формування зацікавленості працівників в результатах своєї праці і вживання заходів по забезпеченню і дотриманню здорових і безпечних умов праці на підприємстві.

У ТОВ ВКФ „ЛІА ЛТД” директору безпосередньо підпорядковуються:

- заступник директора з господарських питань;
- заступник директора з транспорту;
- заступник директора з безпеки;
- начальник виробництва;
- заступник директора з програмного і інформаційного забезпечення;
- заступник директора з бухгалтерського обліку і аудиту;
- заступник директора з економіки;
- заступник директора з фінансів;
- заступник директора з комерційної частини;
- заступник директора з маркетингу;
- заступник директора з розвитку.

Також у підпорядкуванні у директора знаходяться юрист і офіс-менеджер як особисті помічники.

Зв'язок структури з ключовими поняттями управління, його цілями, функціями, процесом, механізмом функціонування, людьми і їх повноваженнями – свідчить про її величезний вплив на всі сторони роботи корпорації. Саме тому менеджери всіх рівнів приділяють величезну увагу принципам і методам формування, вибору типу або комбінації видів структур,

вивченню тенденцій в їх побудові й оцінці їх відповідності вирішуваним цілям і завданням.

Різноманітність змісту структур управління зумовлює множинність принципів їх формування. Перш за все структура повинна відображати цілі і завдання корпорації, а отже, бути підпорядкованою виробництву і змінюватися разом із змінами, що відбуваються у ньому. Вона повинна відображати функціональний розподіл праці і об'єм повноважень працівників управління; останні визначаються політикою, процедурами, правилами і посадовими інструкціями і розширюються, як правило, у напрямі вищих рівнів управління. При цьому повноваження керівника будь-якого рівня обмежуються не лише внутрішніми чинниками, але і чинниками зовнішньої середовища, рівнем культури і ціннісними орієнтаціями суспільства, прийнятими у ньому традиціями і нормами.

Іншими словами, структура управління повинна відповідати соціально-культурному середовищу, і при її побудові треба враховувати умови, в яких їй належить функціонувати. Практично це означає, що спроби сліпо копіювати структури управління, що діють успішно в інших корпораціях, приречені на провал, якщо умови роботи різні. Важливе значення має також реалізація принципу відповідності між функціями і повноваженнями, з одного боку, і кваліфікацією і рівнем культури – з іншого.

Структури управління на багатьох сучасних корпораціях (особливо великих і надвеликих) були побудовані відповідно до принципів управління, сформульованих ще на початку ХХ ст. При цьому головна увага приділялася розподілу праці на окремі функції у відповідності відповідальності працівників управління повноваженням, що надавалися. Протягом багатьох десятиліть корпорації створювали так звані формальні структури управління, які отримали назву ієрархічних або бюрократичних.

Різні модифікації ієрархічних структур, що використовувалися за кордоном і у нашій країні, не дозволяли

вирішувати проблеми координації функціональних ланок по горизонталі, підвищення відповідальності і розширення повноважень керівників низових і середніх рівнів, звільнення вищого ешелону від оперативного контролю. Був потрібний перехід до гнучкіших структур, краще пристосованих до динамічних змін і вимог виробництва. Розглянемо структуру управління органічного типу .

Органічним називається такий тип структури управління, який характеризується індивідуальною відповідальністю кожного працівника за спільний результат. Він відкидає необхідність у детальному розподілі праці з видів робіт і формує такі стосунки між учасниками процесу управління, які диктуються не структурою, а характером вирішуваної проблеми.

Головною властивістю таких структур, відомих у практиці управління як гнучкі і адаптивні, є властива ним здатність порівняно легко міняти свою форму, пристосовуватися до нових умов, органічно вписуватися у систему управління. Ці структури орієнтуються на прискорену реалізацію складних програм і проєктів у рамках великих організацій і об'єднань, цілих галузей і регіонів. Як правило, вони формуються на тимчасовій основі, тобто на період реалізації проєкту, програми, вирішення проблеми або досягнення поставлених цілей.

З урахуванням вищесказаного, найбільш оптимальною слід вважати органічну управлінську корпоративну структуру, що дозволить зменшити її ієрархічність (бюрократичність) та чітко виокремлювати відповідальних за відхилення фактичних показників від планових (рис. 3.11).

Для цього мають бути встановлені керівники проєктів (типу 1) ефективне рослинництво; 2) ефективне тваринництво; 3) ресурсозбереження; 4) екологія; 5) меліорація; 6) концентрація). Виконання проєкту – досягнення певного навою за певної собівартості, врожайності за певної собівартості тощо має супроводжуватися оговореними сумами винагороди, в

першу чергу, керівникам відділень, спеціалістам укрупнених підрозділів, керівникам проектів.



Рис. 3.11. Найбільш оптимальна органічна управлінська структура аграрної корпорації

В Групі компаній „Агро-Агротон” проект укрупнення відділень дав значний економічний ефект. Пропозиції щодо поглинання даною Групою зокрема аграрного підприємства СТОВ „Старобільське” Марківського району у 2007 р., яке далі стало його відділенням „Лісова Поляна”, виходили з можливостей отримання річних виробничих та фінансових синергій в загальному розмірі 257,79 тис. грн. на рік. Об’єднання у 2007 р. підрозділів „МТС” та „Победа” Новоайдарського району (в один підрозділ – „МТС”), „Городище” та „Данилівка” Біловодського району (в один підрозділ – „Городище”), „Лозне” та „Шаровка” Білокуракинського району (в один підрозділ – „Лозне”), дозволяє економити щорічно 995,70 тис. грн.

*Унітарна (У), холдингова (Х) і мультидивізіональна (М) структури сучасних корпорацій (вирішення проблеми впорядкування елементів усередині організації з врахуванням трикутника власність - контроль - управління).*



Раніше організаційна архітектура компаній була проаналізована з позицій: а) правового закріплення стосунків власності; б) реалізації у рамках права стосунків власності – контролю – управління, в) розвитку внутрішньоорганізаційних процесів впорядковування елементів організації. При цьому будь-який аспект аналізу виявляв деякі внутрішні протиріччя, які не дозволяли зробити однозначний висновок про ефективність тих або інших форм організації бізнесу. Підкреслимо, що таке положення практично панувало на теорії протягом довгого часу – принаймні, до тих пір, поки учені не стали звертати увагу на відмінності у результатах діяльності великих корпорацій, обумовлені побудовою і специфікою внутрішньоорганізаційних стосунків і процесів.

Тут слід звернути увагу на те, що така постановка питання має право на існування лише у розвиненій ринковій економіці, де фірмами логічно послідовно пройдені всі етапи становлення як реалізації стосунків власності і контролю, так і розвитку організаційних форм. У прикладному значенні це означає, що вищі організаційні форми внутрішньофірмових стосунків можуть довести свою ефективність лише стосовно великих багатопрофільних фірм і не дадуть ефекту у невеликих компаніях з нескладною виробничою програмою.

Таким чином, основне завдання аналізу полягає у з'ясуванні можливості вирішення протиріччя трикутника стосунків власність – контроль – управління за допомогою переходу до організаційних структур, створених на інших принципових основах, а також визначенні деяких характеристик внутрішньоорганізаційних стосунків, що однозначно детермінують інституційну ефективність корпорацій.

У-структури втілюють в собі неокласичний варіант визначення оптимальних розмірів підприємства, основою якого виступає виробнича функція. При цьому ігноруються витрати контрактних стосунків такі, що визначаються внутрішньоорганізаційними стосунками межі розвитку компанії,

передбачається зміщення цілей організації і менеджменту, інформаційна жорсткість процесів управління.

Такі структури характеризуються неспецифічними активами, тобто технологією спільного призначення, і для них стійкість попиту визначається економічними умовами в цілому, покупцями, які вільно „перебирають” продавців в рамках класичної ринкової контрактації. Вважається, що в конкурентних умовах активи спільного призначення забезпечать існування і розвиток організації. Отже, і організаційна побудова У-структур може бути достатньо жорсткою, відносно вільною від тих або інших катаклізмів зовнішньої середовища (як правило, це лінійні або лінійно-функціональні (лінійно-штабні) побудови).

Крім того, У-структури є централізованими не лише за критерієм відсутності достатньої самостійності спільного (не лінійного і не функціонального) характеру. Унітарність і централізм їх організаційної побудови спираються на специфічність руху і обробки управлінської інформації.

Основні принципи роботи менеджменту з інформацією у даному випадку – переважний рух інформації всередині організації, причому, як правило, зверху вниз і навпаки, а не по горизонталі, а також нероздільність інформації оперативної (поточної, обслуговуючої безпосередні інтереси виробництва і реалізації продукції) і стратегічної (орієнтованої на взаємодію із зовнішньою середовищем і довготривалі інтереси розвитку організації).

Крім того, інформація є основою ухвалення управлінських рішень, які значною мірою централізовані у руках вищого менеджменту, керівники лінійних і функціональних підрозділів вимушені „виштовхувати” їх на вищий ієрархічний рівень. Тому в останніх практично не може виникнути, безпосередньо й оперативно, реакція останніх на зміни зовнішньої середовища. У-структури, як правило, характеризуються монополією влади вищих керівників на стосунки із зовнішнім середовищем. Негативний потенціал такого положення досить очевидний.

Власне організаційний момент функціонування унітарних компаній полягає, поряд з вищесказаним, у можливіму розвитку опортунізму в організації. У широкому плані під ним розуміється орієнтована на особисті інтереси поведінка суб'єктів власності і менеджменту з використанням підступності; це відхилення від жорстко фіксованих корпоративних правил. У процесуальному відношенні це виявляється, зокрема, в неадекватному розширенні і загостренні протиріч між структурними підрозділами підприємства. У таких умовах вищий менеджмент зобов'язаний докласти всі свої зусилля по раціоналізації їх стосунків і координації діяльності на користь організації вцілому.

Не слід робити висновок про категоричну стратегічну безперспективність форм організації бізнесу у рамках всіляких видів У-структур. До тих пір, поки керівництво компанії у змозі контролювати об'єми інформації і реальні дії підлеглих, слабка, за визначенням, процесуальна форма раціональності у змозі успішно існувати і розвиватися. Проте всьому є межа: можливість вирішення трьох найважливіших корпоративних проблем (координація, моніторинг економічних результатів підрозділів і реалізація стратегії фірми) одночасно і паралельно із здійсненням поточної адміністративної діяльності стає маловірогідною, що супроводиться і посиленням „відриву” лінійного і функціонального рівнів управління від корпоративного.

Відомою протилежністю У-структурам, що долає їх недоліки і виступаючою логічно послідовним етапом розвитку організації, стали децентралізованні структури. У рамках традиційної департаментизації вони характеризуються виділенням досить самостійних в оперативному відношенні підрозділів. Інституціоналізм і теорія трансакційних витрат звертають головну увагу на: а) особливості рішення у рамках даних організацій вирішення проблем власності-контролю-управління, і б) подолання опортунізму і реалізацію

стратегічних інтересів організації як суб'єкта. За такою постановкою питання не виглядає парадоксальною можливістю функціонування дивізіонально побудованої корпорації у двох варіантах - як Х- і м-кодів-структур. Їх принципова відмінність полягає не стільки у мірі самостійності структурних елементів, скільки у розумінні і реальному функціонуванні економічної організації як інформаційної системи і трансформації ринкових стосунків у внутрішньофірмові.

Організаційний механізм холдингової компанії у рамках теорії трансакційних витрат характеризується наступним. Як правило, диверсифікація її діяльності передбачає різні активи, у тому числі спеціалізовані відносно конкретних потреб учасників операції. У відомому сенсі можна стверджувати, що саме це виступає умовою і передумовою децентралізації управління і інформаційних потоків.

З одного боку, холдинг має на увазі широку передачу прав і відповідальності у структурні підрозділи, самостійне рішення ними більшості оперативних господарських проблем. З іншого боку, компанія, побудована за типом холдингової структури, далеко не завжди у змозі запропонувати і реалізувати серйозну стратегію власного розвитку. Які причини такої подвійності?

По-перше, інформаційні потоки холдингу носять досить виражений децентралізований характер. Це дозволяє структурним підрозділам самостійно і оперативно реагувати на зміни зовнішнього середовища і ринкової кон'юнктури. Проте можливості такої реакції обмежені – як стратегічними повноваженнями керівників, так і, це головне, володінням стратегічними ресурсами. Останні концентруються у руках власне холдингу і за задумом повинні забезпечити стратегічний розвиток і гнучкість корпорації в цілому.

По-друге, менеджери холдингу, здійснюючи стратегічне керівництво компанією, прагнуть зберегти у своїх руках контроль за підлеглими організаціями. Ефективність такого

контролю зберігає організаційну обумовленість і тому стратегічно обмежена.

По-третє, і це найголовніше, керівні органи холдингу відтворюють структуру власності капіталу компанії і тому перетворюються на організацію парламентського типу. На рівні стратегічних рішень (збори акціонерів, наглядова рада, правління) це неминуче передбачає для учасників „єдність і боротьбу” інтересів частки спільного капіталу, що представляється ними, і обов’язкових для організації в цілому як єдиного організму рішень.

При такому принципі формування керівні органи холдингу неминуче перетворюються з органів вироблення і ухвалення стратегічних рішень в політичний дискусійний клуб, де лідерство отримує та або інша група людей, що представляють певний капітал одного або декількох підрозділів компанії.

Результатом взаємодії (боротьби) часток капіталу будуть рішення, переслідуючи корисливі інтереси частини, але не цілого, і тому не оптимальні, не сприяючі розвитку єдиної організації: зворотне можливе лише у разі повного збігу інтересів корпорації й її окремих підрозділів.

Як бачимо, холдингова структура, будучи більш зрілою процесуально і економічно, в інституційному відношенні, з одного боку, створює умови для гнучкішої взаємодії підрозділів і фірми в цілому із зовнішнім середовищем, з іншої - якісно підсилює елементи опортунізму (він стає економічно обґрунтованим) і тим самим підриває стратегічну орієнтацію компанії в цілому. Стратегічна недостатність обмежено раціональних вирішень менеджменту посилюється політичним характером думок власників.

У даному випадку вже не можна обмежитися висновком про межі розвитку холдингових компаній. Слід звернути увагу на зростання рівня протиріч, що виявляються у механізмах функціонування унітарних і холдингових організацій.

Централізм побудови і інформаційних потоків передбачає певні труднощі в У-структурах вже на рівні поточної, оперативно-господарської діяльності. Коли вони перевищили можливості їх подолання менеджментом, був здійснений перехід до Х-структур.

Децентралізація прав, обов'язків і інформації дозволила керівництву холдингових компаній „скинути” на нижчестоячий рівень повсякденні проблеми виробничої діяльності. Але труднощі стратегічного керівництва стали очевидніші. Опортунізм в Х-структурах почав виявлятися в небажанні підвідомчих організацій „ділитися” доходами у стратегічних інтересах холдингу, зацікавленості їх у зростанні витрат (у тому числі - управлінських) і неможливості ефективного ринкового контролю з боку корпорації.

Вдосконалення холдингових структур можливе у двох напрямках: формування керівних стратегічних органів не на основі пропорційного представництва різних груп капіталу (це вельми важко реалізувати) або створення самостійної вищої структури, що управляє, певною мірою відірваної від титулів власності, і їх комбінації. Приклади другого варіанту є і в Росії – таким шляхом пішла група „Онексим”.

Таким чином, можна представити наступну класифікацію організаційних структур на основі теорії трансакційних витрат.

1. Централізовані організації ( $K=0$ ) – У-структури.
2. Децентралізовані організації ( $K>0$ ):
  - 2.1. Організації, що не забезпечують гарантій операцій учасникам ( $S=0$ ), - У-структури.
  - 2.2. Організації, що надають гарантії операцій учасникам ( $S>0$ ), - м-коди-структури.

Методологічною основою даної класифікації виступає базова карта контрактів (див. 2.2), при цьому  $K$  означає не лише міру непереміщуваності активів фірми, але і технології обробки інформації (централізована і децентралізована), а  $S$  – гарантії стосунків партнерів (юридичний захист, контракт).

Організаційним аналогом відмови від гарантій у разі небезпеки операції для специфічних активів фірми ( $S=0$ ) є X-структура, прагнення забезпечувати „захисне” управління (гарантії покупця продавцеві,  $S>0$ ) – м-код-структура.

По суті, представлена класифікація встановлює, по-перше, принципову відмінність між У-структурою і X- і м-кодами-структурами, по-друге, відмінність X- і м-кодів-структур по мірі зрілості інформаційних потоків і адекватності стратегічних інтересів фірми. X-структуровані фірми відносно близькі до м-кодів-структур, але значно віддалені від унітарних організацій.

Зовнішня схожість м-коду-структури з дивізіональною не може приховати основного принципу її побудови – розрахунок і мінімізація зовнішніх і внутрішніх трансакційних витрат. Це дозволяє досить точно відповісти на питання про кордони організації і зменшення втрат фірми від „спілкування” з непередбачуваним і невизначеним зовнішнім середовищем, а також з інститутом контрактної системи. М-код-структура з’являється як відповідь менеджменту на необхідність або скоротити розміри підприємств, або розробити набір внутрішніх контрактних угод.

Визначальна організаційна перевага м-кодів-структур - виділення як самостійного стратегічного рівня управління, роздільне ухвалення стратегічних і оперативних рішень. Реалізація цього вимагає наявності особливого вищого менеджменту. По-перше, він має бути наділений достатніми повноваженнями для вироблення і прийняття адекватних інтересам корпорації в цілому стратегічних рішень. Для цього не лише потрібні висококваліфіковані фахівці і „генеральний штаб” компанії (експерти, консультанти, помічники-економісти, фінансисти, юристи), вище керівництво повинне мати у своєму розпорядженні стратегічні ресурси. Єдиним їх джерелом залишається поточна господарська діяльність вхідних в м-код-структуру організацій. Тому, по-друге, вище керівництво повинне мати можливість постійного контролю ефективності

діяльності структурних елементів компанії. Зрозуміло, що такий контроль повинен мати ринковий характер і надає стимулюючу дію на функціонування структурних підрозділів.

Якщо ж поглянути на даний процес „знизу”, то слід визнати не лише факт глибокої декомпозиції корпорації і надання складовим організації широкої оперативної самостійності. Відбувається ототожнення виділених підрозділів (господарських операцій) усередині корпорації. Це дозволяє створити оригінальні напівавтономні системи, що грають специфічні ролі у корпоративному „спектаклі”, - центри прибутку, відповідальності, інновацій та ін.

З функціональної точки зору вищесказане означає подолання змішання процесів координації і реалізації стратегії, характерного для унітарних і холдингових організацій. У м-кодї-структурі координаційні аспекти менеджменту передаються виключно підрозділам і закріплюються за ними, стратегія стає прерогативою і часткою вищого керівництва компанії.

Звичайно, стратегія у таких умовах виступає як специфічна діяльність, у відомому сенсі „піднята над” підрозділами. Але реалізація стратегії неможлива без її „розпису” між підлеглими структурами. Стратегічний аспект взаємодії вищого менеджменту і керівництва підрозділів передбачає, перш за все, вирішення проблем внутрішньофірмового розподілу інвестиційних ресурсів. Раціональне розміщення інвестицій дозволяє здолати один з проявів опортунізму холдингів - реінвестування прибутку підрозділами, що генерують його. У м-кодї-структурі стратегічні ресурси стають об’єктом інвестиційної конкуренції підрозділів. Тим самим м-код-структура організаційно з’являється як мікроринок капіталу, одночасно створюючи економічно обґрунтовані умови для розподілу ресурсів і здійснення моніторингу діяльності підрозділів. Концентрація фінансових коштів диверсифікованих підрозділів вищим керівництвом доповнюється ринковим



характером їх вкладень в економічно ефективні стратегічні проекти.

Таким чином, організації, побудовані за типом м-коду-структури, зберігають позитивні якості дивізіональній департаментизації і доповнюють їх механізмами внутрішньофірмового контролю і розподілу ресурсів, вироблення і реалізації адекватної корпоративної стратегії, що ефективно діють.

Класичним прикладом корпорації, організованої за типом м-коду-структури однієї з перших (кінець 20-х років), є одна з найбільших у світі індустріальних транснаціональних корпорацій - компанія Дюпон (Du Pont). Заснована у 1802 році, вона займає у сучасному світі лідируюче положення на ринку високотехнологічної продукції: серед стратегічних напрямів діяльності нафта і хімікати, полімери і волокна, агрохімія і фармацевтика. Сьогодні у компанії зайнято більше 100 тисяч чоловік, річні доходи складають 44 млрд. доларів. Вона володіє величезним інноваційним потенціалом винаходів, виробництва і впровадження прогресивних технологій і матеріалів. Щорічні інвестиції у наукові розробки перевищують 1 млрд. доларів. Відмінними рисами менеджменту є уміння працювати у команді і корпоративний дух. Ніхто не вказує менеджерам, як і що робити для досягнення наміченої мети, - вони діють так, як вважають потрібними через свій професіоналізм, досвід і теоретичні знання.

Аналіз потенціалу м-коду-структури, кінець кінцем, повинен завершитися відповіддю на питання: чи вдалося даній організаційній формі ліквідувати опортунізм колишніх типів структур? Безумовно, організаційне реформування зняло гостроту проблеми. Менеджмент став досить вільний у вирішенні стратегічних питань. Зрозуміле корисливе тяжіння власників до фінансових і інших рішень, що ведуть до зростання поточної прибутковості і підвищення ринкової ціни акцій, у відомому сенсі поступається стратегічній орієнтації менеджменту, націленій на загальноорганізаційні інтереси. Крім того, відділення функцій координації і оперативно-господарського розпорядження від стратегічного менеджменту

обмежує можливості вищих керівників з лобіювання інтересів структурних підрозділів.

Сказане, на жаль, не означає і не гарантує подолання опортунізму взагалі. Контрактне оформлення стосунків акціонерів і менеджменту не виключає переслідування особистих інтересів керівниками замість того, щоб бути відповідальними агентами власників. Роль вищих керівників в здійсненні корпоративного управління може бути помітнішою, ніж це передбачається контрактами. Реальний керівник підприємства завжди володіє більшою інформацією про дійсний достаток організації, ніж власник, що здійснює контроль за ним. Недбале виконання своїх обов'язків, переслідування відмінних від загальнокорпоративних цілей, ведення операцій із зацікавленими суб'єктами - все це прояви дискреційної (самостійної) поведінки керівників великих фірм.

М-код-структура означає обмеження дискреційного управління, бо з-під впливу вищого керівництва виводяться питання поточної оперативно-господарської діяльності і прибутковості структурних підрозділів. Проте цей факт можна розглядати і як „роздвоєння” опортунізму менеджменту. Внутрішній ринок капіталів м-коду-структури також робить вплив на свободу прийняття менеджерами рішень, запобігаючи зацікавленому розміщенню ними капіталовкладень.

Проте в принципі організаційна форма м-коду-структури не дозволяє ліквідувати основи опортунізму: переваги власників і менеджерів не досягають повної гармонії і залишаються джерелом протиріч. Єдина гарантія від опортунізму - професіоналізм менеджерів, їх уміння працювати з акціонерами.

Розглянута класифікація організаційних форм бізнесу (У-, Х- і м-коди-структури) - це ще не крапка у їх науковому дослідженні. Обидва варіанти (неокласичний і на основі теорії трансакційних витрат) у деякій мірі єдині – вони реалізують вертикальну побудову організації. У даний час поширеним

способом впорядкування елементів організації виступає відмова від вертикальних і перехід до плоских структур.

### **3.3 РІЗНІ РІВНІ СКЛАДНОСТІ КОРПОРАТИВНИХ СТРУКТУР І ПРИЙНЯТТЯ ГОСПОДАРСЬКИХ РІШЕНЬ**

---

Для оцінки ефективності організації бізнес-системи необхідно провести аналіз функціонування структури і її кінцевих результатів. Найбільш показовим буде аналіз первинних кількісних характеристик організаційної структури і визначення деяких кількісних оцінок.

До первинних кількісних показників організаційної структури відносять:

1. Загальна кількість рівнів управління;
2. Кількість рівнів управління різних підрозділів організації, різниця між максимальною і мінімальною кількістю рівнів управління, середня по підрозділах кількість рівнів управління;
3. Існуюча середня норма керованості;
4. Кількість підрозділів із вказівкою їх територіальної розпорощеності;
5. Чисельність працівників управління та інші.

Наприклад, прийнята на підприємстві лінійно-функціональна структура управління є достатньо раціональною і адаптованою під комерційні підприємства, проте вимагає деякої реорганізації. Проблемним є перший рівень структури, оскільки на ньому найчастіше завищена норма керованості її підлеглих у першого керівника замість передбачуваних від 5 до 7 чоловік. Цей факт впливає на роботу - всієї бізнес-системи в цілому. Управлінець вищого рівня не має можливості достатньо повно організувати і контролювати діяльність всіх своїх заступників, своєчасно реагувати на зміни, ухвалювати адекватні рішення, володіти ситуацією в цілому і ставити чіткі завдання підлеглим. При цьому коло обов'язків між заступниками директора і їх службами не має

чіткого розподілу, як наслідок, недостатньо висока відповідальність за виконання або невиконання функцій. Структура підприємства дуже велика по горизонталі, проте має потенціал для збільшення по вертикалі. Процес ухвалення адміністративних рішень дуже тривалий.

Загальні висновки з проведеного аналізу такі: необхідно зменшити кількість перших заступників директора і об'єднати служби раніше керовані ними, можливо збільшити кількість менеджерів третього рівня при розділі організованих служб на відділи, як наслідок наблизити до норми кількісний коефіцієнт централізації у всіх службах і забезпечити оптимальну норму керованості на всіх рівнях бізнес-системи.

Ухвалення рішень, як і комунікації, що розглядаються, є важливою часткою управлінської діяльності. *Рішення* - це результат управлінської праці. Роль управлінського рішення полягає у тому, що воно дає поштовх певним діям виконавців з виконання волі керівника.

***Управлінське рішення – це управлінський акт, що викладений в усній або письмовій формі, відображає волю суб'єкта управління вирішити ту або іншу проблему за допомогою дії на об'єкт управління.***

Вказана дія здійснюється зазвичай через підлеглих суб'єктові управління (тобто керівникові) виконавців.

*Ухвалення рішення* – це усвідомлений вибір з наявних варіантів або альтернатив напрямів дій, свого роду якісний стрибок від теперішнього положення до бажаного стану компанії. Це складний, багатоаспектний процес, проте в ньому завжди присутні проблеми, цілі, альтернативи і рішення як вибір альтернативи.

Класифікація управлінських рішень залежно від різних ознак представлена в таблиці 3.7.

Розробка і ухвалення управлінських рішень ініціюються виникненням проблеми, що розуміється як невідповідність реального і бажаного станів системи.

Таблиця 3.7

### Класифікація управлінських рішень

| Ознака               | Види рішень             | Характеристика   |
|----------------------|-------------------------|--|
| Ступінь формалізації | Запрограмовані          | Модель (алгоритм) ухвалення рішень відпрацьований. Використовується у типових, простих ситуаціях   |
|                      | Незапрограмовані        | Нестандартні рішення, що приймаються у нетипових ситуаціях, що вимагають творчого підходу  |
| За часом дії         | Оперативні (ситуаційні) | Повсякденно ухвалювані рішення відповідно до ситуації, що складається. Носять швидкоплинний характер і зазвичай запрограмовані             |
|                      | Тактичні                | Рішення, пов'язані з середньостроковими проблемами, підлягають виконанню протягом певного планового періоду                                |
|                      | Стратегічні             | Вирішення глобального характеру, пов'язані з вирішеннями великих проблем і протягом довгого часу. Це, як правило, незапрограмовані рішення |
| За масштабністю      | Мікроекономічні         | Рішення в рамках корпорації, відносно невеликих територіальних утворень  |

Продовження таблиці 3.7

| Ознака                               | Види рішень     | Характеристика  |
|--------------------------------------|-----------------|---|
|                                      | Макроекономічні | Рішення, що поширюються на економіку вцілому, на крупні галузі і регіони  |
| За числом осіб, що ухвалюють рішення | Індивідуальні   | Приймаються особисто керівником, відповідальною особою (хоча в підготовці рішення могли брати участь і інші люди). Характерні гнучкістю, високим рівнем відповідальності, але у той же час і небезпекою суб'єктивізму |
|                                      | Колегіальні     | Приймаються вузькою групою осіб, що входять в орган управління (ради, дирекції, комітети, президії тощо)  |
|                                      | Колективні      | Приймаються всім колективом або значним його представництвом (збори акціонерів, конференції, мітинги тощо)  |
| За ступенем опрацьованості           | Інтуїтивні      | Прийняті не в результаті зіставлення варіантів, розрахунків, а „шостим відчуттям”   |
|                                      | Свідомовобрані  | Прийняті, на відміну від інтуїтивних, на базі попереднього аналізу, розрахунків тощо  |

**Найбільш типовими проблемами** стосовно господарюючих суб'єктів є:

- різка зміна зовнішнього середовища (економічного законодавства, соціально-економічної, екологічної, ринкової ситуації, стихійні лиха і тому подібне);

- показники роботи компанії не відповідають нормам, стандартам, законам;

- з'явилися принципово нові можливості (за рахунок нових технологій і тому подібне) значно поліпшити стан об'єкту.

Раціональне вирішення проблем можливе тільки на **науковій основі**, яка включає:

- спостереження, збір, систематизацію інформації;

- формулювання гіпотези (припущення) про наявність проблеми;

- виявлення взаємозв'язку даної проблеми із зовнішнім оточенням і внутрішніми чинниками самої компанії;

- проведення економічного аналізу;

- використання методів математичного моделювання;

- визначення можливих підходів до вирішення проблеми.

Ухвалення управлінського рішення – це складний, багатоступінчастий процес, який складається з **трьох основних стадій**: усвідомлення проблеми, розробки вирішення проблеми і управління виконанням вирішеного.

### **1. Усвідомлення проблеми**

Однією з головних умов ухвалення кваліфікованого і ефективного управлінського рішення є своєчасність виявлення проблеми, усвідомлення її важливості і ступені невідкладності рішення.

На першому етапі, крім того, необхідно здійснити діагностику проблеми, тобто встановити її природу, зв'язок з іншими проблемами, масштаб небезпеки її ігнорування. Тут багато що залежить від повноти і якості початкової інформації. Дуже важливо, щоб інформація була релевантною, тобто найбезпосереднішим чином відносилася до досліджуваної проблеми.

На цьому ж етапі визначають критерії, цілі і завдання майбутнього успішного вирішення проблеми. При цьому враховуються і різні об'єктивні обмежувальні умови, серед яких можуть бути обмеження макро- і мікроекономічного характеру. Макроекономічні обмеження – це чинники міжнародних економічних стосунків, положення Конституції, основних законів країни. Мікроекономічні обмеження в основному стосуються матеріальних, трудових, фінансових, інформаційних, природних і тимчасових ресурсів компаній, умов укладених договорів, ринкової кон'юнктури, технічних можливостей.

Вказані обмеження вимагають, щоб особи, що ухвалюють рішення, діяли суворо в рамках наданих їм прав і повноважень, тобто пошук ними варіантів рішення повинен здійснюватися тільки у межах області припустимих рішень. Недотримання обмежень веде до неефективних, помилкових, а інколи і незаконних управлінських рішень.

## **2. Розробка управлінського рішення**

Даний етап складається з розробки, оцінки і вибору альтернатив. Це – самий творчий етап у процедурі вироблення і ухвалення управлінських рішень.

Після визначення чинників, що обмежують рішення, менеджер може починати роботу з пошуку можливих варіантів вирішення проблеми. Тут необхідно враховувати наступне. У поле зору фахівців може потрапити дуже велике число варіантів можливого вирішення проблеми, проте пошук і аналіз багатьох варіантів вимагає значних витрат часу і грошових коштів, що само по собі може негативно позначитися на ефективності даного етапу. Тому на практиці обмежуються 3–5 прийнятними варіантами, що істотно відрізняються один від одного.

Далі відібрані альтернативи зіставляються один з одним за порівняльними показниками: обсяг ресурсів, що витрачаються, термін реалізації, очікувані наслідки та ін. Природно, що цьому передуює всібічна оцінка кожної із запропонованих альтернатив. Вершиною у процесі ухвалення управлінського рішення є вибір



альтернативи. Зазвичай, менеджери здійснюють вказаний вибір на підставі свого минулого досвіду, на результатах проведеного експерименту або досліджень.

Використання досвіду є підходом, що найбільш вживається у виборі альтернативи. Дійсно, досвід виробляє у керівника навички ухвалення правильних рішень. Але треба мати на увазі, що орієнтація тільки на досвід може бути небезпечною. Річ у тому, що особистий досвід конкретного керівника сам по собі відносний, тобто справедливий лише до визначених, пережитих цим керівником ситуацій, і може не вписуватися в іншу конкретну ситуацію. Крім того, правильне управлінське рішення повинне орієнтуватися на майбутнє, колишній досвід „дивиться” у минуле. Очевидно, що колишній досвід доцільно доповнювати іншими інтелектуальними ресурсами.

Одним з таких ресурсів є експеримент. Експеримент заснований на тому, що одна або декілька альтернатив випробовуються на практиці з метою отримати результати дії різних варіантів. Експериментальний підхід з наукової точки зору є найбільш обґрунтованим, проте і найдорожчим. У той же час у ряді випадків без експерименту обійтися не можна (наприклад, вирішення про серійне виробництво даної марки гербіцидів не може бути прийнято без виробництва і випробувань його зразків).

Найбільш ефективним є метод відбору альтернатив у результаті досліджень (зокрема, розробки і програвання різних моделей рішень: дослідження операцій, теорія ігор, управління запасами, лінійне програмування і так далі).

### **3. Виконання рішення**

Третій, завершальний етап процесу вироблення управлінського рішення починається з доведення вирішеного до всіх виконавців (як правило, за допомогою наказу, приписуючого виконання даного рішення).

Далі необхідно організувати виконання рішення, що передбачає координацію зусиль багатьох людей. Для цього

зазвичай розробляється план заходів щодо реалізації рішення, розподіляються права і відповідальність серед учасників, формується комунікаційна мережа для обміну інформацією, регулюються стосунки між учасниками.

Важливим пунктом даного етапу виявляється налагодження зворотного зв'язку для отримання інформації про хід виконання управлінського рішення і необхідне коригування дій. Наявність зворотного зв'язку важлива і з психологічної точки зору, оскільки демонструє підпорядкованим інтерес керівника до їх роботи.

Задля справедливості слід зауважити, що представлений вище лад ухвалення управлінського рішення показаний як раціональний (можна сказати, „ідеальний”) процес. На практиці досягнення такого ідеалу зазвичай ускладнене багатьма причинами, серед яких найбільш типовими є:

- менеджери „не в курсі”, що проблема взагалі існує (вони або дуже зайняті, або проблема добре прихована);
- неолік часу або інформації для ухвалення кращого рішення;
- організаційні або технічні перешкоди для вирішення проблеми;
- відсутність дієвого контролю за виконанням вирішеного.

### **3.4 ПРОЕКТУВАННЯ КОРПОРАТИВНИХ СТРУКТУР**

---

Формування стратегії корпорації та основних її національних рис і пропозиції щодо раціональної структури управління аграрною корпорацією, розробка та застосування кодексу корпоративного управління конкретної корпоративної структури мають за необхідне підкріплюватися розрахунками щодо внутрішнього збалансування підрозділів II і III сфер АПК та оптимізації організаційної структури корпорації.

Тому доцільно використовувати комп'ютерні програми (в основному у середовищі Excel), за допомогою якої можна

оперативно визначити зміну ціни на кінцевий продукт при зміні ціни на матеріально-технічні ресурси, напівфабрикати, сировину, вартість робочої сили, зміну податкової політики держави, спрацюванні ефекту масштабу тощо. Програми можуть також оперативіно модифікуватися в залежності від параметрів, що задаються (наприклад, зміни в методиках розрахунку собівартості проміжної та кінцевої продукції, виборі іншого методу нарахування амортизації тощо). Аналіз міжгалузевих балансів за видами продукції, що мають найбільшу питому вагу проводиться у структурі товарної продукції.

Для підвищення ефективності роботи аграрних корпорацій у сферу їх інтересів є доцільним включати ефективне співіснування, взаємодоповнення і отримання синергічного ефекту не тільки від II і III сфер АПК, а і від I і IV його сфер (рис. 3.11).

**I сфера АПК** – виробництво засобів виробництва:

1) хімічні засоби:

- налагодження зв'язків з виробниками засобів захисту рослин та тварин, добрив, інших хімічних засобів, що використовуються в сільському господарстві (а в перспективі – і в I, III, IV сферах АПК, домогосподарствах), що гарантують через довготривалі договори та великооптові закупки значні преференції та роблять можливим підвищення конкурентоспроможності виробленої продукції та можливості реалізації хімічних засобів дрібнооптовими партіями, в роздріб;

- укладання договорів франшизи, утворення спільних підконтрольних підприємств, купівля (будівництво) при можливості самих виробників та/або їх мережі оптової та роздрібною торгівлі, торгових марок з метою фасування, нескладного виробництва та торгівлі хімічними засобами, у першу чергу, в стратегічних зонах господарювання та на прилеглих до територій господарювання ареалах;



Рис. 3.11. Інтеграція сфер АПК у рамках аграрної корпорації

- налагодження постійних зв'язків зі світовими лідерами з розробки та виробництва хімічних засобів з метою набуття

виключних регіональних та загальнодержавних дистрибутивних контрактів.

2) технічні засоби:

- встановлення довготривалих зв'язків з виробниками сучасної технічної продукції для аграрного сектору економіки з метою постійного планового відновлення техніки у об'єктах всіх сфер АПК аграрної корпорації, що дає можливість роботи тільки з використанням оптимального співвідношення ціна/ресурсоемність/продуктивність; отримання додаткового доходу від торгівлі застарілою технікою та реалізації дистрибутивних інтересів виробників технічних засобів;

- укладання договорів франшизи, утворення спільних підконтрольних підприємств, купівля (будівництво) при можливості самих виробників та їх мережі торгівлі, торгових марок з метою торгівлі запчастинами, ремонту, технічному обслуговуванню сервісу, збірки, виробництва та торгівлі технічними засобами;

- укладання договорів франшизи, утворення спільних підконтрольних підприємств, купівля (будівництво) при можливості самих виробників технічних засобів.

3) насіння і посадковий матеріал:

- виробництво, дрібнооптова купівля, у т.ч. у населення, обробка, фасування, ідентифікація, торгівля насінням і посадковим матеріалом.

4) виробництво біопалива та електроенергії з альтернативних джерел.

5) виробництво будівельних матеріалів тощо.

**II сфера АПК – сільське господарство:**

- рослинництво:

- вирощування продовольчих культур, у т.ч. за технологією органічного, екологічного землеробства;

- вирощування кормових культур;

- вирощування лікарських культур;

- вирощування декоративних культур;

- вирощування непродовольчих технічних культур (медоносних, для виробництва біопалива, фармакології, косметології тощо);
- виробництво культур на насіння;
- тваринництво:
- виробництво продукції тваринництва, у т.ч. за технологією органічного, екологічного тваринництва;
- племінна справа;
- агроландшафтне облаштування сільськогосподарських територій (робота щодо утримання лісосмуг, лісів, схилкових земель, ярів, осушення, зрошення тощо).
- агротуризм (зелений туризм) як вид диверсифікації сільськогосподарського виробництва аграрного сектору економіки.

**III сфера АПК** – зберігання, транспортування, переробка, торгівля:

- зберігання продукції, у т.ч. у вигляді послуг;
- транспортування будь-якої дозволеної продукції у будь-яких межах, у т.ч. у вигляді послуг;
- переробка молока, м'яса, зерна, соняшника, яєць тощо, в т.ч. на давальницькій основі;
- фасування продуктів переробки молока, м'яса, зерна, соняшника, яєць тощо, у т.ч. у вигляді послуг;
- реклама власної продукції, особливо екологічної та продуктів переробки, реклама неконкуруючих товарів інших виробників на транспорті, будівлях, спецодязі, продукції тощо;
- утримання торговельних баз, у т.ч. за рядом позицій асортименту орієнтованих на експорт;

7) торгівля в роздріб, у т.ч. через систему фірмової торгівлі (продовольчі та супутні товари, зоомагазини) та супермаркети (власні та орендовані площі) тощо.

**IV сфера АПК** – невиробнича інфраструктура:

- 1) готельний бізнес (в ареалах розташування відділень корпорації);
- підвищення кваліфікації та перекваліфікація кадрів;
- розвиток системи побутового обслуговування;

4) організація діяльності сільських фельдшерсько-акушерських пунктів;

- організація діяльності закладів освіти, культури, спорту;
- організація діяльності об'єктів ЖКГ – газо-, водо-, теплопостачання за енергозберігаючими технологіями; транспортна і дорожня інфраструктура;

7) технології:

- впровадження потужної системи мотивації за раціональні пропозиції;

- реалізація системи протиерозійних заходів:

- купівля ноу-хау;

- встановлення грантів за розробку ноу-хау в агробізнесі;

- утворення альянсів з консалтинговими агентствами з агробізнесу (дослідження ринку);

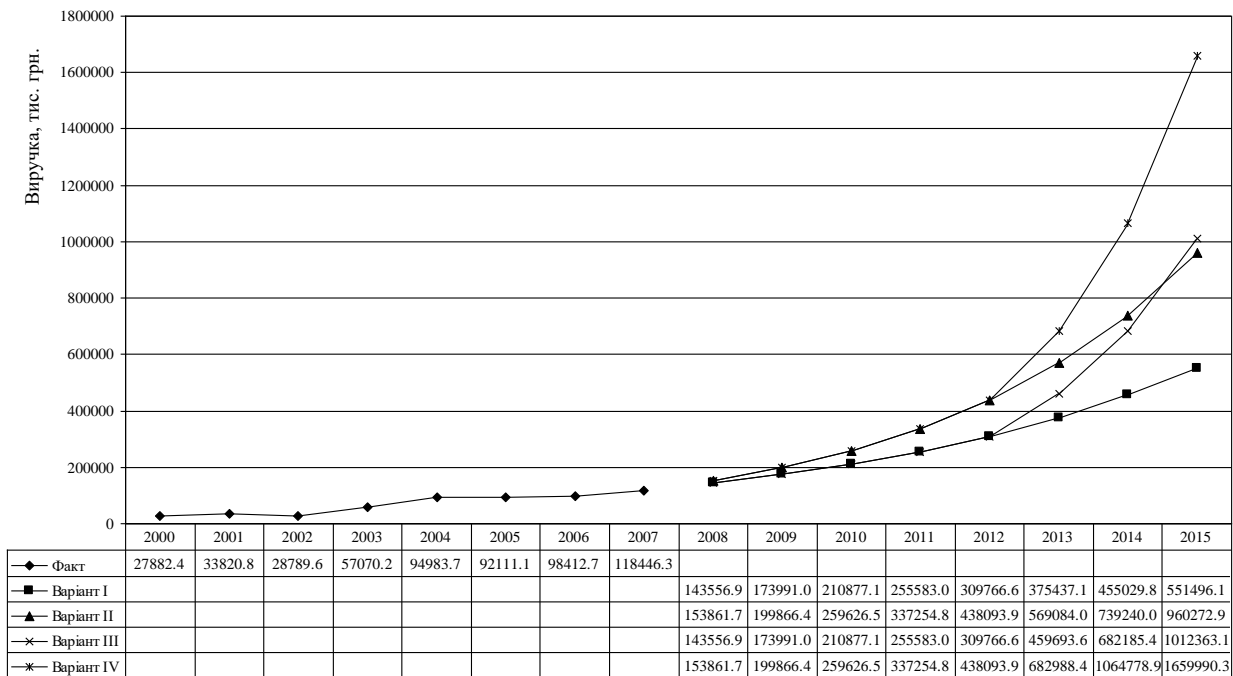
- розробка технологій, їх купівля, робота з лідерами з виробництва і розповсюдження провідних технологій їх провайдером.

8) організація власної мережі громадського харчування тощо.

Наведено чотирьохваріантний прогноз динаміки виручки через реалізацію окресленої схеми поєднання об'єктів сфер АПК у Групі компаній „Агро-Агротон” на період до 2015 р. (рис. 3.12). Для дослідження взято фактичні дані розвитку Групи за 2000-2007 рр.

Незважаючи на велику амплітуду коливання значення валового доходу (виручки від реалізації продукції, робіт, послуг) з року заснування Групи, можна відмітити відносну стабільність вартісних та натуральних показників економічного розвитку протягом інтервалів у 3-4 роки. Це пов'язано з динамічним, в основному, на екстенсивно-інтенсивній основі розвитком підприємства (за рахунок приєднання нових господарств).

Якщо абстрагуватися від постійного нагромадження земельних і майнових ресурсів Групою (зокрема пов'язаних зі спекулятивним інтересом на ринку землі) і прийняти за основу усереднений потенціал Групи станом на 2005-2007 рр., то середній ланцюговий темп приросту виручки складає 8,06%, що за цінової стабільності гарантуватиме до 2015 р. отримання 85,9% приросту доходу.



Роки

**Рис. 3.12. Прогнозування валового доходу від реалізації продукції Групи компаній „Агро-Агротон”**



З урахуванням прогнозованого росту цін на аграрну продукцію на рівні середнього рівня за 2005-2007 рр. за Групою компаній „Агро-Агротон” 13,4% на рік, можна очікувати зростання цін до 2015 р., у т.ч. з урахуванням загальносвітових тенденцій росту цін на продовольство в Україні як членові СОТ - на 166,6%. Можна стверджувати, що за наступні 8 років виручка на підприємстві зросте на 365,6% (щорічний ланцюговий темп приросту  $8,06\% + 13,4\% = 21,1\%$ ), і складатиме 551496,1 тис. грн. (дивідендний фонд – 2,1%, фонд накопичення – 2,3%, на розвиток об’єктів IV сфери АПК – 0,18% від валового доходу, що є на рівні факту за 2007 р.).

Однак, враховуючи можливості використання екстенсивного фактору (щорічне нарощування площ сільськогосподарських угідь за останні 3 роки становить 7,6%), при існуючій продуктивності земель можливим є щорічний темп приросту доходу 15,66% (з урахуванням росту цін –  $28,7\% = 7,6\% + 8,06\% + 13,04\%$ ). Тоді за 8 років з урахуванням росту цін дохід збільшиться на 710,7% від рівня 2007 р. (розподіл валового доходу ідентичний I варіантові).

Третім напрямком нарощування виручки, окрім вищевказаних, слід вважати розвиток об’єктів I і IV сфер АПК у аграрній корпорації та удосконалення, у т.ч. за рахунок диверсифікації, об’єктів II і III сфер АПК в них. За нашими підрахунками розвиток об’єктів I сфери АПК в Групі протягом перших 5 років дозволить економити до 5,8% операційних витрат, а згодом щорічно - підвищувати виручку на 10,3%, а прибуток – на 15,4%. За рахунок диверсифікації об’єктів II сфери АПК обсяги виробництва тут можна підвищувати до рівня використання потенціалу земельних угідь, сільськогосподарських культур та сільськогосподарських тварин, переробних потужностей Групи, росту купівельної спроможності та агресивнішою політикою Групи з відношення до конкурентів на 7,6% щорічно, а прибутку - на 19,7%. До 9,4% приросту виручки та до 14,8% прибутку може забезпечувати і

розвиток об'єктів III сфери АПК. Розвиток об'єктів IV сфери АПК дозволяє впевнено відчувати себе працівникам господарства, стимулює високопродуктивну працю та процеси якісного формування і відновлення робочої сили. Темп приросту виручки 35,36% (з урахуванням росту цін – 48,4% = 13,04 + 10,3 + 7,6% + 9,4% + 8,06%). На 2015 р. – дивідендний фонд – 2,1%, фонд накопичення – 4,4%, фінансування на розвиток об'єктів IV сфери АПК – 1,5% від валового доходу.

У подальшому можливим є підвищення питомої ваги фонду накопичення та на розвиток об'єктів III сфери АПК.

Четвертим варіантом є поєднання II і III варіантів. Темп приросту виручки – 42,86% (з урахуванням росту цін – 55,9% = 13,04% + 10,3% + 7,6% + 9,4% + 8,06% + 7,6%). За 2015 р. – дивідендний фонд – 2,1%, фонд накопичення – 4,4%, на розвиток об'єктів IV сфери АПК – 1,5% від валового доходу. У подальшому можливим є зменшення питомої ваги всіх фондів.

Порівнюючи факт за 2007-2015 рр. з прогнозними варіантами, слід зазначити, що темп приросту валового доходу від реалізації продукції Групи компаній „Агро-Агротон” становить за I варіантом 365,6%, за II варіантом – на 345,1% більше (710,7%), за III варіантом – ще на 44,0% більше (754,7%), за IV варіантом ще на 546,8% більше (1301,5%).

За запропонованими варіантами прогнозу валового доходу Групи компаній „Агро-Агротон” нами розрахована його структура за питомою вагою, прибутком, податками, операційними та іншими витратами (рис. 3.13-3.16).

Встановлено, що за всіма варіантами спостерігається збільшення абсолютного вартісного значення всіх показників, однак у четвертому варіанті дані значення максимальні. До того ж спостерігається надто різна структура валового доходу, що у кінцевому рахунку позначається і на ефективності вкладення капіталу (так, відношення чистого прибутку до валового доходу в 2007 р. – 4,6%; в 2015 р. – 4,6%; 4,6; 8,0; 8,0% за варіантами. Тобто найефективнішим є варіант III. Слід також зазначити, що

спостерігається різна спрямованість операційних витрат і чистого прибутку (табл. 3.8). Це пояснюється в основному впливом екстенсивних та/або інтенсивних факторів на темпи приросту валового доходу.

Таблиця 3.8

**Прогноз розподілу чистого прибутку та операційних витрат в аграрній корпорації, %**

| Елементи розподілу                  | 2007 р.<br>факт | Варіанти прогнозу (2015 р.) |       |       |       |
|-------------------------------------|-----------------|-----------------------------|-------|-------|-------|
|                                     |                 | I                           | II    | III   | IV    |
| Чистий прибуток                     | 100,0           | 100,0                       | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| у т.ч.: - дивідендний фонд          | 45,8            | 45,8                        | 45,8  | 26,4  | 26,4  |
| - фонд накопичення                  | 50,2            | 50,2                        | 50,2  | 54,9  | 54,9  |
| - на розвиток об'єктів IV сфери АПК | 4,0             | 4,0                         | 4,0   | 18,7  | 18,7  |
| Операційні витрати                  | 100,0           | 100,0                       | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| у т. ч. на розвиток об'єктів:       |                 |                             |       |       |       |
| - I сфери АПК                       | -               | -                           | -     | 12,0  | 8,4   |
| - II сфери АПК                      | 46,0            | 44,3                        | 46,0  | 38,9  | 42,2  |
| - III сфери АПК                     | 54,0            | 55,7                        | 54,0  | 49,1  | 49,4  |

З даними табл. 3.13 сучасний розподіл чистого прибутку на дивідендний фонд, фонд накопичення та розвиток об'єктів IV сфери АПК складає 45,8%; 50,2; 4,0% відповідно, а операційні витрати і на розвиток об'єктів II сфери АПК – 46,0%, на розвиток об'єктів III сфери АПК – 54,0%. За більш оптимальним III варіантом дивідендний фонд складає 26,4%, фонд накопичення – 54,9%, на розвиток об'єктів IV сфери АПК – 18,7% чистого прибутку. За IV варіантом – розподіл чистого прибутку ідентичний, а при розподілі операційних витрат підвищується фінансування II сфери АПК через зростання площі сільгоспугідь (екстенсивний фактор) – рис 3.13-3.16.

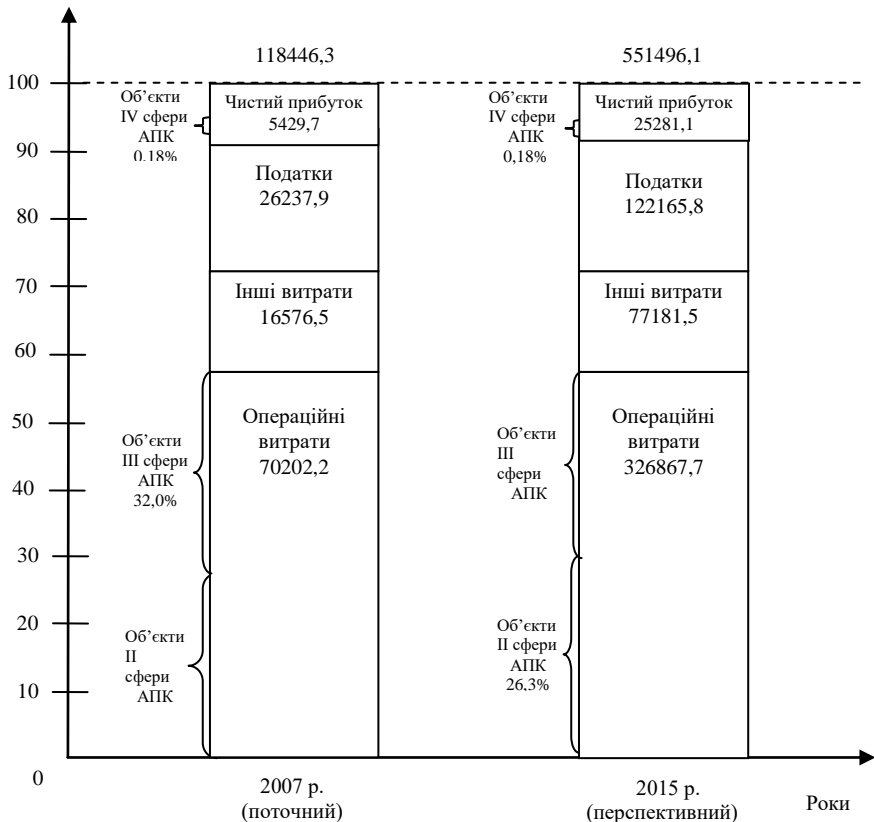


Рис. 3.13. Розподіл валового доходу аграрної корпорації (I варіант), тис. грн.

Розподіл валового доходу аграрної корпорації за I варіантом демонструє дещо більше фінансування об'єктів III сфери АПК, ніж II. Це пов'язано зі стабілізацією площі сільськогосподарських угідь і поглиблення переробки сільськогосподарської продукції та її реалізацію через власну торговельну мережу. Вартісне значення валового доходу за 2007-2015 рр. збільшується за даним варіантом – у 4,7 рази, темп росту обсягів фінансування об'єктів IV сфери АПК – ідентичний.

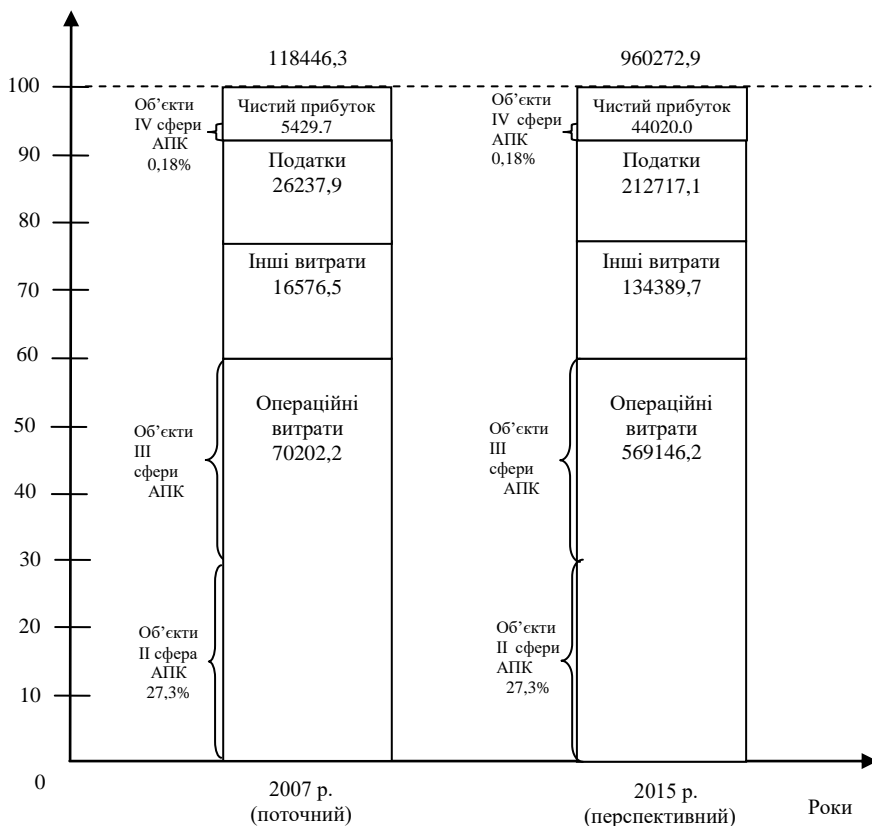


Рис. 3.14. Розподіл валового доходу аграрної корпорації (II варіант), тис. грн.

Розподіл валового доходу аграрної корпорації за II варіантом демонструє лише вартісне його збільшення та всіх структурних елементів пропорційно. Збільшення площі сільськогосподарських угідь утримує пропорції розподілу валового доходу у 2015 р. на рівні базового (2007 р.). Вартісне значення валового доходу за 2007-2015 рр. збільшується за даним варіантом – у 8,1 рази, темп росту обсягів фінансування об'єктів IV сфери АПК – ідентичний.

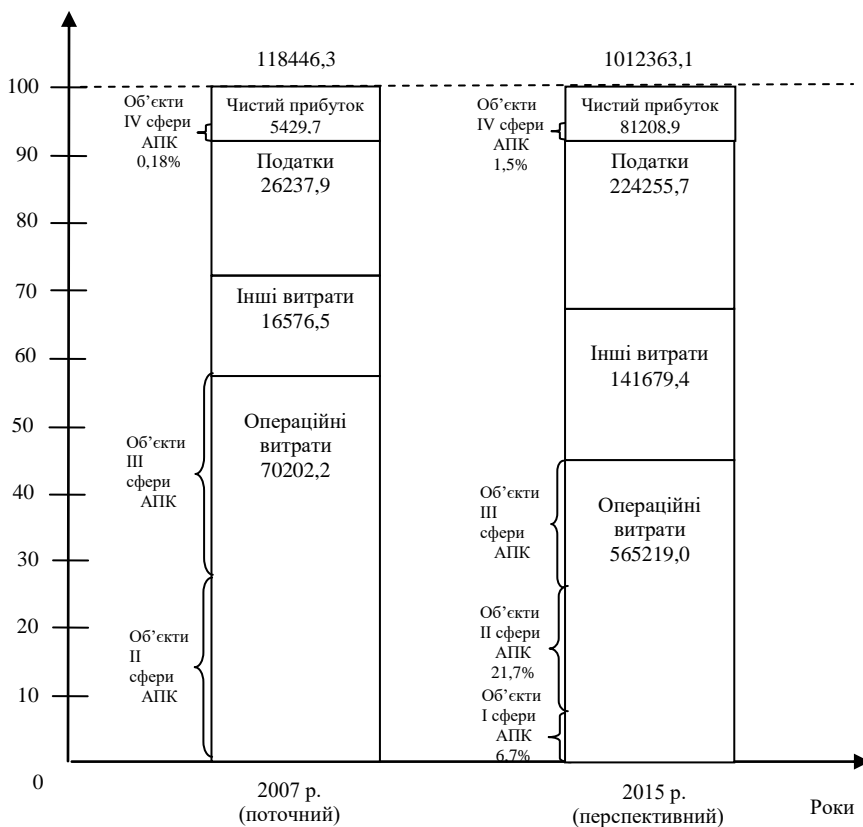


Рис. 3.15. Розподіл валового доходу аграрної корпорації (III варіант), тис. грн.

Розподіл валового доходу аграрної корпорації за III варіантом демонструє початок фінансування об'єктів I сфери АПК – 6,7%. Вартісне значення валового доходу за 2007-2015 рр. збільшується за даним варіантом – у 8,5 рази. Темп росту обсягів фінансування об'єктів IV сфери АПК – у 71,2 рази, хоча при цьому збільшення його питомої ваги у валовому доході – всього на 1,32%.

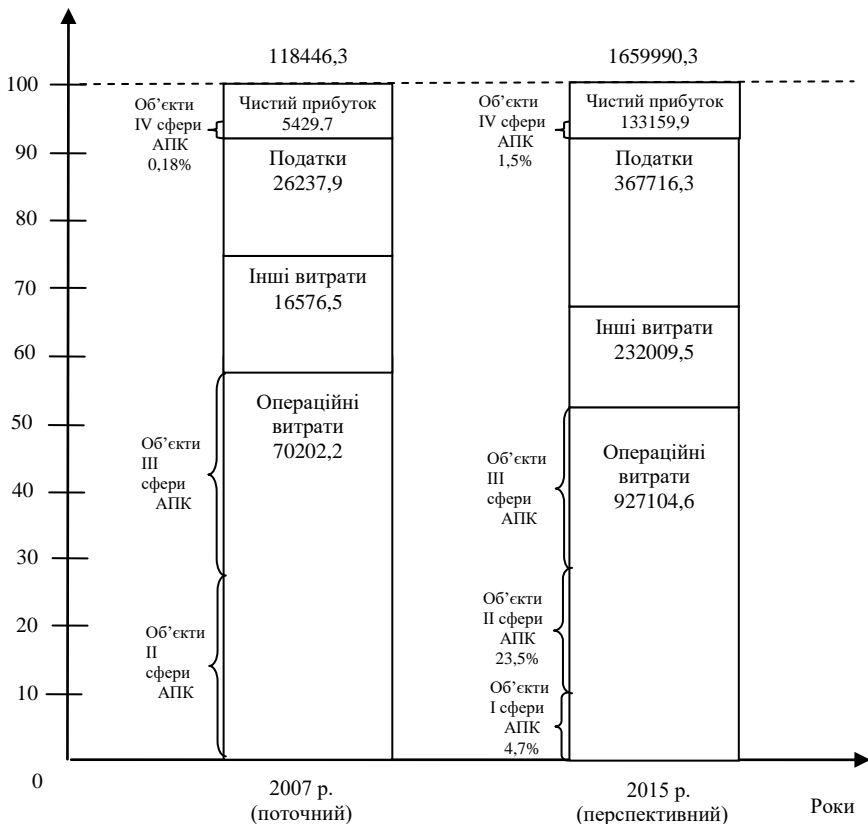


Рис. 3.16. Розподіл валового доходу аграрної корпорації (IV варіант), тис. грн.

Розподіл валового доходу аграрної корпорації за IV варіантом демонструє зменшення фінансування I сфери АПК та збільшення фінансування II сфери АПК через збільшення площі сільськогосподарських угідь. Вартісне значення валового доходу за 2007-2015 рр. збільшується за обсягів фінансування об'єктів IV сфери АПК у 116,8 рази, хоча при цьому збільшення його питомої ваги у валовому доході – всього на 1,32%.

Варіанти III і IV, здатні вивести аграрну корпорацію на вищий щабель у конкурентних відносинах України – члена СОТ.

За даними варіантами максимальна сума коштів концентрується у фонді накопичення і спрямовується на розвиток не тільки об'єктів II і III, але й об'єктів I та IV сфер АПК, що є ознакою соціально-спрямованої, високотехнологічної, орієнтованої на кінцевого споживача аграрної корпорації. Дані варіанти нівелюють нестаток конкурентних переваг даної компанії для роботи на міжнародному ринку, підвищуючи щорічно її капіталізацію. До того ж у вирішенні цього питання, доцільно змінювати організаційно-правову форму ПрАТ на ПАТ. Інвестиції спроможні прискорити приріст валового доходу аграрної корпорації.

Підсумовуючи вищесказане, перспективну модель аграрної корпорації можливо представити наступним чином (рис. 3.17).

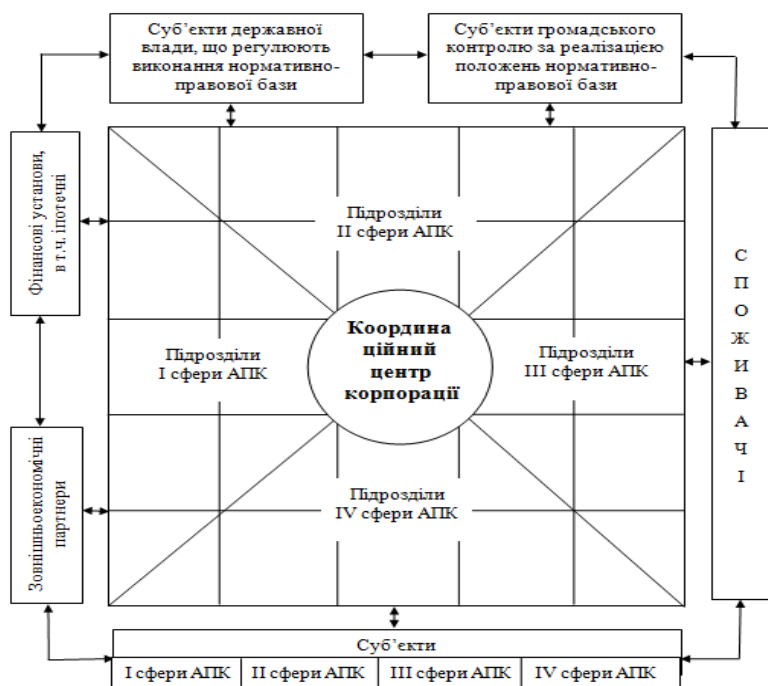


Рис. 3.17. Перспективна модель аграрної корпорації



Задачі суб'єктів державної влади та суб'єктів громадського контролю, зображені на схемі моделі, – у нейтралізації виявлених і систематизованих нами негативних (і стимулюванні позитивних) характеристик аграрних корпорацій. З даними суб'єктами в аграрних корпораціях зв'язки засновані на нормах права.

Координаційні зв'язки спостерігаємо у наукових, консалтингових установах, у навчальних аграрних закладах, в інших суб'єктах невиробничої інфраструктури АПК, фінансових установах, у т.ч. іпотечних, суб'єктах I, II, III сфер АПК, аграрних посередників, зовнішньоекономічних партнерів.

Субординаційні зв'язки – у координаційному центрі з підрозділами I, II, III, IV сфер АПК.

Прямі та зворотні зв'язки аграрна корпорація відповідно формує без посередників зі споживачами.

Диверсифікація діяльності, замкнутий цикл виробництва та соціальна спрямованість даної моделі аграрної корпорації дає підстави стверджувати про можливість отримання вищезазначених позитивних наслідків від її функціонування, та визнати дане функціонування довготривалим, а аграрну корпорацію – конкурентоздатною.

### **Питання для самоконтролю:**

1. Відмінності корпоратизації та кооперації.
2. Особливості управління у найбільших агрохолдингах України.
3. Стосунки керуючих і керованих компаній.
4. Поняття координації та субординації.
5. Відмінність асоціації від корпорації.
6. Основні риси унітарних, холдингових і мультидивізіональних структур сучасних корпорацій.
7. Поточне, тактичне та стратегічне планування та прогнозування розвитку корпоративних структур.

## **Терміни і поняття:**

*1. Агрохолдинг є групою юридичних самостійних компаній, які розвиваються на принципах самодостатності.*

*2. Механізми і методи поглинання сільськогосподарських підприємств можна розділити на 4 групи:*

*1) поглинання зі згоди більшості акціонерів або пайщиків сільськогосподарських формувань;*

*2) поглинання шляхом придбання акцій (паїв) у власників;*

*3) поглинання у ході банкрутства;*

*4) поглинання шляхом придбання акцій на вторинному ринку.*

*3. Під структурою системи стратегічного управління корпорацією розуміється впорядкована сукупність взаємозв'язаних елементів, що знаходяться між собою у стійких стосунках, що забезпечують їх функціонування і розвиток як єдиного цілого.*

*4. Управлінське рішення – це управлінський акт, що викладений в усній або письмовій формі, відображає волю суб'єкта управління вирішити ту або іншу проблему за допомогою дії на об'єкт управління.*

## **ТЕМА 4. ЕФЕКТИВНІСТЬ УПРАВЛІННЯ РОБОТОЮ КОРПОРАТИВНИХ СТРУКТУР**

### **4.1 МАТЕРІАЛЬНО-ТЕХНІЧНІ ТА ФІНАНСОВІ ПОТОКИ В КОРПОРАЦІЯХ**

Від раціональної організації фінансових потоків багато у чому залежить успіх діяльності корпорації. У результаті руху грошових коштів виникають фінанси, тобто фінансові стосунки, грошові фонди, грошові потоки.

Рух грошових коштів характеризується сумою всіх грошових надходжень і платежів корпорації.

*Грошовий потік (cash flow)* – це різниця між усіма надходженнями і виплатами компанії грошових коштів за певний період часу. Природно, що кожна компанія прагне до того, щоб притік коштів у цьому потоці перевищував відтік.

Джерела утворення притоків і відтоків грошових коштів корпорації представлені в табл. 4.1.

*Таблиця 4.1*

#### **Джерела створення і канали розподілу грошових коштів корпорації**

| Вид діяльності     | Притік грошових коштів  | Відтік грошових коштів  |
|--------------------|---|---|
| Основна діяльність | <ul style="list-style-type: none"><li>- виторг від реалізації готової продукції;</li><li>- дохід від продажу матеріальних цінностей;</li><li>- погашення дебіторської заборгованості;</li><li>- аванси покупців</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>- виплати постачальникам;</li><li>- виплати заробітної плати;</li><li>- платежі до бюджету і позабюджетні фонди;</li><li>- оплата відсотків за кредит;</li><li>- погашення кредиторської заборгованості;</li><li>- виплати з фонду споживання</li></ul> |

*Продовження табл.4.1*

| Вид діяльності          | Притік грошових коштів   | Відтік грошових коштів   |
|-------------------------|--|--|
| Фінансова діяльність    | <ul style="list-style-type: none"><li>- короткострокові і довгострокові кредити і займи;</li><li>- надходження від емісії акцій;</li><li>- надходження від продажу векселів;</li><li>- цільове фінансування</li></ul>  | <ul style="list-style-type: none"><li>- погашення кредитів і займів;</li><li>- купівля векселів;</li><li>- сплати дивідендів</li></ul> |
| Інвестиційна діяльність | <ul style="list-style-type: none"><li>- реалізація надлишкових основних фондів, нематеріальних активів, незавершеного будівництва;</li><li>- продаж довгострокових фінансових вкладень;</li><li>- дивіденди, відсотки від довгострокових фінансових вкладень</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>- капітальні вклади у розвиток виробництва;</li><li>- довгострокові фінансові вклади</li></ul>   |

Важливим показником ефективності грошового потоку є тривалість фінансового циклу, визначення якого можна здійснювати згідно схеми на рис. 4.1.

Фінансовий цикл включає технологічну і товарну стадії життєвого циклу продукції плюс різницю між часом обороту дебіторської і часом обороту кредиторської заборгованостей враховуючи, що друга, тобто заборгованість компанії перед постачальниками, компенсує першу (тобто, заборгованість споживачів перед компанією).

У випадку, якщо підприємство отримує аванси (передоплату) величина фінансового циклу коригується на час їх обігу.

Оптимізація фінансового циклу – одне з головних завдань діяльності фінансових служб компанії. Очевидно, що основними шляхами скорочення тривалості фінансового циклу є скорочення тривалості технологічного і товарного етапів, а

також часу обороту дебіторської заборгованості при збільшенні тривалості обороту кредиторської заборгованості.

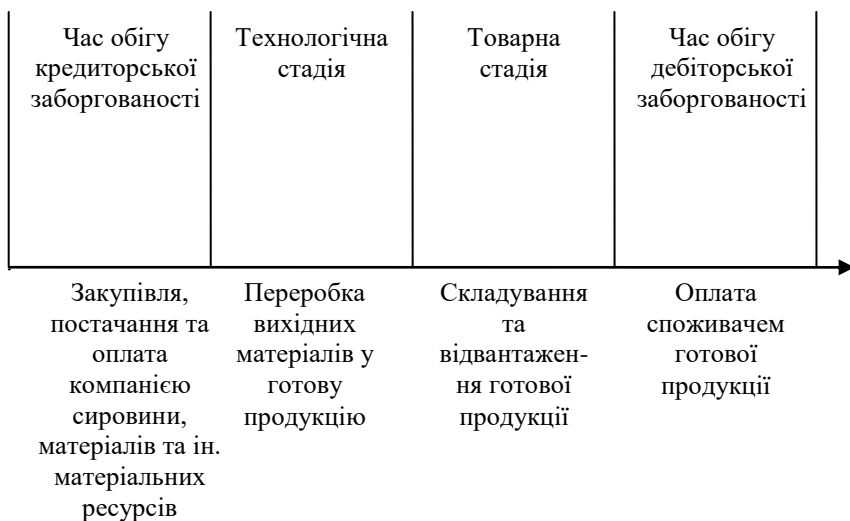


Рис. 4.1. Схема розрахунку фінансового циклу

Потік грошових коштів може розраховуватися двома способами: прямим і непрямим. При **прямому** методі розрахунок потоків здійснюється на базі рахунків бухгалтерського обліку, а при **непрямому** – на основі показників балансу компанії (Ф-1) і звіту про фінансові результати (Ф-2). Прямий метод дає уявлення про притоки і відтоки грошових коштів з усіх напрямів і їх достатності для забезпечення всіх платежів. Непрямий метод показує взаємозв'язок різних видів діяльності компанії, а також вплив на прибуток змін в активах і пасивах корпорації. Основою розрахунку при цьому у разі прямого методу служить **виручка** від реалізації продукції, а у разі непрямиго методу – **прибуток**.

При прямому методі потік грошових коштів розраховується як різниця між притоком коштів з усіх трьох видів діяльності і їх

відтоків. Залишок грошових коштів на початок періоду визначається як їх залишок на початок періоду з поправкою на їх потік за даний період. При непрямому методі використовується перерозподілений прибуток, амортизація і зміна активів і пасивів балансу.

Фінансова звітність (її типові форми) не є комерційною таємницею і є важливим засобом обміну фінансовою інформацією між фірмою та зовнішніми користувачами: потенційними інвесторами, кредиторами, постачальниками, конкурентами. Завдяки запровадженню міжнародних стандартів бухгалтерського обліку показники фінансових звітів стали своєрідною міжнародною фінансовою мовою, що забезпечує спілкування між фірмами різних країн. Інформація, що міститься у фінансовій звітності, необхідна також для прийняття управлінських рішень у межах фірми, особливо при прогнозуванні та плануванні майбутньої діяльності.

Особливо ретельно аналізується фінансова звітність ПАТ. Вони безпосередньо або через фінансових посередників пов'язані з багатьма інвесторами, залучають капітал через первинний фінансовий ринок, а також сприяють функціонуванню вторинного фондового ринку. Саме тому фінансове становище корпорацій відкритого типу цікавить багатьох учасників фінансового ринку, а також державні регулюючі органи, рейтингові агентства, фінансових аналітиків та консультантів. Аналізу фінансових звітів зарубіжних корпорацій обов'язково відведено місце в усіх підручниках і посібниках з фінансового менеджменту.

У цьому розділі увага в основному звертається на вимоги до складання та оприлюднення фінансової звітності корпорацій, що діють в Україні, а також особливостям розрахунку і аналізу фінансових показників. Згідно із Законом України „Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні”, а також стандартами бухгалтерського обліку № 1 „Загальні вимоги до фінансової звітності”, № 2 „Баланс”, № 3 „Звіт про фінансові

результати”, № 4 „Звіт про рух грошових коштів”, № 5 „Звіт про власний капітал”, № 20 „Консолідована фінансова звітність” АТ зобов’язані виконувати такі вимоги:

- на основі даних бухгалтерського обліку скласти фінансову звітність, що включає баланс (форму № 1), звіт про фінансові результати (форма № 2), звіт про рух грошових коштів (форма № 3), звіт про власний капітал (форма № 4) і примітки до звітів;

- АТ, що мають дочірні підприємства, крім звітів про власні господарські операції - скласти консолідовану фінансову звітність;

- ПАТ не пізніше 1 червня наступного за звітним роком має оприлюднювати річну фінансову та консолідовану звітність шляхом публікації у періодичних виданнях або розповсюдження у вигляді окремих друкованих видань.

Форми фінансової звітності № 1-4 складають усі підприємства, а не тільки АТ, і лише окремі статті у них призначені для заповнення виключно АТ. Так, у пасиві балансу за статтею „Додатковий вкладений капітал” АТ зазначають суму, на яку вартість реалізації випущених акцій перевищує їх номінальну вартість, а за статтею „Вилучений капітал” – фактичну собівартість акцій власної емісії (ця сума наводиться в дужках і підлягає вирахуванню при визначенні підсумку власного капіталу). Розділ 3 Звіту про фінансові результати (форма № 2) заповнюють ПАТ, прості акції або потенційні прості акції, яких відкрито продаються та купуються на фондових біржах, і АТ, що в даний момент випускають такі акції. У цьому розділі наводяться дані про середньозважену кількість простих акцій, що перебувають в обігу протягом звітного періоду; вказується середньорічна кількість простих акцій в обігу, скоригована на кількість простих акцій, що можуть бути випущені в обіг згідно з укладеними угодами (опціон, ф’ючерсний контракт тощо); чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію; скоригований чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію; сума дивідендів, що

припадає на одну просту акцію (остання розраховується діленням суми оголошених дивідендів на кількість простих акцій, за якими сплачуються дивіденди). *Чистий прибуток на акцію (ПНА) – Earnings Per Share (EPS)*, який використовується для оцінки минулих результатів діяльності ПАТ, відображає, як ефективно підприємство використовує ресурси, надані власниками простих акцій. У міжнародній практиці, як правило, застосовуються два показники ПНА – базисний і розбавлений. У вітчизняній звітності перший дістав назву „чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію”, а другий – „скоригований чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію”.

*Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію*, обчислюється як відношення чистого прибутку (або збитку) за звітний період до середньозваженої кількості простих акцій, що перебувають у обігу протягом цього періоду. Чисельник дорівнює чистому прибутку (збитку) звітного періоду мінус дивіденди за привілейованими акціями, знаменник розраховується за формулою середньозваженої.

Розглянемо приклад розрахунку середньозваженої кількості простих акцій в обігу. Вихідні дані наведено в табл. 4.2.

*Таблиця 4.2*

**Облік кількості простих акцій в обігу**

| № з/п | Показники   | Кількість простих акцій |
|-------|---|-------------------------|
| 1     | Кількість акцій на початок звітного періоду (на 1 січня звітного року)                        | 500                     |
| 2     | Продаж нових акцій за грошові кошти (31 травня звітного року)                                 | 500                     |
| 3     | Акції в обігу після випуску нових акцій (р. 1 + р. 2)   | 1000                    |
| 4     | Придбання власних акцій за грошові кошти (1 грудня звітного року)                             | 200                     |
| 5     | Кількість акцій в обігу на кінець звітного періоду (на 31 грудня звітного року) (р. 3 – р. 4) | 800                     |



Розрахуємо середньозважену кількість акцій:

$$500 \times 5/12 + 1000 \times 6/12 + 800 \times 1/12 = 775 \text{ акцій,}$$

де 5, 6, 1 – період від дати операції до дати наступної операції, місяців; 12 – звітний рік, місяців.

Обчислюючи ПНА, слід враховувати зміну кількості простих акцій внаслідок сплати останніми дивідендів простими акціями; випуск документу на право придбання простих акцій, призначених для існуючих акціонерів, за ціною, нижчою від справедливої вартості простих акцій; подрібнення акцій; консолідацію акцій. При цьому припускають, що ці обставини виникли на початку звітного періоду. Скоригований ПНА передбачає врахування при його обчисленні наявності у ПАТ потенційних простих акцій.

**Потенційні прості акції** – це цінні папери або контракти, які надають їх власникові право на прості акції у майбутньому. До них належать конвертовані облігації; привілейовані акції, які можуть бути конвертовані у прості; варанти і опціони на акції; акції, які можуть бути придбані за спеціальними програмами для працівників; контракти, за якими учасники матимуть право на отримання простих акцій залежно від виконання вимог, передбачених цими контрактами.

Нині в Україні більшість ПАТ ще не має зазначених фінансових інструментів, але світовий досвід свідчить, що з розвитком фондового ринку вони поширюватимуться. Потенційні прості акції, за якими будуть реалізовані закладені у них права, можуть викликати розпорошення прибутку на одну просту акцію, тобто призвести до зменшення базисного ПНА, розрахованого на основі середньозваженої кількості простих акцій. Потенційні прості акції, що справляють такий вплив ПНА, включаються до обчислення скоригованого ПНА.

У розділі „Рух коштів у результаті фінансової діяльності” звіту про рух грошових коштів (форма № 3) АТ відображають за статтею „Сплачені дивіденди” суму дивідендів, сплачених грошима, а за статтею „Інші платежі” – використання коштів для викупу раніше випущених акцій.

У Звіті про власний капітал (форма № 4) є статті, за якими наводяться дані про зменшення власного капіталу АТ за рахунок викупу акцій, анулювання викуплених акцій, зменшення номінальної вартості акцій, а також про перепродаж викуплених акцій.

Великий обсяг інформації міститься у примітках до фінансових звітів АТ. По-перше, це стосується облікової політики, а також інформації, що містить додатковий аналіз статей звітності, необхідний для забезпечення її зрозумілості та доцільності.

За національними стандартами бухгалтерського обліку України підприємство повинно висвітлювати обрану облікову політику, описуючи принципи оцінки статей звітності. Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку містять докладніші рекомендації щодо розкриття облікової політики. У них зазначається, що підприємство зобов'язане перерахувати конкретні аспекти облікової політики, необхідні для правильного розуміння фінансових звітів, а саме: визнання доходів; принципи консолідації, включаючи дочірні підприємства та асоційовані компанії; об'єднання компаній; спільні підприємства; визнання та амортизація матеріальних і нематеріальних активів; капіталізація витрат на позики та інших витрат; будівельні контракти; інвестиційна власність; оренда; витрати на наукові дослідження і розробки; запаси; податки, включаючи відкладені; резерви; витрати на виплати працівникам; хеджування; зазначення господарських і географічних сегментів та основи розподілу витрат між ними; облік інфляції; державні гранти.

Діяльність підприємства висвітлюється з різних боків. Зазначені міжнародні стандарти вимагають надавати додаткову інформацію не тільки про підприємство загалом, а й про його складові – сегменти. З цією метою виокремлюються господарські та географічні сегменти, щодо яких у примітках зазначаються такі показники: дохід сегмента; витрати; результати діяльності; активи; зобов'язання; собівартість основних засобів і нематеріальних

активів, придбаних протягом певного періоду; амортизація; негрошові витрати (інші, крім амортизаційних відрахувань); частка підприємства у чистому прибутку або збитках асоційованої компанії, спільного підприємства або інші інвестиції, облік яких ведеться за методом участі в капіталі, якщо майже всі операції асоційованої компанії здійснюються в межах тільки цього сегмента, і сума пов'язаних з цим інвестицій.

У примітках до фінансових звітів АТ повинні надати таку інформацію:

- про загальну кількість і номінальну вартість акцій, на які передбачається підписка, а також на які здійснено підписку порівняно з передбаченою;

- про загальний розмір коштів, отриманих під час підписки, як плата за акції у грошовій формі (із зазначенням кількості акцій), у вигляді майна (із зазначенням його вартості та кількості акцій) і в іноземній валюті (із зазначенням кількості акцій і курсу валюти);

- про акції у складі статутного капіталу за окремими типами і категоріями (зазначають кількість випущених акцій разом з несплаченою частиною статутного капіталу; номінальну вартість акцій; зміни протягом звітного періоду щодо кількості акцій, що перебувають в обігу; права, привілеї та обмеження, пов'язані з акціями, у тому числі обмеження щодо розподілу дивідендів і повернення капіталу; акції, що належать безпосередньо товариству, його дочірнім та асоційованим підприємствам; перелік засновників і кількість акцій, що є власністю членів виконавчого органу; перелік осіб, частка яких у статутному фонді перевищує 5 %; акції, зарезервовані для випуску згідно з опціонами та контрактами із зазначенням їх термінів і сум);

- про накопичену суму дивідендів, не сплачених за привілейованими акціями;

- про суму, що включена (або не включена) до складу зобов'язань, коли дивіденди були передбачені, але формально не затверджені.

Крім форм фінансової звітності, обов'язкових для всіх підприємств, ПАТ зобов'язані регулярно (щорічно) складати і подавати в ДКЦПФР звіт за формою, затвердженою рішенням цієї комісії, а також публікувати після прийняття звіту комісією в одному з офіційних друкованих видань інформацію про фінансово-господарську діяльність та пояснення до неї. Звіт, що подається в ДКЦПФР, повинен містити такі розділи: „Основні відомості про емітента”, „Відомості про цінні папери емітента”, „Опис бізнесу”, „Інформація про майновий стан та фінансово-господарську діяльність емітента”. Розділ „Опис бізнесу” ще включає текстову частину, де у довільній формі висвітлюється така інформація:

- стисла історія підприємства, важливі події його розвитку;
- організаційна структура емітента, назва та місцезнаходження дочірніх підприємств, філій, представництв, їх роль та перспективи розвитку;
- опис обраної облікової політики (метод нарахування амортизації, метод оцінки вартості запасів, метод обліку та оцінки вартості фінансових інвестицій тощо);
- основні види продукції (послуг), що виробляє (надає) емітент, перспективи виробництва окремих товарів, залежність його від сезонних змін; основні ринки збуту та клієнти; канали збуту і методи продажу; джерела сировини, їх доступність та динаміка цін; особливості розвитку галузі виробництва, в якій діє емітент; рівень упровадження нових технологій; введення нових тарифів; конкуренція у галузі; особливості продукції емітента порівняно з продукцією конкурентів;
- суттєві проблеми, що впливають на діяльність емітента, ступінь залежності від законодавчих або економічних обмежень;
- факти сплати штрафів і компенсацій за порушення чинного законодавства;
- обрана політика щодо фінансування діяльності; достатність робочого капіталу на поточні потреби;

- можливі шляхи поліпшення ліквідності за оцінками фахівців емітента;

- вартість укладених, але ще не виконаних договорів на кінець звітного періоду і дані про очікувані прибутки від їх виконання;

- прогнози та плани щонайменше на рік про діяльність емітента (щодо розширення виробництва, реконструкції, поліпшення фінансового становища, опис суттєвих факторів, які можуть вплинути на діяльність у майбутньому; опис політики емітента щодо досліджень та розробки за звітний рік);

- інша інформація, що може бути суттєвою для оцінки інвестором фінансового становища та результатів діяльності підприємства.

Консолідована фінансова звітність пов'язана з функціонуванням групи підприємств, яка складається з материнської (холдингової) компанії та дочірніх підприємств (компаній). Консолідована фінансова звітність складається шляхом впорядкованого додавання показників фінансової звітності дочірніх підприємств до аналогічних показників материнської компанії. У результаті користувачі фінансових звітів отримують для аналізу фінансову інформацію (форми № 1-4) про групу підприємств як єдине підприємство, що діє під головуванням холдингу, але не є юридичною особою.

Консолідовані фінансові звіти включають усі підприємства, що контролюються холдингом. Під контролем розуміємо вирішальний вплив на фінансову, господарську та комерційну політику підприємства з метою отримання вигоди від його діяльності. За МСБО контроль припускається, якщо материнська компанія прямо чи опосередковано (через дочірні компанії) володіє більш як половиною голосів на підприємстві; якщо явно не продемонстровано, що контроль відсутній. Контроль може здійснюватися і у випадках, коли частка голосів материнської компанії не перевищує 50 %, наприклад, право на контроль визначене угодою інвесторів чи зазначене у статуті підприємства

або материнській компанії надане право визначати кількість і склад членів Ради директорів дочірнього підприємства. Практично всі великі західні корпорації мають дочірні підприємства і складають консолідовані фінансові звіти. Методи і технологія консолідації добре опрацьовані й описані в МСБО, а також у національних стандартах обліку більшості економічно розвинених країн. В Україні діє стандарт 20 „Консолідована фінансова звітність”, що регламентує порядок складання консолідованої фінансової звітності. Для того, щоб фінансові звіти містили вірогідну інформацію про групу підприємств як єдине ціле, необхідно об'єднати всі пункти фінансових звітів (кожну статтю активів, зобов'язань, власного капіталу, доходів і витрат), складених на одну й ту саму дату балансу за один і той самий звітний період; при цьому необхідно виключити:

- балансову вартість фінансових інвестицій материнської компанії в кожне дочірнє підприємство і її частку в кожному з них;
- суму внутрішньогрупових операцій (операції між материнським і дочірніми підприємствами або між дочірніми підприємствами однієї групи) і внутрішньогрупового сальдо (сальдо дебіторської заборгованості й зобов'язань на дату балансу, що утворилося у результаті внутрішньогрупових операцій);
- суму нереалізованих прибутків і збитків внаслідок внутрішньогрупових операцій (крім збитків, які не можуть бути відшкодовані).

Крім того, материнська компанія для складання консолідованої фінансової звітності визначає частку меншості у капіталі та фінансових результатах дочірніх підприємств. **Частка меншості** – це частка чистого прибутку (збитку) і чистих активів дочірнього підприємства, що не належить материнській компанії; вона визначається як добуток відсотка голосів, що не належать материнській компанії і відповідно чистого прибутку (збитку) та власного капіталу. Частка меншості відображається у консолідованому балансі й звіті про фінансові результати окремим рядком.

Складання консолідованої фінансової звітності вимагає застосування єдиної облікової політики для подібних операцій усіма підприємствами, що входять у групу. Про статті, де застосовувалася різна облікова політика, повідомляється у примітках до консолідованих фінансових звітів. Крім того, у таких примітках слід також наводити:

- перелік великих дочірніх підприємств із зазначенням назви, країни реєстрації або місцезнаходження, частку власності і в разі відмінності – частку у розподілі голосів;

- характеристику методу, використаного для обліку дочірніх підприємств в окремих фінансових звітах материнського підприємства.

Крім того, необхідно зазначити:

- причини вилучення дочірнього підприємства з консолідації;

- характер відносин між материнським та дочірнім підприємством, якщо материнське підприємство не володіє у дочірньому прямо чи опосередковано більш як половиною голосів;

- назву підприємства, де материнському підприємству належить більше половини голосів прямо або опосередковано через дочірні підприємства, але яке через відсутність контролю не є дочірнім підприємством;

- вплив придбання або продажу дочірніх підприємств на фінансове становище (на дату складання фінансового звіту), результати звітного періоду та відповідні суми попереднього періоду;

- статті, які визначені із застосуванням різної облікової політики.

Консолідована звітність є відкритою, тому її можна використовувати з метою аналізу, реклами, отримання довідкової інформації всіма зацікавленими особами, зокрема акціонерами материнської компанії, державними органами (ДКЦПФР, Антимонопольним комітетом), неурядовими організаціями (союзами підприємців, торговельно-промисловими палатами та ін.).

Мета фінансового управління корпорацією – максимальне підвищення вартості акцій. Тому аналіз фінансової звітності має

з'ясувати, як змінилася ринкова вартість акції, які чинники сприяли змінам, які фінансові показники найбільшою мірою впливають на вартість акції, які заходи слід передбачити у фінансових планах для підвищення вартості акції.

Розглянемо показники, що використовуються для цього у розвинених країнах. Для визначення фінансового стану АТ використовують показники, що характеризують його фінансову залежність, ліквідність, ділову активність (ефективність використання активів), рентабельність. Ці показники придатні для оцінки фінансового стану не тільки АТ, а й підприємств будь-якої організаційно-правової форми. Для ПАТ додатково використовують ще кілька показників, які називають коефіцієнтами ринкової активності.

Під час аналізу фінансової звітності існує вірогідність зіткнутися з величезною кількістю розрахункових показників. Тому, як свідчить світовий досвід фінансового управління компаніями, слід використовувати невелику кількість основних коефіцієнтів. Найпоширеніші з них наведено в табл. 4.3, яких достатньо для загальної оцінки фінансового становища.

Для фінансових коефіцієнтів (на відміну від обліку) не існує міжнародних стандартів, тому, вибираючи їх, слід спиратися на власний досвід, здоровий глузд, урахувати вітчизняну специфіку. Не потрібно перевантажувати аналіз показниками, що несуть одну й ту саму інформацію.

Існують методики, в яких пропонується дуже багато показників. Не всі вони потрібні для аналізу, оскільки є коефіцієнти, що тісно корелюють між собою і, отже, показують одне й те саме. Слід вибирати показники, що майже не корелюють між собою, тоді кожний з них нестиме додаткову інформацію про фінансовий стан підприємства. Наприклад, існує тісна кореляція між коефіцієнтами поточної та термінової ліквідності (0,7), рентабельності активів і коефіцієнтом покриття відсотків (0,9), рентабельністю активів та власного капіталу



(0,8). Це свідчить про те, що можна не обчислювати обидва показники, а обмежитись одним.

Таблиця 4.3

### Основні коефіцієнти та розрахункові формули для оцінки фінансового стану підприємства

| Коефіцієнт  | Розрахункова формула  |
|---|---|
| <b>1. Коефіцієнти фінансової залежності</b><br>(довгострокової платоспроможності) |   |
| 1.1. Коефіцієнт боргового навантаження (загальної заборгованості)                 | $\frac{\text{довгострокові} + \text{поточні зобов'язання}}{\text{підсумок балансу (загальні активи)}}$          |
| 1.2. Коефіцієнт фінансової незалежності (автономії)                               | $\frac{\text{власний капітал}}{\text{підсумок балансу (загальні активи)}}$                                      |
| 1.3. Коефіцієнт власного капіталу   | $\frac{\text{загальні активи}}{\text{власний капітал}}$   |
| 1.4. Коефіцієнт покриття відсотків (фінансових витрат)                            | $\frac{\text{прибуток до вирахування відсотків і податків}}{\text{сума відсотків за борговими зобов'язаннями}}$ |
| <b>2. Коефіцієнти ліквідності</b><br>(короткострокової платоспроможності)         |   |
| 2.1. Коефіцієнт власного оборотного капіталу                                      | $\frac{\text{оборотні активи} - \text{поточні зобов'язання}}{\text{підсумок балансу (загальні активи)}}$        |
| 2.2. Коефіцієнт покриття (поточної ліквідності)                                   | $\frac{\text{оборотні активи}}{\text{поточні зобов'язання}}$  |

Продовження табл. 4.3

| Коефіцієнт  | Розрахункова формула  |
|---|---|
| 2.3. Коефіцієнт термінової ліквідності                                | $\frac{\text{оборотні активи} - \text{запаси}}{\text{поточні зобов'язання}}$                                      |
| 2.4. Коефіцієнт абсолютної ліквідності                                | $\frac{\text{грошові кошти} + \text{поточні фінансові інвестиції}}{\text{поточні зобов'язання}}$                  |
| 2.5. Показник захищеного періоду, днів                                | $\frac{\text{оборотні активи}}{\text{середні щоденні операційні витрати}}$  |
| <b>3. Коефіцієнти ефективності використання активів (оборотності)</b> |   |
| 3.1. Оборотність активів  | $\frac{\text{виручка від реалізації}}{\text{середня сума активів}}$   |
| 3.2. Оборотність власного оборотного капіталу                         | $\frac{\text{виручка від реалізації}}{\text{власний оборотний капітал (оборотні активи - поточні зобов'язання)}}$ |
| 3.3. Оборотність запасів  | $\frac{\text{собівартість реалізованої продукції}}{\text{середня сума запасів}}$                                  |
| 3.4. Період реалізації запасів, днів                                  | $\frac{365 \text{ днів}}{\text{оборотність запасів}}$   |
| 3.5. Оборотність дебіторської заборгованості                          | $\frac{\text{виручка від реалізації}}{\text{середня сума дебіторської заборгованості}}$                           |
| 3.6. Період погашення дебіторської заборгованості, днів               | $\frac{365 \text{ днів}}{\text{оборотність дебіторської заборгованості}}$   |

Продовження табл. 4.3

| Коефіцієнт   | Розрахункова формула  |
|--|---|
| <b>4. Коефіцієнти рентабельності (прибутковості)</b>         |   |
| 4.1.Рентабельність реалізації                                | $\frac{\text{чистий прибуток}}{\text{виручка від реалізації}}$      |
| 4.2.Рентабельність активів (ROA)                             | $\frac{\text{чистий прибуток}}{\text{середня сума активів}}$        |
| 4.3.Рентабельність власного капіталу (ROE)                   | $\frac{\text{чистий прибуток}}{\text{власний капітал}}$             |
| <b>5. Коефіцієнти ринкової активності</b>                    |   |
| 5.1.Коефіцієнт „ціна – прибуток” (P/E=Price/ Earnings Ratio) | $\frac{\text{ринкова ціна акції}}{\text{прибуток на акцію (EPS)}}$  |
| 5.2.Коефіцієнт „ринкова - балансова вартість”                | $\frac{\text{ринкова ціна акції}}{\text{балансова вартість акцій}}$ |
| 5.3.Дивідендна дохідність акції                              | $\frac{\text{дивіденд на акцію}}{\text{ринкова ціна акції}}$        |

Фінансові коефіцієнти взаємопов'язані. Найважливіші взаємозв'язки описуються рівнянням Дюпона (Du Pont), яке використовують для аналізу можливостей поліпшення функціонування компанії. Рівняння Дюпона показує, що один з найважливіших показників – *рентабельність власного капіталу (ROE)*, залежить від трьох показників – рентабельності реалізації, оборотності активів і коефіцієнта власного капіталу:

$$ROE = \frac{\text{чистий прибуток}}{\text{виручка від реалізації}} \times \frac{\text{виручка від реалізації}}{\text{активи}} \times \frac{\text{активи}}{\text{власний капітал}} \quad (4.1)$$

Тепер докладніше розглянемо показники, що характеризують ставлення інвесторів до корпорації, тобто коефіцієнти ринкової активності. Розраховують їх за даними не тільки фінансової звітності, а й фондового ринку:

$$\text{Коефіцієнт „ціна – прибуток” (Price/Earnings Ratio)} = \frac{\text{ринкова ціна акції}}{\text{прибуток на акцію}} \quad (4.2)$$

Цей коефіцієнт показує, яку суму інвестори готові сплачувати за кожну грошову одиницю прибутку компанії.

$$\text{Дивідендна дохідність (dividend yield) акції} = \frac{\text{дивіденд на одну акцію}}{\text{курс акції}} \quad (4.3)$$

Велике значення показника може свідчити про те, що інвестори очікують низьких темпів підвищення дивідендів або що вони вимагають високої дохідності.

$$\text{Коефіцієнт „ринкова - балансова вартість” (Market-to-Book Ratio)} = \frac{\text{ринкова вартість акції}}{\text{балансова вартість акції}} \quad (4.4)$$

Балансова (книжкова) вартість акції – це частка власного капіталу, що припадає на одну акцію. Цей коефіцієнт показує, наскільки більша вартість компанії порівняно з тим, що вклали у неї акціонери.

$$\text{Коефіцієнт „q Тобіна”} = \frac{\text{ринкова вартість активів}}{\text{оціночна відтворювальна вартість}} \quad (4.5)$$

Це відношення ринкової вартості позичкового та власного капіталу до поточної відтворювальної вартості активів. Показник свою назву дістав від прізвища економіста Дж. Тобіна. Цей коефіцієнт схожий на попередній – „ринкова - балансова вартість”, але між ними існують відмінності. Чисельник коефіцієнта  $\mu$  містить вартість усіх боргових зобов'язань і акцій компанії, а не тільки вартість акцій та нерозподілений прибуток; знаменник – вартість усіх активів, а не тільки вартість власного капіталу. До того ж ці активи обліковуються не за первісною вартістю, як на рахунках бухгалтерського обліку, а за вартістю, за якою вони можуть бути заміщені у цей момент. Отже, для розрахунку знаменника необхідно проіндексувати історичну вартість активів з урахуванням інфляції.

У компанії з'являється стимул до інвестицій, коли  $q > 1$  (тобто довгострокові активи, наприклад устаткування, коштує дорожче, ніж вартість його заміни), і що вони припиняють інвестувати, коли  $q < 1$  (тобто вартість устаткування менша від вартості заміни). Якщо  $q < 1$ , може виявитися дешевше придбати певні активи шляхом злиття компаній, а не купівлі їх за підвищеною ціною.

Компанії, активи яких оцінюються нижче їх відтворювальної вартості ( $q < 1$ ), повинні враховувати, що така недооцінка може загрожувати поглинанням (поширена у світі операція) з метою переведення їх активів в іншу сферу діяльності. Доречно також припустити, що  $q$  буде вищим у фірм, які мають сильні конкурентні переваги. Найвищі рівні  $q$  були свого часу у компаній з відомими торговельними марками; наприклад „Polaroid” – 6,42, „Xerox” – 5,52, IBM – 4,21, „Coca-Cola” – 4,21 (за даними 70-х років, коли великі компанії США були зобов'язані звітувати про відтворювальну вартість активів за рекомендаціями з обліку впливу інфляції, розробленими Управлінням стандартів фінансового обліку).

Для аналізу українських ПАТ настав час застосовувати коефіцієнт „ $q$  Тобіна”. Оскільки акції багатьох ПАТ недооцінені,

а рівень інфляції в Україні ще високий, слід очікувати, що ПАТ, у яких  $q < 1$ , буде багато. Найбільш привабливим з них може загрожувати також перекупівля задешево, злиття, поглинання з боку потужніших компаній, у тому числі транснаціональних.

*Коефіцієнт дивідендних виплат (Dividend pay out) = дивіденди ÷ прибуток на акцію.* (4.6)

Цей коефіцієнт часто встановлюється низький, оскільки менеджери не схильні знижувати дивіденди через зменшення прибутку. Якщо прибуток компанії істотно коливається, менеджери для підстрахування встановлюють низький коефіцієнт дивідендних виплат. Якщо прибуток раптово знижується, коефіцієнт імовірно тимчасово збільшується. Прибуток, що не сплачується у вигляді дивідендів, реінвестується у діяльність компанії.

*Частка реінвестованого прибутку = 1 - коефіцієнт дивідендних виплат = (чистий прибуток - дивіденди) ÷ чистий прибуток.* (4.7)

Якщо цей показник помножити на рентабельність власного капіталу, можна помітити, як швидко підвищується вартість інвестицій акціонерів внаслідок реінвестування прибутку.

*Зростання власного капіталу внаслідок реінвестування = (чистий прибуток - дивіденди) ÷ чистий прибуток × ×(чистий прибуток ÷ власний капітал).* (4.8)

Наприклад, якщо компанія отримуватиме 17,4 % прибутку у розрахунку на балансову вартість власного капіталу і реінвестуватиме 80 % прибутку, то щорічно прибуток і власний капітал зростатимуть на 13,9 % ( $0,8 \times 0,174 = 0,139$ , або 13,9 %). Аналітики називають цей показник стійким темпом зростання.

Основним показником ліквідності акцій є *спред* – відносна різниця між котируваннями на продаж і купівлю у відсотках від ціни купівлі. Акції з найменшим спредом найліквідніші.

Показниками ліквідності акцій є також дохідність інвестицій в акції (приріст курсової вартості за період у відсотках) і рівень ринкової капіталізації (добуток курсу акцій компанії та загальної кількості простих акцій). Рівень ринкової капіталізації характеризує активність емітента з просування своїх акцій на вторинному ринку, а також масштаби ринку корпоративних цінних паперів.

Капіталізація українського ринку корпоративних цінних паперів характеризується невисоким рівнем. Крім того, останнім часом спостерігалася тенденція до її зниження, оскільки ще недостатньо розвинений вторинний фондовий ринок. Значна недооцінка акцій багатьох українських ПАТ є основним потенційним фактором зростання капіталізації, вплив якого посилюватиметься разом з розширенням операцій на вторинному ринку.

Існує два основні підходи до оцінки фінансового стану фірми, її кредитоспроможності, інвестиційної привабливості, прогнозування ймовірності банкрутства.

Перший підхід. На підставі визначення певного набору фінансових показників і оцінки кожного з них можливо зробити остаточний висновок. Але корпорація може мати кілька фінансових коефіцієнтів, що свідчить про ефективну діяльність, а окремі показники можуть бути низькими. У цьому разі визначення місця компанії серед конкурентів ускладнюється.

Другий підхід. Вибрати ключові фінансові коефіцієнти та на їх основі сконструювати інтегральний показник фінансового становища.

Аналіз фінансових коефіцієнтів використовують такі основні групи користувачів:

- менеджери компанії;
- аналітики кредитних відділів банків або інших організацій, що надають позики;

- аналітики з цінних паперів, що цікавляться ефективністю діяльності та перспективами компанії.

Найціннішими є показники, подані в історичному аспекті, тобто чим довші динамічні ряди, тим точніші висновки аналітика. Показники компанії порівнюють як із середніми показниками у відповідній галузі, так і з показниками кількох провідних компаній цієї самої галузі. Такий аналіз називається бенчмаркінгом, а компанії, показники яких є критерієм порівняння, – компаніями „бенчмарк”.

Бенчмаркінг дає змогу визначити місце компанії серед кращих компаній і відповідно її конкурентоспроможність.

За допомогою аналізу фінансової звітності вдається з'ясувати, чому компанія досягає успіху: по-перше, фінансово стійкі фірми мають інші значення коефіцієнтів, ніж ті, яким загрожує банкрутство; по-друге, фінансові коефіцієнти дають змогу отримати цінну інформацію щодо ринкового ризику компанії, нових випусків корпоративних облігацій, визначення індексів конкурентоспроможності корпорації тощо.

Проте існує кілька проблем, пов'язаних з використанням даних фінансової звітності. І у жодній країні світу вони не вирішені. По-перше, фінансові аналітики змушені використовувати бухгалтерські дані, балансову (історичну) вартість активів, оскільки неможливо отримати достовірну ринкову інформацію. По-друге, хоча діють стандарти з бухгалтерського обліку, компанії все одно користуються значною свободою при розрахунку прибутку і визначенні балансових показників. Тому аналізуючи фінансові коефіцієнти, слід звертати увагу на те, яка облікова політика і бухгалтерські рішення стоять за тим чи іншим показником. Наведемо кілька прикладів того, що слід враховувати при інтерпретації фінансових коефіцієнтів (на прикладі американських компаній).

У звіті про прибуток компанія відобразила чисті витрати з виплати відсотків за вирахуванням доходів у вигляді отриманих відсотків (замість того, щоб показати отримані та сплачені



відсотки). Тут немає порушення, але це слід урахувати при порівнянні з витратами на сплату відсотків інших компаній.

Прибуток, який компанія відобразила у фінансовій звітності, перевищує прибуток, показаний з метою оподаткування. Це пояснюється тим, що при складанні фінансової звітності було застосовано метод прямого рівномірного нарахування амортизації, а при розрахунку оподаткованого прибутку американські компанії мають право використовувати прискорену амортизацію.

У статті балансу „Інші довгострокові активи” компанія відобразила вартість ділової репутації фірми (гудвіл). При цьому є різниця між ціною, яку корпорація сплатила при купівлі кількох компаній, і балансовою вартістю їх активів; оскільки гудвіл амортизується, корпорація щорічно нараховує 2,5 % його вартості, тим самим зменшуючи свій прибуток. Це означає, що важко порівнювати показники фірм, ділова репутація яких відображена у балансі за високою вартістю, з показниками фірм, вартість ділової репутації яких не висвітлена у балансі. З цього приводу серед економістів навіть дискутується питання, чи слід вважати гудвіл активом.

По-третє, не існує об’єктивних критеріїв значущості тих чи інших коефіцієнтів, які аналізують і використовують у фінансовому управлінні фірмами. Не можна з упевненістю стверджувати, які коефіцієнти є найважливішими і якими можуть бути високі та низькі їх значення.

Щоб визначити коефіцієнт, спочатку слід порівняти значення того чи іншого показника компанії за поточний рік з його значенням за попередні роки. Іншими словами, важливо слідкувати за динамікою фінансових коефіцієнтів, щоб своєчасно помітити негативну тенденцію.

Потім потрібно порівняти значення показника компанії з аналогічними показниками інших компаній. Проте компанії різних галузей об’єктивно не можуть мати однакові показники. Тому слід обмежити порівняння діяльності різних компаній в

одній галузі, але вибір базових компаній для порівняння є суб'єктивним, оскільки не існує цілком ідентичних компаній.

Операційна діяльність багатьох великих корпорацій пов'язана з кількома різними галузями. У таких випадках важко здійснити порівняльний аналіз фінансових коефіцієнтів з якимись середніми показниками або знайти схожі компанії для порівняння. Тому порівняльний аналіз доцільніше застосовувати для невеликих вузькоспеціалізованих компаній, ніж для великих розгалужених ПАТ.

Критерієм ефективної діяльності корпорації є примноження капіталу, джерелом формування якого є внески акціонерів. Тому основним завданням фінансового управління корпорацією є збільшення вартості акціонерного капіталу і відповідно примноження багатства акціонерів. Для досягнення цієї мети необхідно, з одного боку, приймати правильні інвестиційні рішення, тобто визначати, куди спрямувати кошти фондів корпорацій, які активи придбати, а з іншого – правильно обирати джерела фінансування інвестицій, тобто слід прагнути залучити капітал на найвигідніших умовах (якомога дешевше), а інвестувати його в активи, вартість яких згодом перевищить витрати на їх придбання.

Отже, інвестиційні рішення ґрунтуються на визначенні вартості (ціни) активів і капіталу, що залучається з різних джерел, для фінансування активів.

***Вартість капіталу – це ціна, яку корпорація має платити за залучення коштів інвесторів і кредиторів як джерел фінансування.***

Вона визначається процентною ставкою, яку необхідно сплачувати за використання капіталу. З погляду корпорації це мінімальна ставка доходу, яку мають принести інвестиції, щоб можна було розраховатися з інвесторами і кредиторами.

Кожна грошова одиниця, що використовується як капітал, тобто інвестується у певні активи з метою отримання доходу, має формувати грошовий потік: чим більший очікуваний майбутній грошовий потік, тим цінніше придбаний актив (наприклад, акція). Звідси впливає визначення *вартості активів* як розміру прибутку, на який розраховують інвестори.

Проте вкладення коштів і отримання доходів – операції, що не збігаються у часі. А час впливає на гроші однозначно – вони знецінюються під впливом факторів ризику, невизначеності, інфляції. Тому всі фінансові операції здійснюються під гаслом „гроші сьогодні дорожчі, ніж завтра”, і воно буде тим актуальніше, чим на триваліший термін вкладаються кошти.

Безумовно, зміну вартості грошей у часі слід урахувувати, визначаючи майбутні грошові потоки від інвестицій і вартість капіталу як процентної ставки доходу. Тому в основу оцінки вартості капіталу і рішень з інвестування капіталу покладена концепція зміни вартості грошей у часі. Вона містить комплекс фінансових розрахунків, пов'язаних з нарахуванням простих і складних відсотків, визначенням майбутньої вартості (Future Value - FV) інвестицій, теперішньої вартості (Present Value - PV) майбутніх грошових потоків, оцінкою звичайних і безстрокових (довічних) анuitетів (однакові за розміром платежі через рівні періоди часу), визначенням чистої теперішньої вартості (Net Present Value - NPV) і внутрішньої норми прибутку (Internal Rate of Return - IRR) інвестиційних проектів. У навчальній літературі з фінансового менеджменту докладно розглядається механізм урахування дії фактора часу. Нагадаємо тільки, так би мовити „ази”, необхідні для розуміння методів оцінки активів і джерел капіталу корпорацій.

Для визначення ефективності фінансових операцій застосовують дві відносні величини, що характеризують приріст капіталу початкового внеску або щодо кінцевої суми, – це відносне зростання (процентна ставка) і відносне зниження (дисконт) або облікова ставка.

Відсоткова ставка:

$$r = \frac{FV - PV}{PV} \times 100\% , \quad (4.9)$$

де  $FV$  – кінцева сума, що повертається після завершення операції (майбутня вартість);

$PV$  – сума початкового внеску капіталу (теперішня вартість).

Дисконт (облікова ставка):

$$d = \frac{FV - PV}{FV} \times 100\% , \quad (4.10)$$

При нарахуванні простих відсотків сума, що повертається з відсотками наприкінці операції:

$$FV = PV \times (1 + Tr) \quad (4.11)$$

де  $T$  – тривалість операції, років;

$r$  – річна ставка відсотків.

При нарахуванні складних відсотків початковий капітал нарощується разом з відсотками. Тому сума, що повертається в кінці операції, становитиме

$$FV = PV \times (1 + r)^T \quad (4.12)$$

де  $(1 + r)^T$  - коефіцієнт нарощування.

Якщо потрібно розв'язати обернену задачу, тобто знаючи  $FV$  визначити  $PV$ , застосовують процедуру дисконтування:

$$PV = \frac{FV}{(1 + r)^T} , \quad (4.13)$$

де  $\frac{1}{(1+r)^T}$  - коефіцієнт дисконтування (капіталізації доходів);

$r$  - річна ставка відсотків, що виконує роль дисконтної ставки.

Коефіцієнти дисконтування застосовують для розрахунку знецінюючого впливу фактора часу на очікувані майбутні грошові потоки (доходи) від інвестицій. Отже, за формулою (4.13) визначають дисконтований грошовий потік, тобто теперішню вартість майбутніх доходів з урахуванням знижки (втрати частини вартості грошей за час  $T$ ).

Зважаючи на вплив фактора часу, вартість (ціна) активів визначають як теперішню вартість (PV) їх майбутніх грошових потоків.

Чиста теперішня вартість NPV – це різниця між дисконтованою (теперішньою) вартістю майбутніх грошових потоків PV і початковими інвестиціями I за інвестиційним проектом. Якщо  $NPV > 0$ , то проект можна інвестувати, оскільки буде одержано реальний дохід, якщо  $NPV < 0$ , то це не вигідний варіант, оскільки початкові інвестиції не покриваються дисконтованими майбутніми доходами.

З погляду примноження багатства акціонерів метою менеджерів корпорації має бути пошук і реалізація інвестиційних проектів, що забезпечать сумарно найбільше значення NPV.

Якщо  $NPV = 0$ , початкові інвестиції відшкодовуються, але прибутку не буде одержано.

Дисконтна ставка, коли  $NPV = 0$ , називається внутрішньою нормою прибутку (Internal Rate of Return – IRR) проекту, тобто цю величину можна вважати максимально можливою ціною, за якою корпорація може залучити капітал на фінансування проекту. Якщо ціна проекту буде вищою, фірма зазнає збитків від такого інвестування.

Для прийняття рішень щодо інвестицій можна використовувати також показники періоду окупності інвестицій,

який показує кількість років, необхідний для відшкодування початкових інвестицій. Щоб урахувати дію фактора часу, тут можна теж використати дисконтування, тобто прогнозовані щорічні грошові потоки дисконтувати за певною ставкою і підсумовувати дисконтовану вартість доти, поки вона не зрівняється із сумою початкових інвестицій. Слід віддати перевагу проектам з коротшим терміном окупності дисконтованими грошовими потоками.

У фінансових операціях часто застосовують періодичні платежі. Однакові платежі у кінці кожного періоду протягом певної кількості періодів називають **звичайним ануїтетом**. Якщо платежі здійснюються постійно протягом невизначеної кількості періодів, їх називають **безстроковими, або довічними, ануїтетами**. Прикладом звичайного ануїтету можуть бути щорічні виплати протягом терміну обігу облігацій, а прикладом довічного – фіксовані дивіденди за привілейованими акціями (адже це безстрокові цінні папери).

Майбутню і теперішню вартість ануїтету визначається за формулами відповідно:

$$FV_A = \sum_{t=0}^{n-1} (1+r)^t A = \frac{(1+r)^n - 1}{r} A; \quad (4.14)$$

$$PV_A = \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t} A, \quad (4.15)$$

де  $A$  – сума ануїтету;

$n$  – кількість періодів.

Довічний ануїтет обчислюють за формулою:

$$PV_A = \frac{A}{r}. \quad (4.16)$$

Оскільки вартість активів, як зазначалося, спитається на теперішню вартість майбутніх грошових потоків, які може

забезпечити актив, то для його оцінки слід визначити, з яких доходів складається грошовий потік того чи іншого активу. З огляду на це застосовують певні підходи до оцінки різних видів цінних паперів.

### **Оцінка простих акцій.**

Грошові доходи власника простої акції мають дві форми:

- дивіденди у грошовій формі;
- дохід (або збиток) від приросту (зниження) курсу акцій.

Зазвичай інвестори сподіваються одержати дохід в обох формах. Тоді норму доходності (процентну ставку)  $r$ , яку інвестор очікує в наступному році, визначають за формулою:

$$r = \frac{D_1 + P_1 + PV_a}{PV_a}, \quad (4.17)$$

де  $D_1$  - очікуваний дивіденд на акцію;

$P_1$  - очікувана ціна акції в кінці першого року;

$PV_a$  – теперішня вартість акції.

Якщо відома очікувана норма доходності інших акцій з аналогічним ступенем ризику, а також є прогноз щодо розміру дивідендів і зміни ціни акцій, можна обчислити теперішню вартість акції:

$$PV_a = \frac{D_1 + P_1}{1 + r}. \quad (4.18)$$

Загальна формула для визначення теперішньої вартості акції така:

$$PV_a = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_T}{(1+r)^T}, \quad (4.19)$$

де  $T$  – тривалість періоду, років;

$D_t$  – дивіденди  $t$ -го року;

$\sum_{t=1}^T$  - сума дисконтованих дивідендів з першого по Т-й рік;

$P_t$  – очікувана ціна акції наприкінці року Т.

Акції не мають встановленого терміну обігу, взагалі вони вічні. У цьому разі Т означає нескінченність, і теперішня вартість очікуваної майбутньої ціни наблизатиметься до нуля і може не враховуватися у розрахунку теперішньої вартості. Отже, для визначення теперішньої вартості акції потрібно просто продисконтувати потік дивідендів за дисконтною ставкою, що дорівнює нормі дохідності цінних паперів з подібним ступенем ризику.

Тоді формула (4.19) спрощується до формули довічної ренти (довічного анuitету) – (4.16). За цією ж формулою розраховують ціну привілейованої акції.

**Приклад.** Визначити ціну привілейованої акції, якщо фіксований дивіденд дорівнює 20 грн., дисконтна ставка – 20 %.

Ціна акції (за формулою (4.16)) =  $\frac{20}{0,2} = 100$  грн.

Припустимо, що прогнозується постійне зростання дивідендів на кілька відсотків. Американський вчений

М. Гордон запропонував таку формулу для розрахунку теперішньої вартості акції **ціна простої акції з постійним темпом зростання дивідендів**

$$PV_a = \frac{D_0(1 + \xi)}{r - \xi}, \quad (4.20)$$

де  $\xi$  – постійний темп зростання дивідендів, %.

Ця формула корисна, але слід ураховувати: по-перше, що вона має сенс тільки тоді, коли очікується темп зростання дивідендів  $\xi < r$  (дисконтної ставки), по-друге, її не можна використовувати для оцінки акцій компаній, що мають високі



поточні темпи зростання. Таке зростання рідко може тривати необмежено довго, а формула (4.20) базується на припущенні, що час необмежений.

Якщо дивіденди зростають нерівномірно, визначення ціни акції ускладнюється, доводиться робити це поетапно, за періодами, коли дивіденди збільшуються відносно рівномірно.

Ціна акції визначена як теперішня вартість майбутніх дивідендів. Це теоретична або „внутрішня” її вартість, яка в американській економічній літературі дістала назву „у капелюсі”, чим підкреслюється її відмінність від ринкової (зовнішньої оцінки акції).

Теоретичну, тобто поточну внутрішню, вартість ( $PV_s$ ) будь-якого цінного паперу у загальному вигляді можна розрахувати за формулою:

$$PV_s = \sum_{i=1}^T \frac{CF_i}{(1+r)^i}, \quad (4.21)$$

де  $CF_i$  – грошовий потік, що очікується в  $i$ -му році;  
 $r$  – прийнятна (очікувана) дохідність.

Ставка ( $r$ ) встановлюється як сума базової ставки ( $r_b$ ) і надбавки за ризик ( $rr$ ). Базова ставка ( $r_b$ ) встановлюється у розмірі відсоткової ставки за банківськими депозитами або виходячи з відсотку, що сплачується за безризиковими цінними паперами (наприклад, державні облігації).

Залежно від схеми сплати доходів за різними цінними паперами формула (4.21) конкретизується.

**Визначення ціни облігації.** Грошовий потік облігації, за якою щороку сплачується фіксований дохід (певний відсоток від номінальної вартості), складається з цих щорічних виплат (ануїтету) протягом терміну обігу облігації і виплати її номінальної вартості при погашенні. Тому ціна облігації визначається як теперішня вартість цього грошового потоку:

$$PV_0 = PV_A + PV_N = A \sum_{t=1}^T \frac{1}{(1+r)^t} + \frac{N}{(1+r)^T}, \quad (4.22)$$

де  $PV_A$  – теперішня вартість щорічних виплат доходу за облігацією;

$PV_N$  – теперішня вартість номінальної вартості облігації;

$A$  – фіксований щорічний дохід (ануїтет);

$T$  – кількість років обігу облігації;

$N$  – номінальна вартість облігації;

$r$  – ринкова процентна ставка за борговими зобов'язаннями.

#### **4.2 СИСТЕМА КРИТЕРІЇВ ЕФЕКТИВНОСТІ КОРПОРАТИВНОЇ СТРУКТУРИ І ДОСЯГНЕННЯ ІНТЕГРАЛЬНОЇ ЕФЕКТИВНОСТІ**

---

На аграрних підприємствах існують чітко організовані служби, що виконують певне коло функцій і обов'язків, а також служби, функціональні обов'язки яких можуть змінюватися при необхідності, залежно від впливу зовнішніх і внутрішніх чинників системи бізнесу. Таке співвідношення дозволяє структурі достатньо злагоджено працювати і одночасно реагувати на зміни.

Аналіз ефективності роботи корпорацій доцільно проводити за наведеною нижче загальною схемою (табл. 4.4 - 4.24)

Таблиця 4.4

## Зведена таблиця фінансових показників корпорацій та аналіз платоспроможності

| №    | Показник                                   | Економічний зміст  | Напрямок позитивних змін   | Назва підприємства |         |         |
|------|--|--|--|--------------------|---------|---------|
|      |  |  |  | 20__ р.            | 20__ р. | 20__ р. |
| 1.   | <i>Аналіз майнового стану підприємства</i> | <i>Характеризує зміни майнового стану підприємства</i>   |  |                    |         |         |
| 1.1. | Коеф. зносу основних засобів               | Рівень фізичного зносу основних фондів   | зменшення  |                    |         |         |
| 1.2. | Коеф. оновлення основних засобів           | Частка оновлених основних фондів за звітний період   | збільшення   |                    |         |         |
| 1.3. | Коеф. вибуття                              | Частка вибулих основних фондів за звітний період   | повинен бути менше ніж коеф. оновлення основних засобів                          |                    |         |         |
| 2.   | <i>Аналіз ліквідності підприємства</i>     | <i>Дозволяє визначити спроможність підприємства сплачувати свої поточні зобов'язання</i>                       |  |                    |         |         |
| 2.1. | Коеф. покриття                             | критична неплатоспроможність   | =1 критичне значення<br><1 неліквідний баланс<br>>1 своєчасно ліквідуються борги |                    |         |         |
| 2.2. | Коеф. швидкої ліквідності                  | Скільки одиниць найбільш ліквідних активів припадає на одиницю термінових боргів                               | 0,6-0,8  |                    |         |         |
| 2.3. | Коеф. абсолютної ліквідності               | Характеризує готовність підприємства негайно ліквідувати короткострокову заборгованість                        | >0<br>збільшення   |                    |         |         |
| 2.4. | Чистий оборотний капітал, тис. грн.        | Свідчить про спроможність підприємства сплачувати свої поточні зобов'язання та розширювати подальшу діяльність | >0<br>збільшення   |                    |         |         |

Продовження табл. 4.4

| №    | Показник  | Економічний зміст  | Напрямок позитивних змін | Назва підприємства |       |       |
|------|---|--|--------------------------|--------------------|-------|-------|
|      |   |  |                          | 20 р.              | 20 р. | 20 р. |
| 3.   | <i>Аналіз платоспроможності (фінансової стійкості) підприємства</i> | <i>Характеризує структуру джерел фінансування ресурсів підприємства, ступінь фінансової стійкості і незалежності підприємства від зовнішніх джерел</i> |                          |                    |       |       |
| 3.1. | Коеф. платоспроможності (автономії)                                 | Показує питому вагу власного капіталу в загальній сумі коштів, авансованих у його діяльність   | >0,5                     |                    |       |       |
| 3.2. | Коеф. фінансування  | Характеризує залежність підприємства від залучених коштів  | <1<br>зменшення          |                    |       |       |
| 3.3. | Коеф. забезпеченості власними оборотними засобами                   | Показує забезпеченість підприємства власними оборотними засобами   | >0,1                     |                    |       |       |
| 3.4. | Коеф. маневреності власного капіталу                                | Показує, яка частина власного капіталу вкладена в оборотні засоби, а яка - капіталізована  | >0<br>збільшення         |                    |       |       |
| 4.   | <i>Аналіз ділової активності підприємства</i>                       | <i>Дозволяє проаналізувати ефективність основної діяльності підприємства</i>   |                          |                    |       |       |
| 4.1. | Коеф. обіговості активів  | Характеризує ефективність використання підприємством усіх наявних ресурсів, незалежно від джерел їхнього залучення                                     | збільшення               |                    |       |       |
| 4.2. | Коеф. обіговості кредиторської заборгованості                       | Показує швидкість обертання кредиторської заборгованості підприємства  | збільшення               |                    |       |       |
| 4.3. | Коеф. обіговості дебіторської заборгованості                        | Показує швидкість обертання дебіторської заборгованості підприємства   | збільшення               |                    |       |       |
| 4.4. | Строк погашення кредиторської заборгованості, днів                  | Показує середній строк погашення   | зменшення                |                    |       |       |

Продовження табл. 4.4

| №    | Показник  | Економічний зміст   | Напрямок позитивних змін | Назва підприємства |       |       |
|------|---|---|--------------------------|--------------------|-------|-------|
|      |   |   |                          | 20 р.              | 20 р. | 20 р. |
| 4.5. | Строк погашення дебіторської заборгованості, днів | Показує середній строк погашення  | зменшення                |                    |       |       |
| 4.6. | Коеф. обіговості матеріальних запасів             | Характеризує швидкість реалізації товарно-матеріальних запасів підприємства                                   | збільшення               |                    |       |       |
| 4.7. | Коеф. обіговості основних засобів (фондовідача)   | Показує ефективність використання основних засобів підприємства   | збільшення               |                    |       |       |
| 4.8. | Коеф. обіговості власного капіталу                | Показує ефективність використання власного капіталу підприємства  | збільшення               |                    |       |       |
| 5.   | <i>Аналіз рентабельності підприємства</i>         | <i>Дозволяє визначити ефективність вкладення коштів у підприємство та раціональність їхнього використання</i> |                          |                    |       |       |
| 5.1. | Коеф. рентабельності активів                      | Характеризує ефективність використання активів підприємства   | >0<br>збільшення         |                    |       |       |
| 5.2. | Коеф. рентабельності власного капіталу            | Характеризує ефективність вкладення коштів у дане підприємство  | >0<br>збільшення         |                    |       |       |
| 5.3. | Коеф. рентабельності діяльності                   | Характеризує ефективність господарської діяльності підприємства   | >0<br>збільшення         |                    |       |       |
| 5.4. | Коеф. рентабельності продукції                    | Характеризує прибутковість господарської діяльності підприємства від основної діяльності                      | >0<br>збільшення         |                    |       |       |
| 6.   | <i>Аналіз структури балансу</i>                   |   |                          |                    |       |       |
| 6.1. | Коефіцієнт Бівера                                 | Відображає небажане скорочення частки прибутку, яка направляється на розвиток виробництва                     | >0,2                     |                    |       |       |

Таблиця 4.5

**Групування сільськогосподарських підприємств  
за рівнем землеволодіння та землекористування  
(на 01.01.20\_\_ р.)**

| Територіально-адміністративні одиниці | Кількість сільгосп-підприємств |            | Питома вага найбільших сільгосп-підприємств у загальній кількості, % | Середня площа сільгоспугідь одного сільгосп-підприємства, га |            | Питома вага площі сільгоспугідь найбільших сільгоспідприємств у загальній площі сільгоспугідь генеральної сукупності, % |                 |                 |
|---------------------------------------|--------------------------------|------------|--|--|------------|---|-----------------|-----------------|
|                                       | всіх                           | найбільших |  | всіх   | найбільших | на 01.01. 20_р.   | на 01.01. 20_р. | на 01.01. 20_р. |
| А                                     |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| Б                                     |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| В                                     |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| Г                                     |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| Д                                     |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| Е                                     |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| <b>Група I</b>                        |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| Ж                                     |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| З                                     |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| І                                     |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| К                                     |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| Л                                     |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| М                                     |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| <b>Група II</b>                       |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| Н                                     |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| О                                     |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| П                                     |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| Р                                     |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| С                                     |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| Т                                     |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| <b>Група III</b>                      |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| По області у середньому               |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |
| По області уточнено*                  |                                |            |  |  |            |   |                 |                 |

\*За виключенням філіалів і відділень

Таблиця 4.6

## Ресурсний потенціал різних організаційно-правових форм сільськогосподарських підприємств, 20\_р.

| Показники   | Корпоративні підприємства |                   | Некорпоративні підприємства |                       |                         | Сільськогосподарські підприємства –всього | у т. ч. краще підприємство |
|---|---------------------------|-------------------|-----------------------------|-----------------------|-------------------------|---|----------------------------|
|   | господарські товариства   | інші підприємства | державні підприємства       | приватні підприємства | фермерські господарства |   |                            |
| Кількість підприємств, од.  |                           |                   |                             |                       |                         |   |                            |
| Площа сільгоспугідь, тис. га  |                           |                   |                             |                       |                         |   |                            |
| у т. ч. ріллі, тис. га  |                           |                   |                             |                       |                         |   |                            |
| Площа сільгоспугідь у розрахунку на 1 підприємство, га                        |                           |                   |                             |                       |                         |   |                            |
| у % до середнього значення  |                           |                   |                             |                       |                         |   |                            |
| Середньооблікова чисельність працівників, чол.                                |                           |                   |                             |                       |                         |   |                            |
| Середньооблікова чисельність працівників у розрахунку на 1 підприємство, чол. |                           |                   |                             |                       |                         |   |                            |
| у % до середнього значення  |                           |                   |                             |                       |                         |   |                            |

Таблиця 4.7

**Ефективність використання ресурсного потенціалу в  
різних організаційно-правових формах  
сільськогосподарських підприємств, 20\_\_ р.**

| Показники   | Корпоративні підприємства |                   | Некорпоративні підприємства |                       |                         | Сільськогосподарські підприємства – всього | у т. ч. краще підприємство |
|---|---------------------------|-------------------|-----------------------------|-----------------------|-------------------------|--|----------------------------|
|   | господарські товариства   | інші підприємства | державні підприємства       | приватні підприємства | фермерські господарства |  |                            |
| Виробництво на 100 га ріллі, ц:   |                           |                   |                             |                       |                         |  |                            |
| - зерна   |                           |                   |                             |                       |                         |  |                            |
| - соняшника   |                           |                   |                             |                       |                         |  |                            |
| - м'яса свиней  |                           |                   |                             |                       |                         |  |                            |
| Виробництво на 100 га сільгоспугідь, ц:                                   |                           |                   |                             |                       |                         |  |                            |
| - молока  |                           |                   |                             |                       |                         |  |                            |
| - приросту ВРХ  |                           |                   |                             |                       |                         |  |                            |
| Виробництво валової продукції на 100 га сільгоспугідь, тис. грн.          |                           |                   |                             |                       |                         |  |                            |
| Продуктивність праці, тис. грн./чол.                                      |                           |                   |                             |                       |                         |  |                            |
| Отримано прибутку від операційної діяльності на 1 підприємство, тис. грн. |                           |                   |                             |                       |                         |  |                            |
| Прибуток від операційної діяльності на 100 га сільгоспугідь, тис. грн.    |                           |                   |                             |                       |                         |  |                            |
| Рівень рентабельності операційної діяльності, %                           |                           |                   |                             |                       |                         |  |                            |



Таблиця 4.8

## Ефект від операційної діяльності сільськогосподарських підприємств, 20\_\_ р.

| Організаційно-правові форми підприємств    | Фінансові результати операційної діяльності |                              |                                 |                            |                                     |   |
|--|---|------------------------------|---------------------------------|----------------------------|-------------------------------------|---|
|  | кількість прибуткових підприємств           | одержано прибутку, тис. грн. | кількість збиткових підприємств | одержано збитку, тис. грн. | чистий прибуток (збиток), тис. грн. | рівень рентабельності операційної діяльності, % |
| Корпоративні підприємства:                 |   |                              |                                 |                            |                                     |   |
| - господарські товариства                  |   |                              |                                 |                            |                                     |   |
| - інші підприємства                        |   |                              |                                 |                            |                                     |   |
| Некорпоративні підприємства:               |   |                              |                                 |                            |                                     |   |
| - державні підприємства                    |   |                              |                                 |                            |                                     |   |
| - приватні підприємства                    |   |                              |                                 |                            |                                     |   |
| - фермерські господарства                  |   |                              |                                 |                            |                                     |   |
| Сільськогосподарські підприємства - всього |   |                              |                                 |                            |                                     |   |
| у т. ч. краще підприємство                 |   |                              |                                 |                            |                                     |   |

Рівень сприйняття корпоратизації селянством не в останню чергу залежатиме від доходів, що власники ресурсів отримуватимуть на них. Тому доцільно досліджувати рівень економічної ефективності господарювання, заробітної та орендної плати у сільськогосподарських підприємствах. Для нівелювання природно-економічних відмінностей доцільно умовно регіон поділяти на 3 зони:

1) Південна – промислова, з високим рівнем урбанізації та гіршими природними умовами для агробізнесу окрім підприємств 3 зони;

2) Північна – аграрна, з низьким рівнем урбанізації та кращими природними умовами для агробізнесу, окрім підприємств 3 зони;

3) Приміська – всі господарства, що розташовані у радіусі 10 км від міст з населенням не менше 20000 чол.

Таблиця 4.9

**Показники рівнів доходів власників земельних і майнових паїв (орендодавців), найманих робітників і засновників сільськогосподарських підприємств, 20\_\_ р.**

| Показники  | Всього | У тому числі за зонами |          |           |
|--|--------|------------------------|----------|-----------|
|  |        | Південна               | Північна | Приміська |
| Кількість підприємств  |        |                        |          |           |
| Середньооблікова чисельність працівників, чол.   |        |                        |          |           |
| Площа орендованих сільгоспугідь, га  |        |                        |          |           |
| Виробнича собівартість реалізованої продукції, тис. грн.   |        |                        |          |           |
| Виробничі витрати на 1 га сільгоспугідь, грн.  |        |                        |          |           |
| Питома вага у повній собівартості реалізованої продукції (%):  |        |                        |          |           |
| - витрат на реалізацію   |        |                        |          |           |
| - адміністративних витрат  |        |                        |          |           |
| Витрати на оплату праці та відрахування на соціальні заходи, тис. грн.                               |        |                        |          |           |
| Питома вага витрат на оплату праці у виробничій собівартості валової продукції, %                    |        |                        |          |           |
| Середньомісячна зарплата працівника, грн.  |        |                        |          |           |
| Загальна сума орендної плати на підприємствах, тис. грн.   |        |                        |          |           |
| Орендна плата з розрахунку на 1 га земельного паю, грн.  |        |                        |          |           |
| Питома вага у виробничій собівартості валової продукції плати за оренду земельних / майнових паїв, % |        |                        |          |           |
| Виручка від реалізації продукції, тис. грн.  |        |                        |          |           |
| Прибуток від операційної діяльності, тис. грн.   |        |                        |          |           |
| Прибуток від операційної діяльності на 1 робітника, грн.   |        |                        |          |           |
| Прибуток від операційної діяльності на 1 га орендованих сільгоспугідь, грн.                          |        |                        |          |           |
| Рівень рентабельності операційної діяльності, %  |        |                        |          |           |

Таблиця 4.10

**Рівень інтенсивності, ефективності інтенсифікації та економічної ефективності виробництва найважливіших видів сільськогосподарських культур у залежності від організаційно-правової форми сільськогосподарських підприємств, 20\_\_ р.**

| Організаційно-правова форма підприємств          | Зернові та зернобобові                         |  |                                       | Соняшник                                       |  |                                       |
|--|--|--|---------------------------------------|--|--|---------------------------------------|
|  | виробничі витрати на 1 га зібраної площі, грн. | окупність поточних витрат валовою продукцією за поточними цінами | прибуток на 1 га зібраної площі, грн. | виробничі витрати на 1 га зібраної площі, грн. | окупність поточних витрат валовою продукцією за поточними цінами | прибуток на 1 га зібраної площі, грн. |
| ПрАТ   |  |  |                                       |  |  |                                       |
| Колективні підприємства                          |  |  |                                       |  |  |                                       |
| ТОВ  |  |  |                                       |  |  |                                       |
| Державні підприємства                            |  |  |                                       |  |  |                                       |
| ФГ   |  |  |                                       |  |  |                                       |
| ПП   |  |  |                                       |  |  |                                       |
| ПАТ  |  |  |                                       |  |  |                                       |
| Дочірні підприємства                             |  |  |                                       |  |  |                                       |
| Кооперативи                                      |  |  |                                       |  |  |                                       |
| Сільськогосподарські виробничі кооперативи (СВК) |  |  |                                       |  |  |                                       |
| В цілому по сільгоспідприємствах                 |  |  |                                       |  |  |                                       |
| в т.ч. краще підприємство                        |  |  |                                       |  |  |                                       |

Таблиця 4.11

**Рівень інтенсивності, ефективності інтенсифікації та економічної ефективності виробництва найважливіших видів продукції тваринництва в залежності від організаційно-правових форм сільськогосподарських підприємств, 20\_\_ р.**

| Організаційно-правова форма                | Молоко                              |  | М'ясо ВРХ                  |  | М'ясо свиней   |                            |  |  |                            |
|--|-------------------------------------|--|----------------------------|--|--|----------------------------|--|--|----------------------------|
|  | виробничі витрати на 1 корову, грн. | окупність поточних витрат валовою продукцією за поточними цінами | прибуток на 1 голову, грн. | виробничі витрати на 1 голову ВРХ на вирощуванні та відгодівлі, грн. | окупність поточних витрат валовою продукцією за поточними цінами | прибуток на 1 голову, грн. | виробничі витрати на 1 голову свиней, грн. | окупність поточних витрат валовою продукцією за поточними цінами | прибуток на 1 голову, грн. |
| ПП   |                                     |  |                            |  |  |                            |  |  |                            |
| Колективні підприємства                    |                                     |  |                            |  |  |                            |  |  |                            |
| ФГ   |                                     |  |                            |  |  |                            |  |  |                            |
| ТОВ  |                                     |  |                            |  |  |                            |  |  |                            |
| Кооперативи                                |                                     |  |                            |  |  |                            |  |  |                            |
| Дочірні підприємства                       |                                     |  |                            |  |  |                            |  |  |                            |
| Сільськогосподарські виробничі кооперативи |                                     |  |                            |  |  |                            |  |  |                            |
| Державні підприємства                      |                                     |  |                            |  |  |                            |  |  |                            |
| ПрАТ                                       |                                     |  |                            |  |  |                            |  |  |                            |
| в т.ч. краще підприємство                  |                                     |  |                            |  |  |                            |  |  |                            |
| ПАТ  |                                     |  |                            |  |  |                            |  |  |                            |
| В цілому по сільгоспідприємствах           |                                     |  |                            |  |  |                            |  |  |                            |

Таблиця 4.12

**Зібрана площа та натуральні показники ефективності виробництва найважливіших видів сільськогосподарських культур в залежності від організаційно-правової форми сільськогосподарських підприємств, 20\_\_ р.**

| Організаційно-правова форма                | Зернові та зернобобові |                   |  | Соняшник  |                   |  |
|--|------------------------|-------------------|--|-----------|-------------------|--|
|  | площа, га              | урожайність, ц/га | виробництво на 100 га сільгоспугідь, ц | площа, га | урожайність, ц/га | виробництво на 100 га сільгоспугідь, ц |
| ПрАТ                                       |                        |                   |  |           |                   |  |
| ПП   |                        |                   |  |           |                   |  |
| ФГ   |                        |                   |  |           |                   |  |
| ТОВ  |                        |                   |  |           |                   |  |
| Дочірні підприємства                       |                        |                   |  |           |                   |  |
| Колективні підприємства                    |                        |                   |  |           |                   |  |
| Сільськогосподарські виробничі кооперативи |                        |                   |  |           |                   |  |
| ПАТ  |                        |                   |  |           |                   |  |
| Державні підприємства                      |                        |                   |  |           |                   |  |
| Кооперативи                                |                        |                   |  |           |                   |  |
| В цілому по сільгоспідприємствах           |                        |                   |  |           |                   |  |
| в т.ч. краще підприємство                  |                        |                   |  |           |                   |  |

Таблиця 4.13

**Поголів'я та натуральні показники ефективності виробництва найважливіших видів продукції тваринництва в залежності від організаційно-правової форми сільськогосподарських підприємств, 20\_\_ р.**

| Організаційно-правова форма                | Молоко                |                          |   | М'ясо ВРХ  |                            |  | М'ясо свиней           |                            |                                      |
|--|-----------------------|--------------------------|---|--|----------------------------|--|------------------------|----------------------------|--------------------------------------|
|  | поголов'я корів, гол. | річна продуктивність, кг | виробництво молока на 100 га сільгоспугідь, ц | поголов'я ВРХ на вирощуванні та відгодівлі, гол. | середньодобовий приріст, г | виробництво м'яса ВРХ на 100 га сільгоспугідь, ц | поголов'я свиней, гол. | середньодобовий приріст, г | виробництво м'яса на 100 га ріплі, ц |
| Колективні підприємства                    |                       |                          |   |  |                            |  |                        |                            |                                      |
| Сільськогосподарські виробничі кооперативи |                       |                          |   |  |                            |  |                        |                            |                                      |
| ПрАТ                                       |                       |                          |   |  |                            |  |                        |                            |                                      |
| ТОВ  |                       |                          |   |  |                            |  |                        |                            |                                      |
| Державні підприємства                      |                       |                          |   |  |                            |  |                        |                            |                                      |
| ПП   |                       |                          |   |  |                            |  |                        |                            |                                      |
| ПАТ  |                       |                          |   |  |                            |  |                        |                            |                                      |
| ФГ   |                       |                          |   |  |                            |  |                        |                            |                                      |
| Дочірні підприємства                       |                       |                          |   |  |                            |  |                        |                            |                                      |
| Кооператив                                 |                       |                          |   |  |                            |  |                        |                            |                                      |
| В цілому по сільгоспідприємствах           |                       |                          |   |  |                            |  |                        |                            |                                      |
| в т.ч. краще підприємство                  |                       |                          |   |  |                            |  |                        |                            |                                      |

Таблиця 4.14

**Показники економічної ефективності виробництва продукції тваринництва у сільськогосподарських підприємствах А, Б, В регіонів 20\_\_ р.**

| Організаційно-правова форма                | Продуктивність праці з валової продукції за поточними цінами, грн./чол.-год. |   |   | Рівень рентабельності, % |   |   |
|--|--|---|---|--------------------------|---|---|
|  | А  | Б | В | А                        | Б | В |
| ПАТ  |  |   |   |                          |   |   |
| ТОВ  |  |   |   |                          |   |   |
| Кооперативи                                |  |   |   |                          |   |   |
| ПП   |  |   |   |                          |   |   |
| ФГ   |  |   |   |                          |   |   |
| Дочірні підприємства                       |  |   |   |                          |   |   |
| Сільськогосподарські виробничі кооперативи |  |   |   |                          |   |   |
| ПрАТ                                       |  |   |   |                          |   |   |
| Колективні підприємства                    |  |   |   |                          |   |   |
| Державні підприємства                      |  |   |   |                          |   |   |
| Виробничі кооперативи                      |  |   |   |                          |   |   |
| В цілому по сільгоспідприємствах           |  |   |   |                          |   |   |
| в т.ч. краще підприємство                  |  |   |   |                          |   |   |

Таблиця 4.15

**Показники економічної ефективності виробництва продукції рослинництва у  
сільськогосподарських підприємствах А, Б, В регіонів, 20\_\_ р.**

| Організаційно-правова форма                | Продуктивність праці з валової продукції за поточними цінами, грн./чол.- год. |   |   | Рівень рентабельності, % |   |   |
|--|---|---|---|--------------------------|---|---|
|  | А   | Б | В | А                        | Б | В |
| Колективні підприємства                    |   |   |   |                          |   |   |
| ПрАТ                                       |   |   |   |                          |   |   |
| ФГ   |   |   |   |                          |   |   |
| ТОВ  |   |   |   |                          |   |   |
| Державні підприємства                      |   |   |   |                          |   |   |
| ПП   |   |   |   |                          |   |   |
| ПАТ  |   |   |   |                          |   |   |
| Сільськогосподарські виробничі кооперативи |   |   |   |                          |   |   |
| Дочірні підприємства                       |   |   |   |                          |   |   |
| Кооперативи                                |   |   |   |                          |   |   |
| Виробничі кооперативи                      |   |   |   |                          |   |   |
| В цілому по сільгосп підприємствах         |   |   |   |                          |   |   |
| в т.ч. краще підприємство                  |   |   |   |                          |   |   |



Таблиця 4.16

**Групування сільськогосподарських підприємств за рівнем витрат на 1 га сільськогосподарських угідь (вихідні дані), 20\_\_ р.**

| Показники   | Групи господарств за витратами на 1 га сільгоспугідь, грн. |                     |                      |                     |                      | В цілому по сукупності | у т. ч. краще підприємство |
|---|--|---------------------|----------------------|---------------------|----------------------|------------------------|----------------------------|
|   | I<br>(до 400,0)*   | II<br>(400,1-599,9) | III<br>(600,0-799,9) | IV<br>(800,0-999,9) | V<br>(більше 1000,0) |                        |                            |
| Кількість господарств                                     |  |                     |                      |                     |                      |                        |                            |
| Площа сільгоспугідь, га                                   |  |                     |                      |                     |                      |                        |                            |
| Кількість робітників, грн..                               |  |                     |                      |                     |                      |                        |                            |
| Вартість активів, тис. грн..                              |  |                     |                      |                     |                      |                        |                            |
| Валова продукція за поточними цінами, тис. грн..          |  |                     |                      |                     |                      |                        |                            |
| Сукупні витрати, тис. грн..                               |  |                     |                      |                     |                      |                        |                            |
| Виробнича собівартість реалізованої продукції, тис. грн.. |  |                     |                      |                     |                      |                        |                            |
| Прибуток від реалізації, тис. грн..                       |  |                     |                      |                     |                      |                        |                            |

\*Значення є прикладом розподілу

Таблиця 4.17

**Групування сільськогосподарських підприємств області за рівнем витрат на 1 га сільськогосподарських угідь (розрахункові дані), 20\_\_ р.**

| Показники   | Групи господарств за витратами на 1 га сільгоспугідь, грн. |                     |                      |                     |                      | В середньому по сукупності | у т. ч. краще підприємство |
|---|--|---------------------|----------------------|---------------------|----------------------|----------------------------|----------------------------|
|   | I<br>(до 400,0)  | II<br>(400,1-599,9) | III<br>(600,0-799,9) | IV<br>(800,0-999,9) | V<br>(більше 1000,0) |                            |                            |
| Витрати на 1 га сільгоспугідь, грн.   |  |                     |                      |                     |                      |                            |                            |
| Вартість активів на 1 га сільгоспугідь, грн.                                      |  |                     |                      |                     |                      |                            |                            |
| Валова продукція на 1 га сільгоспугідь, грн.                                      |  |                     |                      |                     |                      |                            |                            |
| Валова продукція на 1 робітника, тис. грн.  |  |                     |                      |                     |                      |                            |                            |
| Питома вага виручки від реалізації тваринницької продукції у загальній виручці, % |  |                     |                      |                     |                      |                            |                            |
| Прибуток від реалізації на 1 га сільгоспугідь, грн.                               |  |                     |                      |                     |                      |                            |                            |
| Прибуток від реалізації на 1 тис. грн. активів, грн.                              |  |                     |                      |                     |                      |                            |                            |
| Рівень рентабельності, %  |  |                     |                      |                     |                      |                            |                            |

Таблиця 4.18

**Групування сільськогосподарських підприємств області  
за вартістю активів на 1 га сільськогосподарських угідь, 20\_\_ р.**

| Показники   | Групи господарств за вартістю активів на 1 га сільгоспугідь у 20__ р., грн. |                     |                       |                       |                   | В середньому по сукупності | у т. ч. краще підприємство |
|---|---|---------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------|----------------------------|----------------------------|
|   | I<br>(до 500,0)   | II<br>(500,1-899,9) | III<br>(900,0-1499,9) | IV<br>(1500,0-2599,9) | V (більше 2600,0) |                            |                            |
| Кількість господарств   |   |                     |                       |                       |                   |                            |                            |
| Вартість активів на 1 га сільгоспугідь, грн.                                      |   |                     |                       |                       |                   |                            |                            |
| Валова продукція на 1 га сільгоспугідь, грн.                                      |   |                     |                       |                       |                   |                            |                            |
| Валова продукція на 1 робітника, тис. грн.  |   |                     |                       |                       |                   |                            |                            |
| Питома вага виручки від реалізації тваринницької продукції у загальній виручці, % |   |                     |                       |                       |                   |                            |                            |
| Витрати на 1 га сільгоспугідь, грн.   |   |                     |                       |                       |                   |                            |                            |
| Прибуток від операційної діяльності на 1 га сільгоспугідь, грн.                   |   |                     |                       |                       |                   |                            |                            |
| Прибуток від операційної діяльності на 1 тис. грн. вартості активів, грн.         |   |                     |                       |                       |                   |                            |                            |
| Рівень рентабельності операційної діяльності, %                                   |   |                     |                       |                       |                   |                            |                            |

Таблиця 4.19

**Групування сільськогосподарських підприємств за вартістю активів  
на 1 га сільськогосподарських угідь (вихідні дані), 20\_\_ р.**

| Показники  | Групи господарств за вартістю активів на 1 га сільгоспугідь у 20__ р., грн. |                     |                       |                       |                      | В цілому по сукупності | у т. ч. краще підприємство |
|--|---|---------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|------------------------|----------------------------|
|  | I<br>(до 500,0)   | II<br>(500,1-899,9) | III<br>(900,0-1499,9) | IV<br>(1500,0-2599,9) | V<br>(більше 2600,0) |                        |                            |
| Кількість господарств                                    |   |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| Площа сільгоспугідь, га                                  |   |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| Кількість робітників, чол.                               |   |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| Вартість активів, тис. грн.                              |   |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| Валова продукція за поточними цінами, тис. грн.          |   |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| Сукупні витрати, тис. грн.                               |   |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| Виробнича собівартість реалізованої продукції, тис. грн. |   |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| Прибуток від реалізації, тис. грн.                       |   |                     |                       |                       |                      |                        |                            |

Таблиця 4.20

**Групування вибірки сільськогосподарських підприємств за рівнем витрат на 1 га сільськогосподарських угідь (вихідні дані), за 5 останніх років**

| Показники                   | Групи господарств за витратами на 1 га сільгоспугідь у 20__ р., грн. |                     |                       |                       |                      | В цілому по сукупності | у т. ч. краще підприємство |
|-----------------------------|--|---------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|------------------------|----------------------------|
|                             | I<br>(до 500,0)  | II<br>(500,1-799,9) | III<br>(800,0-1099,9) | IV<br>(1100,0-1399,9) | V<br>(більше 1400,0) |                        |                            |
| Кількість господарств       |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| Площа сільгоспугідь, га     |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| I рік                       |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| V рік                       |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| Кількість робітників, чол.  |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| I рік                       |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| V рік                       |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| Вартість активів, тис. грн. |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| I рік                       |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| V рік                       |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |

Продовження табл. 4.20

| Показники  | Групи господарств за витратами на 1 га сільгоспугідь у 20__ р., грн. |                     |                       |                       |                      | В цілому по сукупності | У т. ч. краще підприємство |
|--|--|---------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|------------------------|----------------------------|
|  | I<br>(до 500,0)  | II<br>(500,1-799,9) | III<br>(800,0-1099,9) | IV<br>(1100,0-1399,9) | V<br>(більше 1400,0) |                        |                            |
| Валова продукція за поточними цінами, тис. грн.          |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| I рік  |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| V рік  |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| Сукупні витрати, тис. грн.                               |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| I рік  |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| V рік  |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| Виробнича собівартість реалізованої продукції, тис. грн. |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| I рік  |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| V рік  |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| Прибуток від реалізації продукції, тис. грн.             |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| I рік  |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| V рік  |  |                     |                       |                       |                      |                        |                            |

Таблиця 4.21

### Групування вибірки сільськогосподарських підприємств за рівнем витрат на 1 га сільськогосподарських угідь (розрахункові дані), за 5 останніх років

| Показники   | Групи господарств за витратами на 1 га сільгоспугідь у 20__ р., грн. |                     |                       |                       |                      | В середньому по сукупності | у т.ч. краще підприємство |
|---|--|---------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------------|---------------------------|
|   | I<br>(до 500,0)  | II<br>(500,0-799,9) | III<br>(800,0-1099,9) | IV<br>(1100,0-1399,9) | V<br>(більше 1400,0) |                            |                           |
| Темпи росту площі сільгоспугідь, %                    |  |                     |                       |                       |                      |                            |                           |
| Темпи росту кількості робітників, %                   |  |                     |                       |                       |                      |                            |                           |
| Вартість активів на 1 га сільгоспугідь, грн.          |  |                     |                       |                       |                      |                            |                           |
| I рік   |  |                     |                       |                       |                      |                            |                           |
| V рік   |  |                     |                       |                       |                      |                            |                           |
| Темп росту вартості активів на 1 га сільгоспугідь, %  |  |                     |                       |                       |                      |                            |                           |
| Валова продукція на 1 га сільгоспугідь, грн.          |  |                     |                       |                       |                      |                            |                           |
| I рік   |  |                     |                       |                       |                      |                            |                           |
| V рік   |  |                     |                       |                       |                      |                            |                           |
| Темп росту валової продукції на 1 га сільгоспугідь, % |  |                     |                       |                       |                      |                            |                           |
| Валова продукція на 1 робітника, тис. грн.            |  |                     |                       |                       |                      |                            |                           |
| I рік   |  |                     |                       |                       |                      |                            |                           |
| V рік   |  |                     |                       |                       |                      |                            |                           |

Продовження табл. 4.21

| Показники  | Групи господарств за витратами на 1 га сільгоспугідь у 20__ р., грн. |                     |                           |                           |                         | В середньому<br>по<br>сукупності | у т. ч.<br>краще<br>підприємство |
|--|--|---------------------|---------------------------|---------------------------|-------------------------|----------------------------------|----------------------------------|
|  | I<br>(до 500,0)  | II<br>(500,0-799,9) | III<br>(800,0-<br>1099,9) | IV<br>(1100,0-<br>1399,9) | V<br>(більше<br>1400,0) |                                  |                                  |
| Темпи росту валової продукції на 1 робітника, %  |  |                     |                           |                           |                         |                                  |                                  |
| Витрати на 1 га сільгоспугідь, грн.              |  |                     |                           |                           |                         |                                  |                                  |
| I рік  |  |                     |                           |                           |                         |                                  |                                  |
| V рік  |  |                     |                           |                           |                         |                                  |                                  |
| Темпи росту витрат на 1 га сільгоспугідь, %      |  |                     |                           |                           |                         |                                  |                                  |
| Прибуток на 1 га сільгоспугідь, грн.             |  |                     |                           |                           |                         |                                  |                                  |
| I рік  |  |                     |                           |                           |                         |                                  |                                  |
| V рік  |  |                     |                           |                           |                         |                                  |                                  |
| Темпи росту прибутку на 1 га сільгоспугідь, грн. |  |                     |                           |                           |                         |                                  |                                  |
| Рівень рентабельності, %                         |  |                     |                           |                           |                         |                                  |                                  |
| I рік  |  |                     |                           |                           |                         |                                  |                                  |
| V рік  |  |                     |                           |                           |                         |                                  |                                  |
| Відхилення у рівні рентабельності, %             |  |                     |                           |                           |                         |                                  |                                  |



Таблиця 4.22

**Групування вибірки сільськогосподарських підприємств за вартістю активів на  
1 га сільськогосподарських угідь (вихідні дані), 20\_\_ р.**

| Показники  | Групи господарств за вартістю активів на 1 га сільгоспугідь, грн. |                     |                           |                           |                         | В цілому по<br>сукупності | У т. ч. краще<br>підприємство |
|--|---|---------------------|---------------------------|---------------------------|-------------------------|---------------------------|-------------------------------|
|  | I<br>(до 500,0)   | II<br>(500,1-899,9) | III<br>(900,0-<br>1499,9) | IV<br>(1500,0-<br>2599,9) | V<br>(більше<br>2600,0) |                           |                               |
| Кількість господарств                              |   |                     |                           |                           |                         |                           |                               |
| Площа сільгоспугідь, га                            |   |                     |                           |                           |                         |                           |                               |
| I рік  |   |                     |                           |                           |                         |                           |                               |
| V рік  |   |                     |                           |                           |                         |                           |                               |
| Кількість робітників, чол.                         |   |                     |                           |                           |                         |                           |                               |
| I рік  |   |                     |                           |                           |                         |                           |                               |
| V рік  |   |                     |                           |                           |                         |                           |                               |
| Вартість активів, тис. грн.                        |   |                     |                           |                           |                         |                           |                               |
| I рік  |   |                     |                           |                           |                         |                           |                               |
| V рік  |   |                     |                           |                           |                         |                           |                               |
| Валова продукція за<br>поточними цінами, тис. грн. |   |                     |                           |                           |                         |                           |                               |
| I рік  |   |                     |                           |                           |                         |                           |                               |
| V рік  |   |                     |                           |                           |                         |                           |                               |

Продовження табл. 4.22

| Показники  | Групи господарств за вартістю активів на 1 га сільгоспугідь, грн. |                     |                       |                       |                      | В цілому по сукупності | У т. ч. краще підприємство |
|--|---|---------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|------------------------|----------------------------|
|  | I<br>(до 500,0)   | II<br>(500,1-899,9) | III<br>(900,0-1499,9) | IV<br>(1500,0-2599,9) | V<br>(більше 2600,0) |                        |                            |
| Сукупні витрати, тис. грн.                               |   |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| I рік  |   |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| V рік  |   |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| Виробнича собівартість реалізованої продукції, тис. грн. |   |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| I рік  |   |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| V рік  |   |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| Прибуток від реалізації продукції, тис. грн.             |   |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| I рік  |   |                     |                       |                       |                      |                        |                            |
| V рік  |   |                     |                       |                       |                      |                        |                            |

Таблиця 4.23

**Групування вибірки сільськогосподарських підприємств за вартістю активів  
на 1 га сільськогосподарських угідь (розрахункові дані), 20 р.**

| Показники  | Групи господарств за вартістю активів на 1 га сільгоспугідь, грн. |                     |                           |                           |                         | В середньому<br>по сукупності | у т. ч. краще<br>підприємство |
|--|---|---------------------|---------------------------|---------------------------|-------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
|  | I<br>(до 500,0)   | II<br>(500,1-899,9) | III<br>(900,0-<br>1499,9) | IV<br>(1500,0-<br>2599,9) | V<br>(більше<br>2600,0) |                               |                               |
| Темпи росту площі<br>сільгоспугідь, %                        |   |                     |                           |                           |                         |                               |                               |
| Темпи росту кількості<br>робітників, %                       |   |                     |                           |                           |                         |                               |                               |
| Вартість активів на<br>1 га сільгоспугідь, грн.              |   |                     |                           |                           |                         |                               |                               |
| I рік  |   |                     |                           |                           |                         |                               |                               |
| V рік  |   |                     |                           |                           |                         |                               |                               |
| Темпи росту вартості<br>активів на 1 га<br>сільгоспугідь, %  |   |                     |                           |                           |                         |                               |                               |
| Валова продукція на 1 га<br>сільгоспугідь, грн.              |   |                     |                           |                           |                         |                               |                               |
| I рік  |   |                     |                           |                           |                         |                               |                               |
| V рік  |   |                     |                           |                           |                         |                               |                               |
| Темпи росту валової<br>продукції на 1 га<br>сільгоспугідь, % |   |                     |                           |                           |                         |                               |                               |
| Валова продукція на<br>1 робітника, тис. грн.                |   |                     |                           |                           |                         |                               |                               |
| I рік  |   |                     |                           |                           |                         |                               |                               |
| V рік  |   |                     |                           |                           |                         |                               |                               |

Продовження табл. 4.23

| Показники  | Групи господарств за вартістю активів на 1 га сільгоспугідь, грн. |                     |                       |                       |                      | В середньому по сукупності | У т. ч. краще підприємство |
|--|---|---------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------------|----------------------------|
|  | I<br>(до 500,0)   | II<br>(500,1-899,9) | III<br>(900,0-1499,9) | IV<br>(1500,0-2599,9) | V<br>(більше 2600,0) |                            |                            |
| Темпи росту валової продукції на 1 робітника, %  |   |                     |                       |                       |                      |                            |                            |
| Витрати на 1 га сільгоспугідь, грн.              |   |                     |                       |                       |                      |                            |                            |
| I р.   |   |                     |                       |                       |                      |                            |                            |
| V р.   |   |                     |                       |                       |                      |                            |                            |
| Темпи росту витрат на 1 га, %                    |   |                     |                       |                       |                      |                            |                            |
| Прибуток на 1 га сільгоспугідь, грн.             |   |                     |                       |                       |                      |                            |                            |
| I р.   |   |                     |                       |                       |                      |                            |                            |
| V р.   |   |                     |                       |                       |                      |                            |                            |
| Темпи росту прибутку на 1 га сільгоспугідь, грн. |   |                     |                       |                       |                      |                            |                            |
| Рівень рентабельності, %                         |   |                     |                       |                       |                      |                            |                            |
| I р.   |   |                     |                       |                       |                      |                            |                            |
| V р.   |   |                     |                       |                       |                      |                            |                            |
| Відхилення у рівні рентабельності, %             |   |                     |                       |                       |                      |                            |                            |

Результати аналізу підтверджуються кореляційно-регресійним прийомом економічного аналізу. Функцією доцільно обрати прибуток від операційної діяльності на 1 га сільськогосподарських угідь та прибуток від операційної діяльності на 1 грн. вартості активів. Парні коефіцієнти кореляції зазвичай високі між функцією (Y) та факторами – вартість активів, валовою продукцією за поточними цінами, витратами на 1 га сільськогосподарських угідь, вартістю активів на 1 га сільськогосподарських угідь.

Відсутність тісного зв'язку між вартістю активів та ефективністю інтенсифікації може свідчити щодо їх неоптимальної структури.

Дослідимо, наприклад, багатофакторне рівняння регресії за матеріалами аналізу:

$$Y = -69,1320 + 0,1612X_1 + 0,0198X_2 + 0,0935X_3,$$

де  $X_1$  – витрати на 1 га сільськогосподарських угідь за 2006 р., грн.;

$X_2$  – вартість активів на 1 га сільськогосподарських угідь 2006 р., грн.;

$X_3$  – валова продукція за поточними цінами 2006 р., тис. грн.

Коефіцієнт кореляції дорівнює 0,8360, коефіцієнт детермінації – 0,6990, тобто існує тісний зв'язок між вказаними факторами. На 69,9% прибуток на 1 га сільськогосподарських угідь обумовлюється факторними ознаками, поки не досягнуто оптимального рівня витрат та вартості активів (і їх структури) на 1 га сільськогосподарських угідь. Так, при збільшенні витрат на 1 га сільськогосподарських угідь на 1 грн. прибуток на 1 га збільшується на 0,16 грн.; при збільшенні вартості активів на 1 га сільськогосподарських угідь на 1 грн. – збільшується на 0,02 грн.; при збільшенні валової продукції на 1 тис. грн. – збільшується на 0,09 грн. Тобто ні процеси збільшення обсягів виробництва, ні витрати і вартість активів на 1 га не досягли свого граничного рівня. Це підтверджує необхідність концентрації і капіталізації аграрного виробництва.

Доцільним є розрахунок часткових коефіцієнтів еластичності між функцією і факторами за формулою:

$$E_i = \frac{a_i \times \overline{X_i}}{\overline{Y}}; \quad (4.23)$$

де  $a_i$  – коефіцієнт регресії при  $i$ -му факторі;

$\overline{X_i}$  – середнє значення  $i$ -го фактора;

$\overline{Y}$  – середнє значення результативної ознаки.

У нашому випадку з витрат на 1 га сільськогосподарських угідь  $E_1=0,1135$ ; з вартості активів на 1 га сільськогосподарських угідь  $E_2=0,0203$ ; з валової продукції у поточних цінах  $E_3=0,0936$ . Обчислені коефіцієнти показують, що при підвищенні рівня витрат на 1 га сільськогосподарських угідь на 1% прибуток від операційної діяльності на 1 га сільськогосподарських угідь збільшується на 0,11%; вартості активів на 1 га сільськогосподарських угідь – на 0,02%; валової продукції у поточних цінах – на 0,09%. Такий вплив обумовлює можливість пропонувати підвищення зазначених факторів до їх граничних значень, які при нестабільних ринках аграрної продукції не демонструють навіть найбільш капіталізовані аграрні підприємства. Це свідчить про значні можливості розвитку аграрних структур при стабілізації та певній гарантованості ємності аграрного ринку.

Процеси інтеграційних трансформацій (зокрема у птахівництві, зерновиробництві) динамічно розвиваються.

Позитивні наслідки від даних процесів, що на них можуть розраховувати корпоративні аграрні формування, – підвищення ефективності діяльності, у т. ч. за рахунок активізації роботи їх підрозділів, ріст ринкової вартості через капіталізацію у т.ч. за рахунок синергічного ефекту.

Оскільки вибір стратегічної альтернативи розвитку підприємства (у т.ч. злиття) ставиться у залежність від ринкової кон'юнктури і інтенсивності його розвитку, доцільно використовувати адаптовану до умов агропродовольчої сфери методикку застосування цього аналізу.

Ринкова кон'юнктура оцінюється (за наведеною матрицею) – експертним шляхом за наступними критеріями оцінки:

- 1) фаза розвитку ринку:
  - зростання;
  - насичення;
  - занепад;

- депресія;
- 2) фаза розвитку галузі:
  - зародження;
  - зростання;
  - сповільнення зростання;
  - зрілості;
  - занепаду;
- 3) рівень концентрації ринку:
  - вільна конкуренція;
  - монополістична конкуренція;
  - олігополія;
  - чиста монополія;
- 4) фаза розвитку фондового ринку:
  - зародження;
  - розвиток;
- 5) кон'юнктура пов'язаних ринків:
  - сприятлива;
  - несприятлива.

Виділяють сприятливу і несприятливу ринкову кон'юнктуру. Сприятливій ринковій кон'юнктурі властива певна стабільність підвищення цін, комерційна активність суб'єктів ринку. У таких умовах виникають економічні переваги для продавців. Подібна ситуація характеризується як ринок продавця – табл. 4.24.

Для несприятливої ринкової кон'юнктури характерне насичення ринку товарами, зниження цін, спад комерційної активності. Дія цих факторів призводить до такої ринкової кон'юнктури, що створює вигоду для покупців. Така ситуація характерна для ринку покупця.

Для проведення вищезазначеного дослідження із сукупності сільськогосподарських підприємств обирають малоприбуткові (рівень рентабельності до 20%), неприбуткові та збиткові підприємства, за якими були присутні всі дані за формою 50-с/г (крім КСП, державних підприємств, дочірніх підприємств та підсобних господарств). З отриманої кількості підприємств експерти обирають підприємства, інформація щодо яких є відносно відкритою і, відповідно, інформованість по даних підприємствах у експертів є на високому рівні.

Таблиця 4.24

## Матриця визначення ринкової кон'юнктури

| Основні критерії, за якими здійснюється оцінювання | Бальна оцінка за підприємствами |   |   |     |     |   |
|--|---------------------------------|---|---|-----|-----|---|
|  | 1                               | 2 | 3 | ... | n-1 | n |
| <b>Блок I. Фаза розвитку ринку</b>                 |                                 |   |   |     |     |   |
| 1. Зростання (10 балів)                            |                                 |   |   |     |     |   |
| 2. Насичення (5 балів)                             |                                 |   |   |     |     |   |
| 3. Занепад (2,5 балів)                             |                                 |   |   |     |     |   |
| 4. Депресія (1,25 балів)                           |                                 |   |   |     |     |   |
| <b>Значення балів</b>                              |                                 |   |   |     |     |   |
| <b>Рівень значимості блоку</b>                     | <b>0,20</b>                     |   |   |     |     |   |
| <b>Усього (бальна оцінка за блоком I)</b>          |                                 |   |   |     |     |   |
| <b>Блок II. Фаза розвитку галузі</b>               |                                 |   |   |     |     |   |
| 1. Зародження (5 балів)                            |                                 |   |   |     |     |   |
| 2. Зростання (10 балів)                            |                                 |   |   |     |     |   |
| 3. Сповільнення зростання (7,5 балів)              |                                 |   |   |     |     |   |
| 4. Зрілості (5 балів)                              |                                 |   |   |     |     |   |
| 5. Занепаду (2,5 балів)                            |                                 |   |   |     |     |   |
| <b>Значення балів</b>                              |                                 |   |   |     |     |   |
| <b>Рівень значимості блоку</b>                     | <b>0,20</b>                     |   |   |     |     |   |
| <b>Усього (бальна оцінка за II блоком)</b>         |                                 |   |   |     |     |   |
| <b>Блок III. Рівень концентрації ринку</b>         |                                 |   |   |     |     |   |
| 1. Вільна конкуренція (10 балів)                   |                                 |   |   |     |     |   |
| 2. Монополістична конкуренція (5 балів)            |                                 |   |   |     |     |   |
| 3. Олігополія (2,5 балів)                          |                                 |   |   |     |     |   |
| 4. Чиста монополія (1,25 балів)                    |                                 |   |   |     |     |   |
| <b>Значення балів</b>                              |                                 |   |   |     |     |   |
| <b>Рівень значимості блоку</b>                     | <b>0,20</b>                     |   |   |     |     |   |
| <b>Усього (бальна оцінка за III блоком)</b>        |                                 |   |   |     |     |   |



Продовження табл. 4.24

| Основні критерії, за якими здійснюється оцінювання | Бальна оцінка за підприємствами |   |   |     |     |   |
|--|---------------------------------|---|---|-----|-----|---|
|  | 1                               | 2 | 3 | ... | n-1 | n |
| <b>Блок IV. Фаза розвитку фондового ринку</b>      |                                 |   |   |     |     |   |
| 1. Зародження (1,25 балів)                         |                                 |   |   |     |     |   |
| 2. Розвиток (10 балів)                             |                                 |   |   |     |     |   |
| <b>Значення балів</b>                              |                                 |   |   |     |     |   |
| <b>Рівень значимості блоку</b>                     | <b>0,20</b>                     |   |   |     |     |   |
| <b>Усього (бальна оцінка за IV блоком)</b>         |                                 |   |   |     |     |   |
| <b>Блок V. Кон'юнктура пов'язаних ринків</b>       |                                 |   |   |     |     |   |
| 1. Сприятлива (10 балів)                           |                                 |   |   |     |     |   |
| 2. Несприятлива (1,25 балів)                       |                                 |   |   |     |     |   |
| <b>Значення балів</b>                              |                                 |   |   |     |     |   |
| <b>Рівень значимості блоку</b>                     | <b>0,20</b>                     |   |   |     |     |   |
| <b>Усього (бальна оцінка за V блоком)</b>          |                                 |   |   |     |     |   |
| <b>БАЛЬНА ОЦІНКА – УСЬОГО</b>                      |                                 |   |   |     |     |   |

За методом обґрунтування вибору потенційних партнерів маємо визначитися з колом аграрних і агропромислових підприємств, що можуть приймати участь в інтеграції у якості інтеграторів. Такими експерти вважають ті підприємства аграрного сектору економіки регіону, що вказують найбільш агресивні плани на інтеграцію.

Наприклад. За розрахунками найбільш сприятлива ринкова кон'юнктура спостерігається за суто аграрними підприємствами (середня за 20 об'єктами на 01.01.20\_\_ р. – 7,75 балів), виробнику хліба і хлібобулочних виробів ПАТ „Коровай” (7 балів), диверсифікованій Групі компаній „Агро-Агротон” (6,75 балів). По птахогосподарству СТОВ „Авіс” присутнє середнє значення кон'юнктури ринку (5,25 із 10 можливих балів), що пов'язано із насиченням ринку і надто гострою конкуренцією на ньому, яка супроводжується горизонтальними та вертикальними інтеграційними процесами. Це означає, що серед вищеназваних досліджуваних суб'єктів агропродовольчої сфери ініціаторами інтеграції мають бути ті, ринкова кон'юнктура яких менша.

Для злиття підприємства-інтегратора з потенційним учасником інтеграції доцільно використовувати алгоритм прийняття відповідного рішення (рис. 4.2), що адаптовано до умов сільського господарства.

Спираючись на представлений алгоритм, найсуттєвішими факторами можна вважати – визначення потенційних партнерів для інтеграції та оцінку її ефективності.

Фокусування уваги на цих питаннях наштовхується на необхідність розрахунку ряду коефіцієнтів:

- 1) інтенсивності зростання підприємства (N);
- 2) змінних ( $K_3$ ) і постійних ( $K_n$ ) витрат;
- 3) прибутковості частини ринку підприємств ( $P_{чр}$ );
- 4) новоствореної вартості ( $K_{нв}$ ).

Перший показник враховує темп приросту доходу (виручки) –  $\bar{Q}$  та коригувальний коефіцієнт потенціалу розвитку підприємства (K).

Для визначення темпу приросту доходу (виручки) підприємства від реалізації продукції доцільно використовувати термін 5 років. При цьому досліджуваний період для усереднення даних розбивється на 3 періоди: I-III; II-IV; III-V.

Для визначення коригувального коефіцієнту проводиться експертна оцінка (табл. 4.25) наступних сильних, слабких сторін кожного з підприємств. Виходячи з розрахунків (табл. 4.26) можна стверджувати щодо присутності інтересу до злиття

підприємствами інтеграторами (якщо маючи позитивні темпи приросту виручки, вони демонструють спадаючу динаміку цих темпів) чи навпаки.

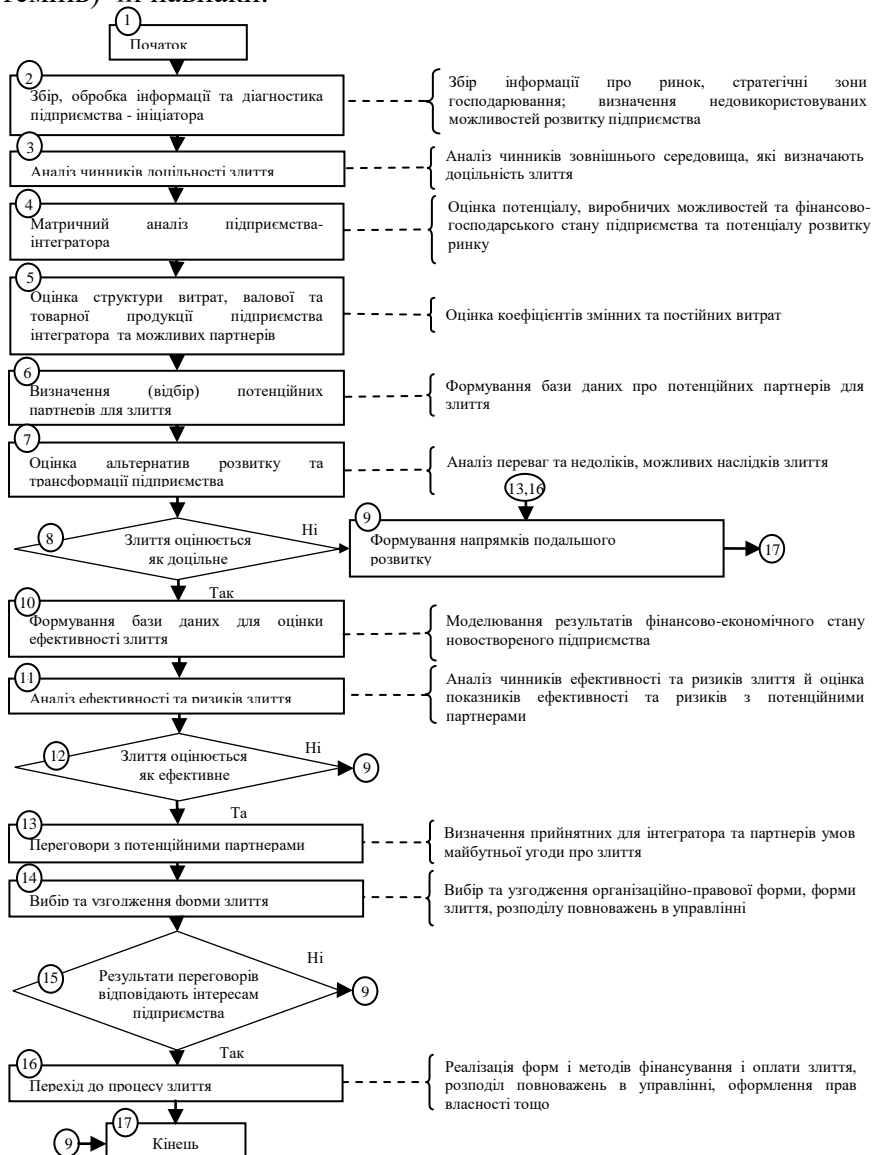


Рис. 4.2. Алгоритм прийняття рішення щодо злиття підприємств

Таблиця 4.25

## Матриця визначення коригувального коефіцієнту

| Основні критерії, за якими здійснюється оцінювання   | Бальна оцінка   |  |                                   |                          |                 | Усього балів |
|--|-----------------|--|-----------------------------------|--------------------------|-----------------|--------------|
|  | низьке значення | значення нижче середнього (або нижче та вище нормативного) | середнє (або нормативне значення) | значення вище середнього | високе значення |              |
|  | 1               | 2  | 3                                 | 4                        | 5               |              |
| <b>Блок I. Можливості щодо залучення підприємством додаткових інвестицій</b>                                       |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 1. Прибутковість власного, витраченого та авансованого капіталів   |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 2. Показники платоспроможності   |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 3. Показники фінансової незалежності   |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 4. Співвідношення доходності профільної продукції підприємства та по галузі в цілому в регіоні                     |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 5. Середня доходність інвестицій, на яку можуть розраховувати можливі інвестори в найближчі 5 років                |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Сума балів</b>  |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Рівень значимості блоку</b>   | <b>0,10</b>     |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Усього (бальна оцінка за блоком I)</b>  |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Блок II. Можливості щодо нарощування виробничих потужностей</b>   |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 1. Стан наявних виробничих потужностей   |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 2. Прогнозована динаміка граничного прибутку при реальному нарощуванні обсягів виробництва                         |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 3. Порівняння техніко-технологічних можливостей нарощування виробничих можливостей з динамікою граничного прибутку |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 4. Прогнозована динаміка попиту на продукцію   |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 5. Прогнозовані детермінанти пропозиції продукції  |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Сума балів</b>  |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Рівень значимості блоку</b>   | <b>0,20</b>     |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Усього (бальна оцінка за II блоком)</b>   |                 |  |                                   |                          |                 |              |

Продовження табл.4.25

| Основні критерії, за якими здійснюється оцінювання                                     | Бальна оцінка   |  |                                   |                          |                 | Усього балів |
|--|-----------------|--|-----------------------------------|--------------------------|-----------------|--------------|
|  | низьке значення | значення нижче середнього (або нижче та вище нормативного) | середнє (або нормативне значення) | значення вище середнього | високе значення |              |
|  | 1               | 2  | 3                                 | 4                        | 5               |              |
| <b>Блок III. Можливості щодо використання резервів зменшення витрат</b>                |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 1. Можливості зменшення витрат за результатами факторного аналізу                      |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 2. Можливості зменшення витрат за результатами аналізу точки беззбитковості            |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 3. Можливості зменшення витрат за результатами аналізу оптимізації постачання ТМЦ      |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 4. Можливості зменшення витрат на збут за результатами аналізу збуту готової продукції |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Сума балів</b>  |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Рівень значимості блоку</b>   | <b>0,10</b>     |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Усього (бальна оцінка за III блоком)</b>  |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Блок IV. Можливості щодо активізації інноваційної діяльності</b>                    |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 1. Стан інтелектуального потенціалу на підприємстві                                    |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 2. Рівень сприйняття інновацій   |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 3. Рівень можливостей щодо дифузії інновацій   |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Сума балів</b>  |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Рівень значимості блоку</b>   | <b>0,10</b>     |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Усього (бальна оцінка за IV блоком)</b>   |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Блок V. Стадія життєвого циклу продукції (ЖЦП)</b>                                  |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 1. Вплив стадії ЖЦП на рівень потенціалу розвитку підприємства                         |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Сума балів</b>  |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Рівень значимості блоку</b>   | <b>0,10</b>     |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Усього (бальна оцінка за V блоком)</b>  |                 |  |                                   |                          |                 |              |

Продовження табл. 4.25

| Основні критерії, за якими здійснюється оцінювання  | Бальна оцінка   |  |                                   |                          |                 | Усього балів |
|---|-----------------|--|-----------------------------------|--------------------------|-----------------|--------------|
|   | низьке значення | значення нижче середнього (або нижче та вище нормативного) | середнє (або нормативне значення) | значення вище середнього | високе значення |              |
|   | 1               | 2  | 3                                 | 4                        | 5               |              |
| <b>Блок VI. Рівень інфляції</b>   |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 1. Загальний рівень інфляції у країні   |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 2. Індекс цін на промислову продукцію, що споживається у сільському господарстві                      |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 3. Індекс цін на продукцію сільського господарства, навколо якої відбувається інтеграція              |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 4. Стівідношення індексу цін на сільгосппродукцію та промислову продукцію для сільського господарства |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 5. Стівідношення цін на продукти-замінники та досліджувану продукцію                                  |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 6. Стівідношення темпів росту номінальних доходів споживачів до рівня інфляції                        |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 7. Еластичність попиту на досліджувану продукцію за реальними доходами                                |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Сума балів</b>   |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Рівень значимості блоку</b>  |                 |  |                                   |                          |                 | <b>0,20</b>  |
| <b>Усього (бальна оцінка за VI блоком)</b>  |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Блок VII. Кадровий потенціал підприємства</b>  |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 1. Демографічна ситуація в районі розташування виробничих можливостей                                 |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 2. Стівідношення наявності та достатності персоналу   |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 3. Кваліфікація персоналу   |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 4. Система мотивації на досліджуваному об'єкті  |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 5. Вартість перекваліфікації та підвищення кваліфікації робітників, в т. ч. потенційних               |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| 6. Вартість мінімального соціального пакету на 1 робоче місце   |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Сума балів</b>   |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>Рівень значимості блоку</b>  |                 |  |                                   |                          |                 | <b>0,20</b>  |
| <b>Усього (бальна оцінка за VII блоком)</b>   |                 |  |                                   |                          |                 |              |
| <b>БАЛЬНА ОЦІНКА - УСЬОГО</b>   |                 |  |                                   |                          |                 |              |

Таблиця 4.26

**Оцінка інтенсивності зростання підприємства (N) та  
зростання ринку ( $\bar{Q}$ ), %**

| № з/п | Назва підприємств                 | Координати підприємства (N; $\bar{Q}$ ) |               |               |
|-------|-----------------------------------|---|---------------|---------------|
|       |                                   | I-III роки                              | II-IV роки    | III-V роки    |
| 1.    | Сільськогосподарське підприємство | (18,5;13,5)                             | (38,5;28,1)   | (17,6;12,5)   |
| 2.    | Сільськогосподарське підприємство | (-35,8;-25,4)                           | (-72,8;-47,6) | -             |
| 3.    | Сільськогосподарське підприємство | (32,8;24,4)                             | -             | -             |
| 4.    | Сільськогосподарське підприємство | (10,5;8,0)                              | (23,1;17,1)   | -             |
| 5.    | Сільськогосподарське підприємство | (-5,9;-4,1)                             | (-20,7;-14,4) | (18,0;12,5)   |
| 6.    | Сільськогосподарське підприємство | (-43,7;-31,7)                           | -             | -             |
| 7.    | Сільськогосподарське підприємство | (22,7;16,8)                             | (41,3;31,8)   | (17,5;12,9)   |
| 8.    | Сільськогосподарське підприємство | (-2,2;-1,6)                             | -             | -             |
| 9.    | Сільськогосподарське підприємство | (-0,6;-0,4)                             | (18,1;11,8)   | (5,3;3,4)     |
| 10.   | Сільськогосподарське підприємство | (11,5;8,3)                              | (8,1;5,9)     | (-47,4;-35,4) |
| 11.   | Сільськогосподарське підприємство | (32,3;21,8)                             | (16,2;11,0)   | (-61,9;-38,2) |
| 12.   | Сільськогосподарське підприємство | (15,0;9,9)                              | (38,0;24,5)   | (-15,2;-10,8) |
| 13.   | Сільськогосподарське підприємство | (-2,0;-1,4)                             | (-5,7;-3,9)   | (-8,6;-5,9)   |
| 14.   | Сільськогосподарське підприємство | (6,4;4,6)                               | (-6,1;-4,3)   | (-52,6;-37,3) |
| 15.   | Сільськогосподарське підприємство | (0,3;0,2)                               | (13,1;9,2)    | (-37,5;-27,2) |
| 16.   | Сільськогосподарське підприємство | (18,3;11,6)                             | (7,4;4,8)     | (24,4;16,7)   |
| 17.   | Сільськогосподарське підприємство | (75,8;53,4)                             | (33,6;24,9)   | -             |
| 18.   | Сільськогосподарське підприємство | (0,1;0,1)                               | (9,8;6,6)     | (7,2;4,6)     |
| 19.   | Сільськогосподарське підприємство | (-0,3;-0,2)                             | (-8,1;-5,2)   | (29,2;17,7)   |
| 20.   | Сільськогосподарське підприємство | (4,8;3,4)                               | (10,1;6,9)    | -             |
| 21.   | Потенційний інтегратор            | (39,9;21,5)                             | (17,7;9,6)    | (10,5;5,5)    |
| 22.   | Потенційний інтегратор            | (90,3;49,9)                             | (97,6;53,9)   | (44,7;23,4)   |
| 23.   | Потенційний інтегратор            | (41,7;25,7)                             | (38,3;22,4)   | (14,9;8,3)    |

Інтенсивність зростання підприємства (N) у прикладі коливається у середньому за I-III рр. від 90,3% у № 22 до (-43,7%) у № 6; темп приросту виручки ( $\bar{Q}$ ) – від 53,4% у № 17.

У середньому за II-III рр. інтенсивність зростання підприємства коливається від 97,6% у № 22 до (-72,8%) у № 2; темп приросту виручки – від 53,9% у № 22 до (-47,6%) у № 2.

У середньому за III-V pp. інтенсивність зростання підприємства коливається від 44,7% у № 22 (-61,9%) у № 11; темп приросту виручки – від 23,4% у № 22 до (-38,2%) у № 11.

Розмах варіації інтенсивності зростання підприємства становив: за середніми показниками I-III pp. – 134,0%; II-IV pp. – 170,4%; III-V pp. – 106,6%.

Розмах варіації темпу приросту виручки становив: за середніми показниками I-III pp. – 85,1%; II-IV pp. – 101,5%; III-V pp. – 61,6%.

У суто аграрних підприємствах темпи приросту виручки мають значні коливання, що теж свідчить про значні можливості до злиття.

Дані висновки підтверджуються графічним способом із моделюванням вибору напрямку трансформації підприємства, що окреслюються квадрантами при  $Q = 25\%$ , а  $N = 40\%$  (рис. 4.3).

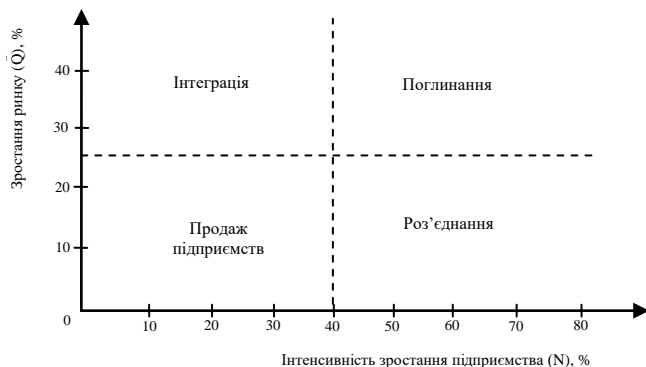


Рис. 4.3. Модель вибору напрямку трансформації аграрного підприємства

Темп щорічного приросту виручки ( $\bar{Q}$ ) у 25% обумовлений необхідністю урахування збалансованого її росту за рахунок екстенсивних (в середньому 12,5% через ріст цін на сільськогосподарську продукцію та збільшення середньої площі сільськогосподарських угідь на 1 підприємство) та інтенсивних (12,5% через більш раціональне використання ресурсного потенціалу і відповідно збільшення ресурсовіддачі). Темп



зростання підприємства (N) у 40% обумовлений темпом щорічного приросту виручки 25% і середнього за I-V рр. коригувального коефіцієнту потенціалу розвитку підприємства (K) 1,6 ( $N=25\% \times 1,6=40\%$ ).

Демонстрація на графіках даних оцінки доцільності інтеграційних трансформацій проаналізованих підприємств за I-III роки (рис. 4.4) свідчить, що всі підприємства, крім № 22, № 23 та № 17, мають орієнтуватися на продаж, а дані підприємства-інтегратори – на поглинання відповідно.

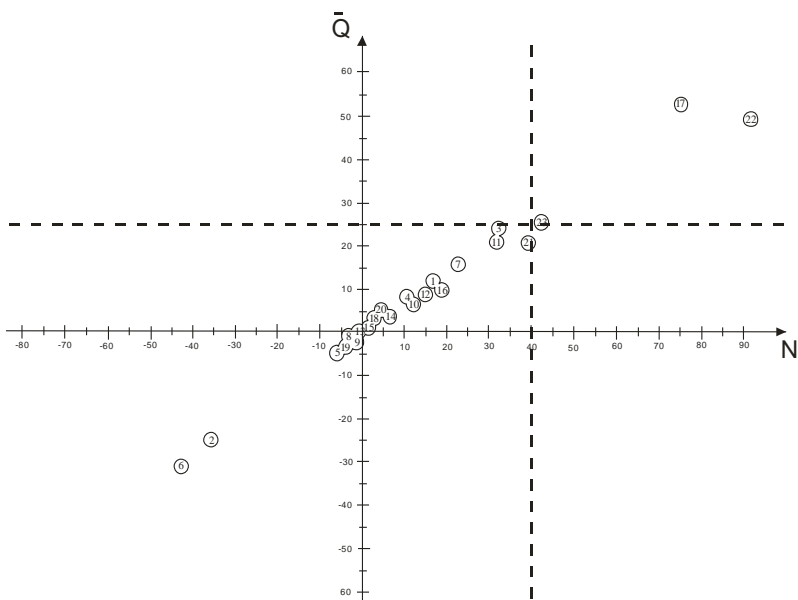


Рис. 4.4. Результати оцінки доцільності інтеграційних трансформацій для проаналізованих підприємств за I-III рр.

У II-IV рр. всі підприємства знову підпадають під продаж (рис. 4.5), крім № 22, № 17 – підпадають під поглинання; № 1 – підпадає під інтеграцію.

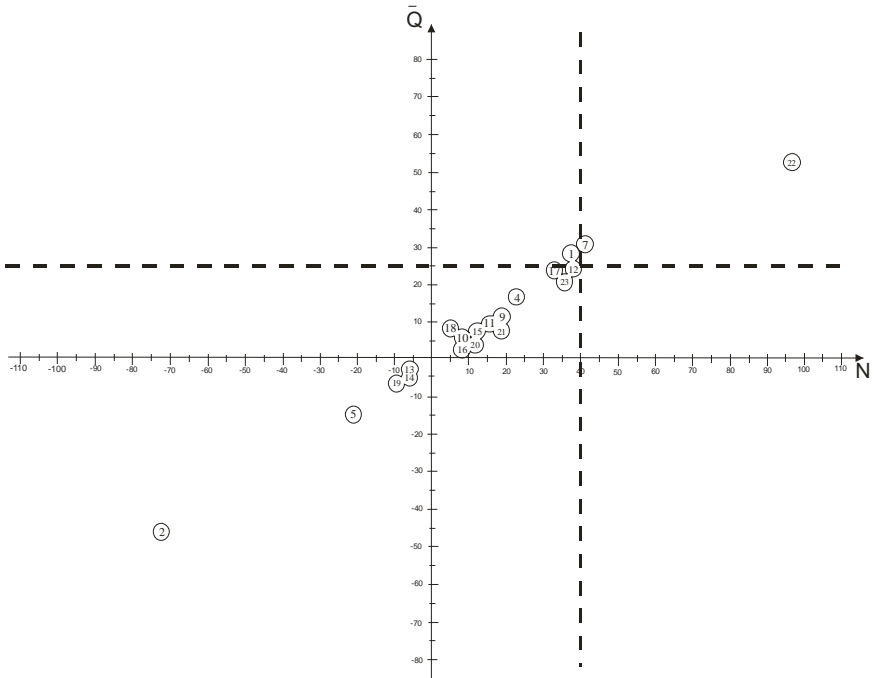


Рис. 4.5. Результати оцінки доцільності інтеграційних трансформацій для проаналізованих підприємств за II-IV рр.

У III-IV рр. всі підприємства знову підпадають під продаж (рис. 4.6), крім № 22 – підпадає під роз’єднання (через домінування екстенсивних факторів збільшення виручки над інтенсивними).

Оскільки, для суб’єктів АПК з високим рівнем змінних витрат більш ефективно вертикальне злиття і навпаки, нами розраховувалися коефіцієнти другого рівня.

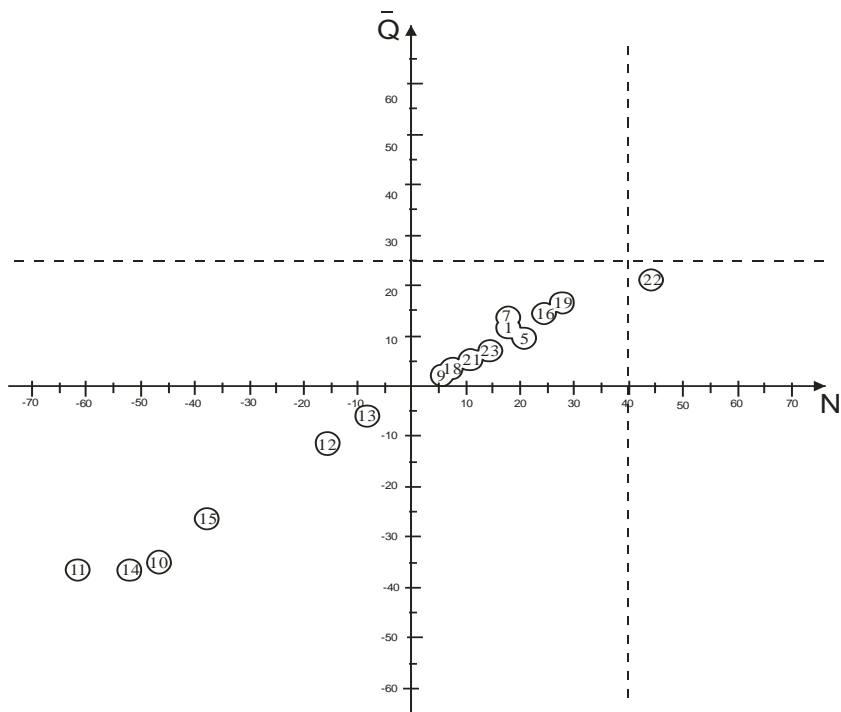


Рис. 4.6. Результати оцінки доцільності інтеграційних трансформацій для проаналізованих підприємств за III-V pp.

Дані дослідження (табл. 4.27-4.29) базувались на положенні щодо можливості вертикального злиття при  $K_z > K_n$ , а горизонтального – при  $K_z < K_n$ . Щодо аналізованих підприємств можна стверджувати, що вертикальне злиття станом на 01.01.І р. доцільно (згідно із вищезазначеною методикою граничне значення коефіцієнтів 40%) для: №1; №2 і №3; №4 і №8; №9 і №15; №16 і №17; №19 і №21.

Горизонтального – для № 6 і № 20.

Таблиця 4.27

**Результати розрахунку коефіцієнтів витрат  
ряду підприємств станом на 1 січня I року**

| № з/п | Підприємства                      | Значення коефіцієнтів |         |
|-------|-----------------------------------|-----------------------|---------|
|       |                                   | $K_v$                 | $K_n$   |
| 1.    | Сільськогосподарське підприємство | 41,2723               | 9,0930  |
| 2.    | Сільськогосподарське підприємство | 46,0585               | 15,5166 |
| 3.    | Сільськогосподарське підприємство | 43,1436               | 3,6783  |
| 4.    | Сільськогосподарське підприємство | 72,9953               | 18,8161 |
| 5.    | Сільськогосподарське підприємство | 32,7493               | 4,1378  |
| 6.    | Сільськогосподарське підприємство | 27,7900               | 68,9308 |
| 7.    | Сільськогосподарське підприємство | 9,7716                | 2,0708  |
| 8.    | Сільськогосподарське підприємство | 49,5387               | 22,0111 |
| 9.    | Сільськогосподарське підприємство | 47,1293               | 16,6650 |
| 10.   | Сільськогосподарське підприємство | 23,6693               | 10,3838 |
| 11.   | Сільськогосподарське підприємство | 37,3094               | 12,9882 |
| 12.   | Сільськогосподарське підприємство | 14,8726               | 3,4316  |
| 13.   | Сільськогосподарське підприємство | 36,5221               | 17,5469 |
| 14.   | Сільськогосподарське підприємство | 20,8672               | 3,9818  |
| 15.   | Сільськогосподарське підприємство | 40,0640               | 10,4452 |
| 16.   | Сільськогосподарське підприємство | 58,5776               | 3,8230  |
| 17.   | Сільськогосподарське підприємство | 42,8283               | 9,5333  |
| 18.   | Сільськогосподарське підприємство | 25,0899               | 7,4171  |
| 19.   | Сільськогосподарське підприємство | 51,7321               | 17,4811 |
| 20.   | Сільськогосподарське підприємство | 23,9231               | 42,5978 |
| 21.   | Потенційний інтегратор            | 54,1842               | 2,2981  |
| 22.   | Потенційний інтегратор            | 32,0432               | 3,9605  |
| 23.   | Потенційний інтегратор            | 4,5005                | 0,5062  |

Слід зазначити, що №21 і №22 виступають як підприємства-інтегратори, пропонуючи програму вертикального злиття, а №23 – горизонтального.

Таблиця 4.28

**Результати розрахунку коефіцієнтів витрат ряду підприємств станом на 1 січня II року**

| № з/п | Назва господарств                 | Значення коефіцієнтів |                |
|-------|-----------------------------------|-----------------------|----------------|
|       |                                   | К <sub>з</sub>        | К <sub>п</sub> |
| 1.    | Сільськогосподарське підприємство | 29,4293               | 7,9303         |
| 2.    | Сільськогосподарське підприємство | 41,3534               | 4,5201         |
| 3.    | Сільськогосподарське підприємство | -                     | -              |
| 4.    | Сільськогосподарське підприємство | 46,9284               | 14,6562        |
| 5.    | Сільськогосподарське підприємство | 42,2401               | 2,5562         |
| 6.    | Сільськогосподарське підприємство | -                     | -              |
| 7.    | Сільськогосподарське підприємство | 29,8219               | 4,5430         |
| 8.    | Сільськогосподарське підприємство | -                     | -              |
| 9.    | Сільськогосподарське підприємство | 37,1177               | 8,6323         |
| 10.   | Сільськогосподарське підприємство | 29,8230               | 5,7065         |
| 11.   | Сільськогосподарське підприємство | 18,3647               | 4,0947         |
| 12.   | Сільськогосподарське підприємство | 19,4528               | 3,7911         |
| 13.   | Сільськогосподарське підприємство | 27,1130               | 11,9790        |
| 14.   | Сільськогосподарське підприємство | 23,1400               | 3,6492         |
| 15.   | Сільськогосподарське підприємство | 35,2687               | 4,0013         |
| 16.   | Сільськогосподарське підприємство | 38,0684               | 12,4853        |
| 17.   | Сільськогосподарське підприємство | 43,8877               | 8,3862         |
| 18.   | Сільськогосподарське підприємство | 25,4778               | 6,5159         |
| 19.   | Сільськогосподарське підприємство | 39,6054               | 26,0589        |
| 20.   | Сільськогосподарське підприємство | 44,9374               | 14,7016        |
| 21.   | Потенційний інтегратор            | 82,1718               | 7,8282         |
| 22.   | Потенційний інтегратор            | 28,6415               | 4,1581         |
| 23.   | Потенційний інтегратор            | 6,1090                | 0,6538         |

Вертикальне злиття станом на 01.01.II р. доцільне для: №2; №4; №5; №17; №20; №21.

Таблиця 4.29

**Результати розрахунку коефіцієнтів витрат ряду підприємств станом на 1 січня III року**

| № з/п | Назва господарств                 | Значення коефіцієнтів |         |
|-------|-----------------------------------|-----------------------|---------|
|       |                                   | $K_z$                 | $K_n$   |
| 1.    | Сільськогосподарське підприємство | 28,8774               | 5,7121  |
| 2.    | Сільськогосподарське підприємство | -                     | -       |
| 3.    | Сільськогосподарське підприємство | -                     | -       |
| 4.    | Сільськогосподарське підприємство | -                     | -       |
| 5.    | Сільськогосподарське підприємство | 24,9986               | 4,4623  |
| 6.    | Сільськогосподарське підприємство | -                     | -       |
| 7.    | Сільськогосподарське підприємство | 23,4961               | 5,5865  |
| 8.    | Сільськогосподарське підприємство | -                     | -       |
| 9.    | Сільськогосподарське підприємство | 46,7788               | 6,6974  |
| 10.   | Сільськогосподарське підприємство | 21,2589               | 6,7530  |
| 11.   | Сільськогосподарське підприємство | 19,6960               | 11,9086 |
| 12.   | Сільськогосподарське підприємство | 49,2486               | 3,5561  |
| 13.   | Сільськогосподарське підприємство | 31,7565               | 7,9711  |
| 14.   | Сільськогосподарське підприємство | 37,4618               | 38,5928 |
| 15.   | Сільськогосподарське підприємство | 12,5352               | 3,1750  |
| 16.   | Сільськогосподарське підприємство | 50,9842               | 11,7082 |
| 17.   | Сільськогосподарське підприємство | -                     | -       |
| 18.   | Сільськогосподарське підприємство | 23,5780               | 4,9557  |
| 19.   | Сільськогосподарське підприємство | 40,0614               | 7,5621  |
| 20.   | Сільськогосподарське підприємство | -                     | -       |
| 21.   | Потенційний інтегратор            | 68,5232               | 8,9871  |
| 22.   | Потенційний інтегратор            | 9,0194                | 2,3656  |
| 23.   | Потенційний інтегратор            | 8,1780                | 3,8855  |

Горизонтальне злиття для жодного з підприємств недоцільне.

Вертикальне злиття станом на 01.01.III р. доцільне для: №9; №12; №16; №19; №21.

Горизонтальне злиття для жодного з підприємств недоцільне.

Подальші розрахунки, що обґрунтовують доцільність злиття (третя група коефіцієнтів), передбачають визначення можливості щодо росту валового прибутку підприємства більшими темпами, ніж його ринкової вартості (табл. 4.30).

Це дозволяє обрати за доцільне інтеграційні трансформації (горизонтальне злиття) у тих господарствах, де є позитивна динаміка росту Пчр.: №1; №2; №4; №11; №19.

Таблиця 4.30

### Результати розрахунку коефіцієнтів прибутковості частини ринку підприємств (Пчр)

| № з/п | Назва господарства                | Значення коефіцієнтів за роками, % |           |           |
|-------|-----------------------------------|------------------------------------|-----------|-----------|
|       |                                   | I р.                               | II р.     | III р.    |
| 1.    | Сільськогосподарське підприємство | 0,001110                           | 0,001180  | 0,001468  |
| 2.    | Сільськогосподарське підприємство | 0,000133                           | 1,722055  | -         |
| 3.    | Сільськогосподарське підприємство | -0,007654                          | -         | -         |
| 4.    | Сільськогосподарське підприємство | -0,005699                          | -0,005239 | -         |
| 5.    | Сільськогосподарське підприємство | 0,017100                           | 0,343087  | 0,014713  |
| 6.    | Сільськогосподарське підприємство | -0,010335                          | -         | -         |
| 7.    | Сільськогосподарське підприємство | 0,003732                           | -0,001038 | -0,000224 |
| 8.    | Сільськогосподарське підприємство | 0,007099                           | -         | -         |
| 9.    | Сільськогосподарське підприємство | 0,009745                           | 0,005423  | 0,003051  |
| 10.   | Сільськогосподарське підприємство | 0,001587                           | -0,013684 | -0,014821 |
| 11.   | Сільськогосподарське підприємство | 0,003954                           | 0,004809  | 0,367113  |
| 12.   | Сільськогосподарське підприємство | 0,002890                           | 0,001053  | 0,007324  |
| 13.   | Сільськогосподарське підприємство | -0,003055                          | 0,005184  | -0,005676 |
| 14.   | Сільськогосподарське підприємство | -0,000904                          | 0,004356  | -0,002392 |
| 15.   | Сільськогосподарське підприємство | 0,001959                           | -0,001320 | -0,027773 |
| 16.   | Сільськогосподарське підприємство | 0,024347                           | 0,011098  | 0,008997  |
| 17.   | Сільськогосподарське підприємство | -0,002827                          | -0,006267 | -         |
| 18.   | Сільськогосподарське підприємство | 0,000240                           | 0,003883  | 0,002094  |
| 19.   | Сільськогосподарське підприємство | 0,011590                           | 0,021872  | 0,065414  |
| 20.   | Сільськогосподарське підприємство | -0,005762                          | 0,000136  | -         |
| 21.   | Потенційний інтегратор            | 0,000064                           | 0,000110  | 0,000089  |
| 22.   | Потенційний інтегратор            | 0,001259                           | 0,000789  | 0,000266  |
| 23.   | Потенційний інтегратор            | 0,003597                           | 0,000553  | 0,000260  |

Вертикальне ж злиття доцільне при максимальному значенні та присутності тенденції до росту коефіцієнту новоствореної вартості (табл. 4.31).

*Таблиця 4.31*

**Результати розрахунку коефіцієнтів новоствореної вартості  
( $K_{нв}$ )**

| № з/п | Назва господарства                | Значення коефіцієнтів за роками, % |           |           |
|-------|-----------------------------------|------------------------------------|-----------|-----------|
|       |                                   | I р.                               | II р.     | III р.    |
| 1.    | Сільськогосподарське підприємство | 0,002706                           | 0,003858  | 0,005330  |
| 2.    | Сільськогосподарське підприємство | 0,000281                           | 3,496018  | -         |
| 3.    | Сільськогосподарське підприємство | -0,028409                          | -         | -         |
| 4.    | Сільськогосподарське підприємство | -0,012199                          | -0,011377 | -         |
| 5.    | Сільськогосподарське підприємство | 0,045385                           | 1,300840  | 0,035499  |
| 6.    | Сільськогосподарське підприємство | -0,037056                          | -         | -         |
| 7.    | Сільськогосподарське підприємство | 0,006288                           | -0,002344 | -0,000553 |
| 8.    | Сільськогосподарське підприємство | 0,013828                           | -         | -         |
| 9.    | Сільськогосподарське підприємство | 0,010761                           | 0,012368  | 0,017454  |
| 10.   | Сільськогосподарське підприємство | 0,002400                           | -0,046039 | -0,040869 |
| 11.   | Сільськогосподарське підприємство | 0,009405                           | 0,018155  | 1,025111  |
| 12.   | Сільськогосподарське підприємство | 0,005663                           | 0,002016  | 0,015771  |
| 13.   | Сільськогосподарське підприємство | -0,006349                          | 0,011288  | -0,014129 |
| 14.   | Сільськогосподарське підприємство | -0,002542                          | 0,014125  | -0,002601 |
| 15.   | Сільськогосподарське підприємство | 0,004709                           | -0,003393 | -0,144920 |
| 16.   | Сільськогосподарське підприємство | 0,022660                           | 0,024642  | 0,037148  |
| 17.   | Сільськогосподарське підприємство | -0,024271                          | -0,018266 | -         |
| 18.   | Сільськогосподарське підприємство | 0,000432                           | 0,005641  | 0,003142  |
| 19.   | Сільськогосподарське підприємство | 0,019993                           | 0,029081  | 0,146106  |
| 20.   | Сільськогосподарське підприємство | -0,009915                          | 0,000203  | -         |
| 21.   | Потенційний інтегратор            | 0,000376                           | 0,000334  | 0,001160  |
| 22.   | Потенційний інтегратор            | 0,006730                           | 0,002689  | 0,000834  |
| 23.   | Потенційний інтегратор            | 0,017253                           | 0,002427  | 0,000452  |

За даними табл. 4.31 це: №1; №2; №4; №9; №11; №12; №16; №17; №19; №20; №21.



Вибуття у II р. №3; №6; №8, а у IV р. ще додатково – №2; №4; №17; №20 пояснюється їх поглинанням іншими підприємницькими структурами, в т. ч. корпоративного типу.

Фактично за досліджуваний період дані систематизуються (табл. 4.32).

Таблиця 4.32

### Фактичні інтеграційні трансформації за II-VI роки

| Підприємство, що інтегрувалося | Підприємство-інтегратор |
|--------------------------------|-------------------------|
| А                              | Г                       |
| Б                              | Д                       |
| В                              | Е                       |

Доцільно використовувати представлену методика, адаптовану до аграрного сектору економіки, у якості орієнтира при реалізації алгоритму інтеграційних трансформацій.

Створення і функціонування корпоративних структур має сенс, перш за все, при здобутті реального ефекту від об'єднання.

З цієї точки зору і представляють інтерес корпоративні структури, як об'єкти ефективності об'єднання і подальшого функціонування. При цьому, їх специфіка пов'язана з наступними обставинами:

1. Учасниками створюваних корпоративних структур є організації, що діють. Їх ефективність має у зв'язку з цим наступні аспекти:

- зміна результативності використання діючих виробничих потужностей, потенціалу науково-дослідних і дослідно-конструкторських організацій;
- нові можливості для реальних інвестицій, що виникають у результаті формування корпоративних структур.

2. Особливу роль грає так званий синергічний ефект, де ефект від сукупності всіх напрямів діяльності корпоративної структури перевищує або, навпаки, зменшує суму ефектів від кожного напрямку окремо.

В аграрному комплексі передумови диверсифікації виробництва можна сформулювати у наступних *основних положеннях*:

- необхідність фіксації вартості об'єктів за 1-2 роки до того, як повні витрати зможуть бути достовірно скалькульовані. У випадку, якщо постачальники матеріалів є членами корпоративної структури, достовірність попередньої калькуляції значно підвищується;
- залежність подальших етапів виробництва від ефективності роботи на попередніх: зрив графіків виробництва робіт на одному з етапів може привести до „ефекту доміно” для інших;
- висока прихильність до конкретного регіонального ринку. Організація має об'єктивні конкурентні переваги лише у тому регіоні, де у неї є матеріально-технічна база. Тим часом зростання регіонального аграрного ринку має свої об'єктивні обмеження, що визначаються і попитом на сільгосппродукцію, і можливостями інфраструктури. Отже, не виключена можливість, коли аграрна організація зіткнеться із зниженням обсягів виробництва на регіональному ринку, виникне необхідність розробки альтернативних варіантів для вкладення капіталу;
- об'єктивна необхідність створення сприятливих умов для клієнтів - покупців сільгосппродукції.

Синергичний ефект диверсифікаційного типу виникає, коли на базі інтеграції виробництв вдається використовувати особливості їх потреби в матеріальних і фінансових ресурсах, отримати економію ресурсів за допомогою маневрування ними між виробництвами. В умовах структурних зрушень в аграрному комплексі особливої уваги заслуговує ефект від поєднання у аграрній групі висхідних і деградуючих організацій.

Перш, ніж розглядати певні критерії ефективності корпоративних структур, необхідно зупинитися *на загальних принципах оцінки їх ефективності*.

Первинним принципом вироблення адекватних алгоритмів аналізу і оцінки ефективності корпоративних структур є **комплексність**. Реалізація цього принципу вимагає дотримання наступних положень:

- оцінка ефективності корпоративної структури покликана зважати на специфіку діяльності всіх груп учасників;
- необхідно брати до уваги складну сукупність внутрішніх і зовнішніх по відношенню до об'єднання чинників, що впливають на його кінцеву ефективність;
- сам процес інтегрованої діяльності, і її результат повинні знаходити адекватне відображення в інструментарії аналітичної роботи;
- розгляду підлягають всі види ефекту корпоративної діяльності: економічний, науково-технічний, соціальний і ін.

Слід особливо відзначити виняткову важливість урахування зовнішніх чинників економічного середовища функціонування корпорації, починаючи зі стадії обґрунтування корпоративних цілей і рівня можливої ефективності. Так, виявлення на цій стадії обмеженості фінансування і факту жорсткості конкуренції на конкретних ринках (наприклад, на аграрному ринку) цілком може зумовити постановку короткострокових корпоративних цілей, не пов'язаних із збільшенням фізичних обсягів виробництва, що може стати передумовою забезпечення ефективності в майбутньому. І навпаки, відсутність відповідних маркетингових опрацювань і традиційна концентрація ресурсів з метою збільшення обсягів аграрного виробництва здатні виступити серйозною перешкодою для ефективного функціонування корпорації.

Другим за важливості можна назвати процесний принцип, реалізація якого в аналізі ефективності корпорацій спрямована на отримання адекватної інформації про причини тієї або іншої узагальнюючої оцінки результативності об'єднання. Наприклад,

аналіз процесів діяльності корпоративної структури може стосуватися наступних чинників:

- нарощування спільної суми інвестиційного потоку в основний капітал організацій-учасників, у тому числі нарощування обсягів аграрного виробництва;
- збільшення завантаження виробничих потужностей організацій і підприємств аграрної корпорації;
- реструктурування виробничого і (або) управлінського апарату корпорації;
- прискорення фінансових взаєморозрахунків і скорочення термінів освоєння, виробництва і реалізації аграрної продукції, і робіт на основі раціоналізації взаємодії учасників;
- гармонізації взаємодії (за цілями діяльності і способами їх досягнення) різних за економічній природою господарських суб'єктів у рамках об'єднання, а також взаємодії організацій-учасників корпорації із зовнішніми контрагентами. При цьому можливі, наприклад, збалансованість доходів кожного учасника з урахуванням спільних результатів інтегрованої діяльності і збалансованість „зовнішньої” складової інвестиційного потоку і відповідних зобов'язань корпорації по погашення боргу її власними фінансовими ресурсами;
- рівня керованості учасників корпорації з боку головної організації;
- ув'язка головних потоків інвестицій в розвиток корпорації з регламентованими пріоритетами її діяльності на перспективу;
- підвищення питомої ваги довгострокових інвестицій (виданих більш ніж на рік);
- зміни абсолютних розмірів інвестицій у проекти корпорації з боку фінансово-кредитних організацій, що беруть участь.

Наступний принцип - орієнтація на вивчення приватних аспектів ефективності кожної з корпоративних програм (принцип „програмності”). Загальний економічний ефект діяльності корпорації складається із сукупності приватних ефектів згідно планів інновацій (соціально-економічних, організаційно-управлінських, техніко-технологічних), інвестицій, виробництва і реалізації продукції, робіт і послуг. Синергічний ефект від реалізації корпоративних планів може досягатися занапрямами, які і повинні виявлятися у результаті аналізу. У їх числі можуть бути наступні:

- після жорсткої експертизи інвестиційних пропозицій учасників на рівні головної організації певна частина інвестиційного потоку знімається з безперспективних напрямів і йде в ефективні проекти з реальною віддачею;
- не завантажені виробничі потужності організацій і підприємств аграрного сектору починають використовуватися для потреб інших учасників;
- у зв'язку з усуненням дублюючих розробок і інвестиційних проектів забезпечується економія фінансових витрат;
- як джерело фінансування залучаються корпоративні фонди, створення яких було б неможливим без об'єднання зусиль учасників;
- значна частка загальнокорпоративних заходів виконується на основі спільних зусиль (розподілу праці) ряду або всіх учасників об'єднання.

Четвертим принципом оцінки ефективності корпоративної структури є *облік характеристик взаємовпливу господарюючих суб'єктів в рамках спільної діяльності.*

У рамках аграрної групи цей принцип реалізується у взаємодії між:

- головною організацією і управлінням підприємств постачальників;
- головною організацією і учасниками;

- головною організацією і структурами маркетингу і моніторингу;
- головною організацією і управлінням з інвестиційних проектів;
- управлінням з інвестиційних проектів і фінансовими структурами у складі корпорації;
- головною організацією і торговельними учасниками-організаціями;
- головною організацією і проектною організацією;
- проектною організацією і структурами маркетингу і моніторингу;
- головною організацією і фінансовими структурами;
- учасниками-організаціями і управлінням, що займається, роботами та послугами сторонніх організацій.

В окремих випадках можуть використовуватися і інші види взаємодії між організаціями, що входять в аграрні корпоративні структури.

Не менш важливим принципом оцінки ефективності корпоративної структури є принцип використання *корпоративних інформаційних систем (КІС)*, які володіють щонайпотужнішим потенціалом підвищення конкурентоспроможності об'єднання. Впровадження корпоративних інформаційних систем спрямоване в першу чергу на підтримку ухвалення управлінських рішень менеджерами вищої ланки корпорації. Кожен проект в галузі корпоративної інформатизації повинен розглядатися корпорацією як стратегічні інвестиції, які повинні окупитися за рахунок поліпшення управлінських процесів, підвищення ефективності виробництва (у тому числі за рахунок скорочення витрат).

Створення єдиного інформаційного простору покликане забезпечити доступ до спільної інформації без обмеження географічного місця і часу. Реалізація цього принципу передбачає автоматизацію робочих місць, пов'язаних з

виконанням поточних виробничих функцій і оперативним управлінням виробничими процесами на рівні нижньої і середньої ланки менеджерів з наділенням їх відповідними програмами і системними ресурсами.

У проектах створення корпоративних структур синергічна складова стає основним принципом ефективності економічної інтеграції.

Вживання принципів оцінки ефективності управління корпоративною структурою залежить від підходу, що приймається.

Спираючись на світовий досвід корпоративного господарювання, досліджуваний у багатьох зарубіжних та ряді новітніх вітчизняних наукових робіт, можна виділити наступні підходи до оцінки ефективності корпоративної інтеграції.

### **1. Підхід, пов'язаний з теорією фінансового менеджменту.**

Даний підхід передбачає наступні основні мотиви об'єднання в корпоративну структуру:

1. Синергічний ефект, що полягає у тому, що спільний результат перевершує суму складених ефектів (при синергетичному злитті вартість укрупненої організації перевершує суму вартостей організацій, що зливаються).

Як підсумок оцінки інтеграційного (синергічного) ефекту виступає відповідна різниця значень обраного показника. Зокрема, чистий приведений дохід - традиційний показник для оцінки економічної ефективності, і його приріст у результаті створення аграрно-промислової групи - одна з можливих оцінок інтеграційного ефекту.

2. Операційна економія на основі усунення дублювання управлінських функцій і скорочення витрат на збут продукції.

3. Економія у зв'язку зі зростанням масштабів виробництва: його концентрація призводить до зниження витрат, ефективнішого використання ресурсів.

4. Економія на податкових платежах пов'язана: з інтеграцією з організацією, що має податкові пільги; придбанням збиткової організації для „зниження” своїх високих доходів; зростанням амортизаційних відрахувань при злитті (що зменшує базу оподаткування).

5. Купівля активів за ринковою ціною, значно меншою, ніж їх відновна вартість. При цьому корпорація, що придбає активи, вважає, що привласнення сторонньої „дешевої” організації більшою мірою відповідає її перспективним цілям, ніж, наприклад, розгортання аналогічного виробництва. Очевидно, що економія на злитті стає відчутною, якщо керівництво головної організації знаходить ефективні способи використання нових активів.

6. Отримання можливості використання тимчасово вільних грошових фондів при дефіциті привабливих інвестиційних можливостей. Дуже часто фінансові менеджери йдуть на купівлю чужих акцій замість того, щоб збільшувати дивіденди акціонерів або викуповувати власні акції.

7. Диверсифікація, що веде до зростання вартості корпорації і забезпечує зниження корпоративних ризиків і спрямована на завоювання довготривалих конкурентних переваг.

Початкові стадії диверсифікації аграрних підприємств, як правило, пов'язані з інтеграцією вниз, до постачальників.

Аналізуючи діяльність корпорацій, які працюють у аграрній галузі можна виділити основні чинники, що впливають на інвестиційний потенціал аграрного комплексу і визначають економічну ефективність диверсифікаційних програм:

- рівень конкуренції в аграрному комплексі і можлива поява нових конкурентів;
- залежність аграрного комплексу від появи товарів-замінників;
- капіталоемність виробництва;
- інерційність аграрного комплексу, здатність його реагувати на ринкові зміни;



- залежність від постачальників;
- ступінь регулювання і контролю з боку державних органів;

8. Виграш від залучення позикових коштів здатний істотно збільшити вартість корпорації. Йдеться про те, що укрупненій організації легше залучати кредитні ресурси під нижчі ставки відсотка внаслідок зниження фінансових ризиків. І дійсно, розміри організації, взаємні гарантії її учасників, солідарна відповідальність - все це чинники, що за інших рівних умов підвищують привабливість корпорації для зовнішніх інвесторів.

9. Перехідні вигоди, який полягає в тому, що:

- організація-кредитор при злитті з організацією-боржником отримує вигоду у зв'язку з придбанням активів боржника і жорсткішим регулюванням фінансових потоків з метою забезпечення оплати боргів;
- злиття з метою зниження інвестицій у колишню самостійну організацію-кредитора і орієнтація на додаткове стимулювання акціонерів забезпечують „перехід вигоди” від власників боргових зобов'язань до акціонерів (тобто акціонери, по суті, привласнюють активи організації, скорочуючи обсяг виплат за боргами).

10. Отримання додаткового прибутку на базі інформаційного ефекту злиття, що можливо при цілеспрямованій видачі на фондовий ринок інформації про майбутнє (явно ефективне) злиття. Факт злиття (поглинання) часто свідчить про недооцінку інвесторами потенційної прибутковості організації.

**2. Підхід, пов'язаний із забезпеченням конкурентних переваг.**

Згідно з цим підходом, інтеграційні рішення органів управління корпорацій мають бути імперативно націлені на досягнення довгострокових конкурентних переваг. При цьому потенціал конкурентоспроможності не ототожнюється з показниками поточного прибутку, а розглядається як комплекс чинників попереджуючого характеру, що гарантують

довгострокові переваги корпорації на ринках. Серед цих чинників найважливішими вважаються:

- якість (споживчі характеристики) і ціна аграрної продукції і послуг;
- інноваційний потенціал, достатність виробничих і збутових потужностей;
- наявність довгострокової стратегії діяльності, що забезпечує збереження або зростання обсягів продажу;
- наявність корпоративної культури.

В аспекті інтеграції особливо важливо, що в рамках даного підходу до джерел створення конкурентних переваг справедливо віднесений чинник оптимізації зовнішніх і внутрішніх корпоративних зв'язків. Ці переваги нині все більше визначаються тим, якою мірою корпорації вдалося організувати технологічні ланцюжки взаємодії з постачальниками, збутовими організаціями, з покупцями.

Найважливіший показник конкурентоспроможності – частка, що продається корпорацією кінцевої продукції у загальному об'ємі продажів аналогічній продукції. Значення даного показника багато в чому залежить від здатності корпорації гнучко і оперативно реагувати на зміну ринкових умов господарювання. Головна позитивна якість даного підходу – ув'язка ефективності діяльності організації з оптимізацією міжкорпоративних і внутрішньокорпоративних зв'язків, з підбором „найбільш цінних” (у плані створення перспективних конкурентних переваг) ланцюжків взаємодії з постачальниками, збутовими організаціями і покупцями. Проводячи перестановки, удосконалюючи або, виключаючи з цих ланцюжків окремі елементи, можна істотно підвищити конкурентоспроможність корпорації. Як показує світовий досвід, разом з розвитком економічних стосунків змінюється співвідношення юридичних і етичних сфер їх регулювання, бо законодавчих заходів виявляється недостатньо, вони доповнюються і частково замінюються культурними нормами, стереотипами, цінностями.

*Корпоративна культура* - це сукупність поведінкових характеристик, обов'язкових для організацій, що входять у корпоративну структуру. Корпоративна культура безпосередньо діє на ефективність діяльності організацій. Ще недавно стверджувалося, що в наших умовах до підприємництва неможливо підходити лише з позицій справжньої моральності та за критеріями західної - корпоративної етики. Проте, факти говорять про зворотнє. Боротьба за етичні цінності у підприємстві ведеться як Торгівельно-промисловою палатою, так і окремими вітчизняними корпоративними структурами. Уже сьогодні існує декілька вітчизняних етичних кодексів, прийнятих як діловими професійними асоціаціями, так і корпоративними структурами.

Аналізуючи ефективність управління корпоративною структурою, ґрунтуючись на розглянутому підході необхідно:

1. У кожному випадку виявляти, створення яких конкретно конкурентних переваг (на яких ринках, серед яких конкурентів) виступає в якості цільових завдань формування інтегрованої структури.

2. Орієнтація на зіставлення характеристик функціонуючої (або проєктованої) корпорації, що вивчається, і інших організацій, присутніх на родинних ринках у наступних аспектах:

- якості та цін товарів, робіт і послуг виробленими структурами;
- інноваційного потенціалу (наявності наукового доробку власних НДДКР і ноу-хау);
- технологічного рівня виробництва, достатності виробничих потужностей і збалансованості їх окремих елементів;
- якості менеджменту і його здатності приймати рішення, що реалізують накопичений потенціал конкурентоспроможності.
- рівня розвитку збутової мережі;

3. Повне дослідження взаємодіючих технологічних ланцюжків (у зв'язку з наявністю у корпоративній практиці взаємодії з постачання, виробництва, збуту, сервісному обслуговуванню) і наочні, тобто направлені на виявлення у кожному ланцюжку як найбільш, так і найменш цінних компонентів (з точки зору перспективної стратегії корпорації і забезпечення її конкурентних переваг). Частка продажів відповідної аграрної продукції (її важливо фіксувати і до, і після створення інтегрованої структури) повинна знаходитися в центрі уваги аналітиків.

4. Основні принципи і правила ділової поведінки формулювати в нормативних кодексах (правила, регулюючі стосунки усередині галузі формулюються у професійних кодексах). Для українських корпорацій можна виділити три ключові теми - це стосунки з партнерами, клієнтами, а також відданість корпоративному союзу.

### **3. Підхід, пов'язаний з теорією трансакційних витрат.**

Даний підхід концентрує увагу на можливості різних форм економії окремих організацій на основі висновку довгострокових контрактів, регулюючих спільну діяльність. Сама контрактація, як процес досягнення взаємовигідних міжорганізаційних домовленостей, коштує певних коштів („трансакційні витрати”). Проте всебічний ефект довгострокової системи контрактного регулювання спільної діяльності (наприклад, у сфері постачань, збуту і так далі) може істотно перевищити трансакційні витрати, пов'язані як з розробкою первинного контракту, так і з його коректуванням у зв'язку із змінними умовами зовнішнього середовища.

Відповідно до теорії трансакційних витрат як найбільш важливий інтеграційний чинник виступають специфічні активи взаємодіючих організацій, тобто конкретні характеристики ресурсного потенціалу (основних фондів, кадрів, ноу-хау), що забезпечують ефективність кооперації.

А саме: вузька спеціалізація устаткування, виготовлена на якому продукція, може мати збут лише в рамках інтегрованої структури;

- близькість місць розташування суміжних виробництв;
- наявність взаємодоповнюючих спеціалізації робочої сили і кооперації, що склалася в області НДДКР.

По мірі зростання рівня „специфічності” активів взаємодіючих господарюючих суб’єктів посилюється мотивація до висновку тривалих двосторонніх (всебічних) контрактних стосунків як альтернатива орієнтації на самостійну ринкову поведінку або на висновок разових операцій. Надалі система контрактів може переходити у стосунки взаємної участі у капіталі.

Ряд положень даної концепції може бути враховано в аналізі ефективності українських інтегрованих структур.

По-перше, необхідний розгляд технологічних умов виробництва господарських одиниць, що ініціюють інтеграцію, перш за все, в період опрацювання і укладення контрактних відносин.

По-друге, доцільне ретельне опрацювання системи контрактних взаємин, що охоплюють основні аспекти спільної діяльності (включаючи фінансовий, науково-технічний, збутовий і так далі).

По-третє, наявність спільної (консолідованої) власності виступає істотним гарантом того, що реалізовується контрактними стосунками.

По-четверте, з числа показників економічної ефективності інтеграції не можна виключати максимізацію прибутку і мінімізацію витрат.

Проте, слід зауважити, що даний підхід несе певну вузькість в аналізі ефективності економічної інтеграції.

При цьому, по-перше, зникає акцент на перспективній взаємодії партнерів, на можливій зміні технологічних і економічних умов виробництва у результаті появи нових цільових установок і реалізації спільних довгострокових програм.

По-друге, фактично не береться до уваги такий важливий інтеграційний чинник, як можливість спільного управління фінансовими ресурсами, взаємодія фінансових інститутів і організацій (розгляд проблеми йде під кутом зору кооперації „постачальник – споживач”, „виробництво – збут”).

По-третє, ефективність спільної діяльності оцінюється лише за критерієм „прибуток - витрати”.

Стосовно особливостей агропромислової групи як форми інтегрованої корпорації емпіричними індикаторами при обліку трансакційних витрат на стадії становлення групи можуть виступати:

- витрати на опрацювання організаційного проекту групи і на його узгодження з експертами і з відомствами;
- витрати на формування головної організації (пов’язані з її укомплектуванням кадрами і устаткуванням);
- витрати організацій-учасників групи на розгортання корпоративної інформаційної системи;
- планована економія витрат організацій-учасників на базі централізації виконання певних загальнокорпоративних завдань (маркетингу, консалтингу і ін.).

На стадії функціонування групи подібного роду індикаторами можна вважати:

- фактичну економію витрат на утримання управлінського персоналу на основі централізації виконання ряду загальнокорпоративних функцій;
- динаміку відношення спільної (по корпорації) величини накладних витрат на одного зайнятого у складі виробничого персоналу;
- динаміку абсолютної величини накладних витрат всіх учасників корпорації;
- середню частку накладних витрат у загальній величині собівартості продукції по групі в цілому.

**4. Підхід, направлений на формування взаємовигідних довгострокових ділових стосунків.**

В останні роки в економіці країни спостерігається відхід від традиційної практики постійної зміни постачальників (у погоні за мінімальною ціною). Створюються стійкі коопераційні зв'язки з постачальниками і споживачами як довготривалими партнерами.

Вперше ефективна інтеграція була сформульована в Японії („кейрецу“):

- розвиток системи взаємних постачань усередині групи, заснованої на довірчих принципах і забезпечуючої економію трансакційних витрат;
- налагодження спільної збутової мережі на основі вертикальних зв'язків „виробник-дистриб'ютор“, що нерідко забезпечує основну частину об'ємів продажу групи;
- широкий і інтенсивний обмін фінансовими, кадровими, інформаційними ресурсами у рамках спільної системи ділових стосунків (допомога окремим організаціям, що зазнають фінансові труднощі, ротація управлінських кадрів і тому подібне);
- залучення великих позикових коштів з використанням у необхідних випадках солідарної застави організацій групи;
- стійкість фінансового стану банку групи, проведення ним політики довгострокового інвестування (хоча інвестиції цього банку не обов'язково переважають в інвестиційних ресурсах організацій групи);
- дотримання пріоритетів високої життєздатності і стабільності у довгостроковому плані, готовність до зниження ризику функціонування за рахунок певного зниження рівня рентабельності організацій, що групуються;
- надання важливої координуючої ролі „клубу президентів“ (президентській раді), що складається з керівників організацій-учасників групи;
- гармонізація внутрішньокорпоративних трудових стосунків на основі розумної диференціації доходів вередині корпорації.

Аналізуючи досвід японських корпорацій, слід виділити його „ефектостворюючі” чинники, які можна застосовувати в українських інтегрованих корпоративних структурах:

- розвиток реальних внутрішньофірмових зв'язків, включаючи обмін ресурсами (що повинно емпірично фіксуватися через об'єми взаємних коопераційних поставок);
- наявність спільної системи внутрішньокорпоративного планування і кількісно визнаних цільових завдань для учасників корпорації;
- розвиток системи перехресного володіння акціями усередині групи;
- натиск не на рівень і динаміку поточного прибутку учасників групи, а на нарощування інвестиційного потенціалу (у тому числі з позикових джерел) і на підтримку у конкурентоздатному стані виробничого апарату;
- оптимізація ролі банку у групі (вона має бути в цілому підлеглою по відношенню до основних товаровиробників; частка ж довгострокових аграрних інвестицій в кредитному портфелі банку повинна мати тенденцію до зростання).

На основі аналізу підходів і принципів оцінки ефективності управління корпоративними структурами сформулюємо основні критерії ефективності корпоративних структур.

З безлічі критеріїв, пропонованих теорією, виділимо наступні:

- при операційному злитті основою для визначення ефективності є облік комплексу доданків майбутньої синергії з використанням логіки: „виробничо-господарські синергії, що становлять фінансовий результат інтеграції”.
- узагальнюючим критерієм ефективності визнається „очікуваний чистий виграш”, рівний різниці між дисконтованою вартістю майбутніх доходів і ціною, що сплачується за організацію, що купується. Відповідно до даного підходу організація-ініціатор повинна визначити вільні потоки грошових коштів (різниця між прогнозованим



об'ємом виручки і витратами) після злиття. Найбільшою складністю є оцінка майбутніх потоків грошових коштів приєднаної організації. Вважається, що використання даних критерій використовується переважно для оцінок довготривалих ефектів злиття.

- критерієм ефективності вважається зростання прибутку з розрахунку на одну акцію для акціонерів обох інтегрованих організацій. Причому результати емпіричних досліджень вищезгаданого критерію далеко не однозначні. Як правило, поглинаюча організація багаторазово перевершує за розміром, придбану, при цьому сплачує преміальну надбавку за акції останньої; ринкова вартість акцій організації, що купується, зростає у зв'язку з оголошеннями про потенційне злиття. Це означає, що можна чекати підвищення міри задоволеності акціонерів організації, яка поглинається, тоді як вигода (за даним критерієм) акціонерів базової корпорації далеко не завжди очевидна.
- оцінюючи ефективність інтеграції, ретельному обліку підлягають витрати, які несе поглинаюча організація. Виплати акціонерам організації, що поглинається, можуть здійснюватися у вигляді звичайних або привілейованих акцій, заліку боргових зобов'язань, грошових коштів або комбінацій цих форм. Якщо при здійсненні операції як засіб платежу використовуються цінні папери, то при розрахунках вони конвертуються у грошовий еквівалент за ринковою вартістю. Аналогічний прийом застосовується, якщо поглинаюча організація переймає на себе зобов'язання організації, що купується.
- народногосподарський критерій оцінки ефективності агропромислових груп істотний не лише для державних інстанцій, але і для приватних інвесторів, зобов'язаних передбачати відношення державних структур до проекту. Навіть якщо для агропромислової групи не передбачається відчутна державна підтримка, то слід переконатися у

відсутності економічних передумов для негативного сприйняття його не лише органами влади, але і громадськістю. Участь у федеральних або регіональних цільових програмах істотно впливає на конкурентоспроможність агропромислової групи.

До основних напрямів оцінки впливу агропромислової групи на економіку регіону можна віднести:

- зміцнення інвестиційного потенціалу і поліпшення інвестиційного становища;
- реалізацію наявних порівняльних переваг регіональної економіки;
- підвищення науково-технічного рівня виробництва, його сприйнятливості до технологічного прогресу і до змін ринкової кон'юнктури;
- внесок у вирішення регіональних і соціальних проблем;
- екологічні наслідки діяльності агропромислової групи у регіоні.

### **4.3 ЕКОНОМІЧНИЙ ПОТЕНЦІАЛ КОРПОРАТИВНОГО ОБ'ЄДНАННЯ**

---

За протіканням інтеграційних процесів відбувається об'єднання капіталів, в основному, вертикального характеру при паралельних горизонтальних процесах у галузі підприємства - інтегратора.

Галузеві особливості створення об'єднань підприємств корпоративного типу існують у:

- сільському господарстві (без спеціалізованого птахівництва);
- спеціалізованому яєчному та м'ясному птахівництві;
- виробництві м'яса і м'ясопродуктів переробними підприємствами;

- виробництві молока і молокопродуктів переробними підприємствами (табл. 4.33).

Серед галузевих особливостей виділимо:

- характерний вид інтеграційних трансформацій підприємств;
- антимонопольне регулювання у галузі;
- конкуренція;
- вертикальні зв'язки;
- горизонтальні зв'язки.

Найхарактернішими є злиття у молокопродуктовому підкомплексі та яєчному і м'ясному птахівництві. У м'ясопродуктовому підкомплексі через присутність вільного доступу до м'ясних напівфабрикатів іноземного походження інтеграційні процеси стриманіші. У сільському господарстві серйозний імпульс інтеграційним трансформаціям надало горизонтальне розширення аграрних корпорацій. А вертикальна інтеграція (в основному неаграрних корпорацій) відбулася через очікування щодо відміни мораторію на купівлю-продаж землі сільськогосподарського призначення та значне збільшення/зменшення цін на сільськогосподарську продукцію (зерно, соняшник).

Таблиця 4.33

## Результати аналізу особливостей створення об'єднань підприємств корпоративного типу в розрізі галузей

| Ознаки  | Галузі АПК   |   |   |   |
|---|--|---|---|---|
|   | сільське господарство (без птахівництва)   | ячне та м'ясне птахівництво   | Виробництво м'яса і м'ясопродуктів  | виробництво молока і молокопродуктів  |
| Характерний вид інтеграційних трансформацій підприємств | Поглинання, що почастишали, тенденція до поширення практики поглинань  | Існують приклади як вертикального, так і горизонтального злиття   | Найхарактернішими є вертикальне злиття з суб'єктами торгівлі та іноземними постачальниками сировини | Найхарактернішим є горизонтальне злиття за ініціативи ТНК                                     |
| Антимонополне регулювання у галузі                      | Слабке, що пояснюється функціонуванням в межах кожного району багаточисельних виробників сільгосп-продукції              | Жорстке, викликане високою концентрацією та конкуренцією у галузі   | Жорстке, викликане високою концентрацією та конкуренцією у галузі                                   | Жорстке, викликане високою концентрацією та конкуренцією у галузі                             |
| Конкуренція   | Майже відсутня, умовою входження на ринок є певний обсяг партії продукції та її якість                                   | Високий рівень конкуренції, існують значні перешкоди для входження у ринок  | Високий рівень конкуренції, існують значні перешкоди для входження у ринок                          | Найжорсткішою є конкуренція між торговельними марками   |
| Вертикальні зв'язки                                     | Існують поодинокі приклади вертикальних зв'язків, як правило із закупівельниками сільгосп-сировини                       | Характерні контрактні зв'язки, поширені вертикальні зв'язки з постачальниками сировини                            | Існують приклади вертикальних зв'язків, як правило з постачальниками сировини                       | Існують приклади вертикальних зв'язків, як правило з постачальниками сировини                 |
| Горизонтальні зв'язки                                   | Не характерні зв'язки, крім у рамках виробничої і обслуговуючої кооперації та при розширенні великих аграрних корпорацій | Системні, також формуються між підприємствами для спільного дослідження ринку та позиціонування власної продукції | Формуються між підприємствами для спільного дослідження ринку та позиціонування власної продукції   | Формуються між підприємствами галузі для спільного виробництва продукції та дослідження ринку |

Майже відсутність конкуренції у сільському господарстві обумовлює великі можливості щодо процесів концентрації капіталу і менеджменту, що на даний момент слабо регулюється антимонопольними органами.

Найбільш розповсюдженими є вертикальні та горизонтальні зв'язки у яєчному та м'ясному птахівництві, що забезпечує через стрімкий розвиток галузі (як наслідок масштабних інвестицій у неї), ріст попиту на вітчизняну продукцію та найбільший рівень оборотності капіталу у галузі. При розширенні географії діяльності великих аграрних корпорацій можливими є горизонтальні зв'язки і в сільському господарстві. Також у ньому присутні поодинокі вертикальні зв'язки із закупівельниками сільськогосподарської сировини.

Глобалізаційні процеси вимагають більш жвавих процесів розбудови сільського господарства та його переорієнтації зі стратегії виживання до стратегії розвитку. Оскільки, стримувачами цього процесу є низький рівень інтенсифікації галузі за високої окупності капіталовкладень прибутком, вертикальні процеси на паритетних засадах мають підтримуватися на державному рівні. Це дозволить за рахунок виробничих і фінансових синергій знівелювати наслідки диспаритету цін, підвищити доходи суб'єктів, що переробляють сільськогосподарську сировину, та відносні і абсолютні доходи самих сільськогосподарських товаровиробників, в основному, за рахунок уникнення ряду проміжних ланцюгів відтворювального процесу.

*Під паритетними основами при вертикальних процесах розуміються такі вертикальні трансформації (бажаного характеру для обох сторін), за яких:*

*- синергійний ефект досягається і інтегратором, і приєднаним підприємством, за рахунок чого показники економічної, соціальної і технологічної ефективності новоствореної організації вищі за суму відповідних показників обох підприємств до інтеграції;*

*- сукупний ефект розподіляється між структурними елементами пропорційно понесеним витратам у новоствореній організації; місія новоствореної організації не йде у протиріччя місіям інтегрованих підприємств до об'єднання;*

*- відбувається ріст та оптимізація потенціалу підприємств та підвищення рівня їх економічної безпеки.*

Як приклад розглянемо розподіл складових цін кінцевої продукції (хліб пшеничний формовий 1 гатунку та пакетоване пастеризоване молоко жирністю 2,5%), витрат та бруutto-прибутку суб'єктів АПК (рис. 4.7 - 4.8).

Як бачимо із зазначених рисунків розподіл ціни, витрат і бруutto-прибутку непропорційний за суб'єктами економічної діяльності.

З проведеного дослідження витікає, що у технологічному ланцюгу виробники зерна, зернотрейдери, виробники борошна, виробники та реалізатори хліба (з виключенням подвійних витрат) витрачають 1878,68 грн. на тисячу буханок хліба, маючи при цьому 801,32 грн. бруutto-прибутку.

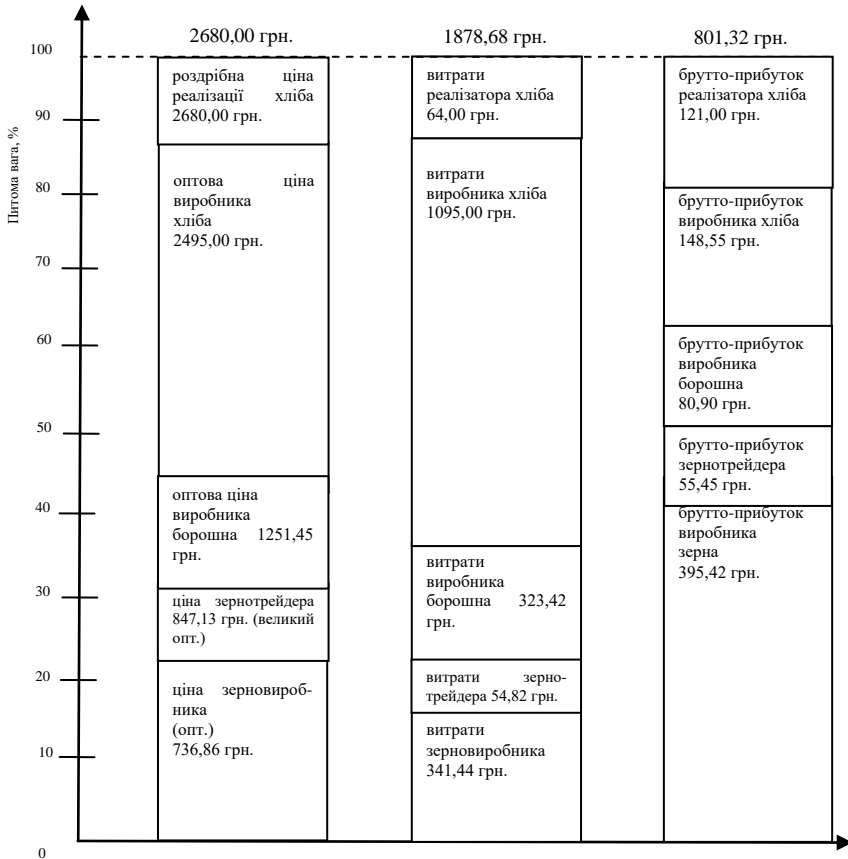


Рис. 4.7. Розподіл складових цін кінцевої продукції (1000 буханок хліба пшеничного формового 1 гатунку ДСТУ 27842-88), витрат та бруто-прибутку суб'єктів АПК (на 01.12.2007 р.)

Якщо простежити структуру виручки, витрат та бруто-прибутку, що їх при цьому отримують відповідні суб'єкти АПК, ефективність їх господарювання, то у 2007 р. спостерігається картина, кардинально відмінна від ситуації попередніх років – ефективними є не тільки реалізатори хліба, але й виробники зерна (сільськогосподарські товаровиробники) – табл. 4.34.

Таблиця 4.34

**Економічна ефективність діяльності в технологічному ланцюгу виробництва і реалізації хліба у 2005-2007 рр., %**

| Показники                                | Суб'єкти АПК    |                |                   |                 |                   | Усього |
|--|-----------------|----------------|-------------------|-----------------|-------------------|--------|
|  | зерно-виробники | зерно-трейдери | виробники борошна | виробники хліба | реалізатори хліба |        |
| Питома вага: виручки 2005р.              | 23,1            | 7,2            | 18,2              | 46,3            | 5,2               | 100,0  |
| 2006р.                                   | 22,8            | 8,0            | 17,3              | 45,8            | 6,1               | 100,0  |
| 2007р.                                   | 27,5            | 4,1            | 15,1              | 46,4            | 6,9               | 100,0  |
| витрат 2005 р.                           | 18,4            | 3,0            | 17,1              | 57,9            | 3,6               | 100,0  |
| 2006 р.                                  | 17,8            | 3,1            | 16,8              | 58,6            | 4,0               | 100,0  |
| 2007 р.                                  | 18,2            | 2,9            | 17,2              | 58,3            | 3,4               | 100,0  |
| брутто - прибутку 2005 р.                | 23,3            | 9,8            | 15,8              | 28,1            | 23,0              | 100,0  |
| 2006 р.                                  | 24,9            | 10,6           | 13,2              | 26,2            | 25,1              | 100,0  |
| 2007 р.                                  | 49,3            | 7,0            | 10,1              | 18,5            | 15,1              | 100,0  |
| Рівень рентабельності продукції* 2005 р. | 49,3            | 103,4          | 10,6              | 5,8             | 80,6              | 26,3   |
| 2006 р.                                  | 38,9            | 112,6          | 8,4               | 4,6             | 64,0              | 18,4   |
| 2007 р.                                  | 115,8           | 101,1          | 25,0              | 13,6            | 189,1             | 42,7   |

\*без урахування оборотності капіталу

Тому, на даний момент почастишали інтеграційні трансформації в сільському господарстві, де в окремі роки спостерігається надзвичайно високий рівень рентабельності через тимчасовий відрив річного темпу приросту ціни даної сільськогосподарської сировини від темпу приросту витрат на її виробництво.

Якщо держава дані процеси залишить без уваги, без врегулювання проблеми структури посівних площ (якісних характеристик сівозмін), структури товарної продукції (співвідношення продуктів рослинництва та тваринництва), структури розподілу доходів у відповідні фонди, то позитивні наслідки від великих обсягів виробництва сільськогосподарської



продукції можуть бути менш негативними. Адже ціни на сільськогосподарську сировину підвищуються (та знижуються) хвилеподібно, а витрати виробництва тільки підвищуються (через інфляцію і пропозиції, і попиту у геометричній прогресії). Тому капітал, вкладений у сільське господарство, може при несприятливій кон'юнктурі ринку швидко з нього і вийти.

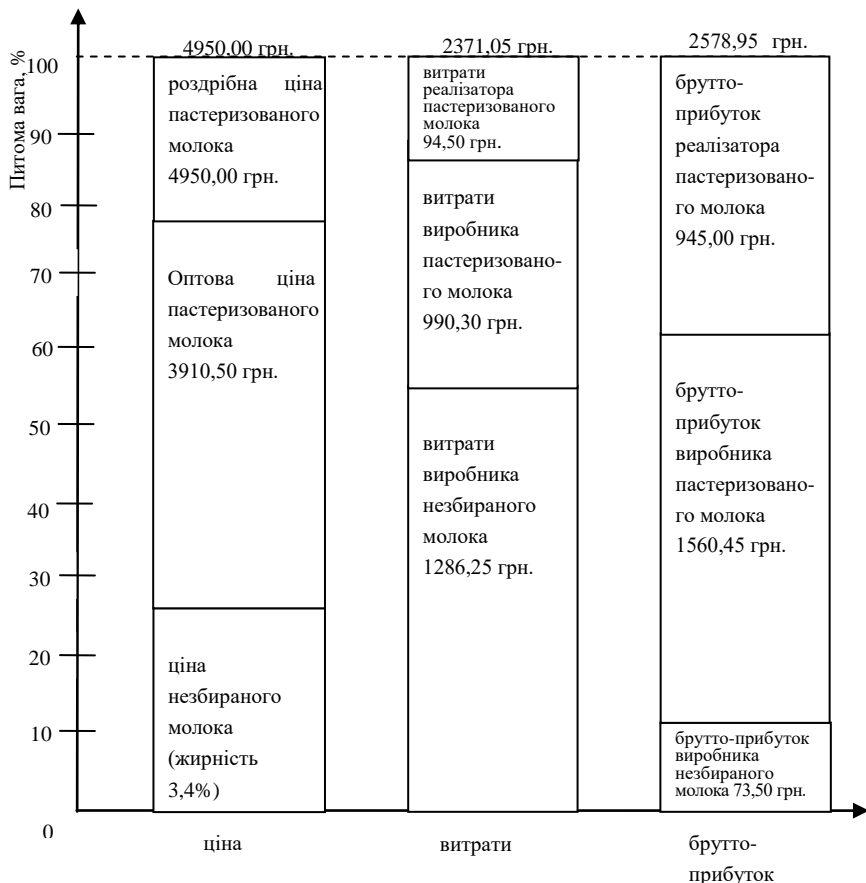


Рис. 4.8. Розподіл складових ціни кінцевої продукції (1000 л пакетованого пастеризованого молока жирністю 2,5% ДСТУ 2661-94), витрат та брутто-прибутку суб'єктів АПК (на 01.12.2007 р.)

При підтримці ж корпоративного укладу є можливість отримання додаткових 504,22 грн. на 1 т зерна озимої пшениці, або 405,9 грн. на 805 кг зерна, необхідних для виробництва 1000 буханок хліба.

Більш низька рентабельність в інших галузях АПК, ніж при виробництві зерна, спонукатиме його виробників до певної протидії інтеграційним трансформаціям при відносно високому фінансово-економічному стані і навпаки.

Щодо виробництва продукції тваринництва, наприклад, молочної продукції, тут ситуація дещо інша. У технологічному ланцюгу виробники незбираного молока, молокозаводи та реалізатори молока (з виключенням подвійних витрат) витрачають 2371,05 грн. на 1000 л пастеризованого молока, маючи при цьому 2578,95 грн. бруто-прибутку.

Якщо візьмемо структуру виручки, витрат та бруто-прибутку, що їх при цьому отримують відповідні суб'єкти АПК, ефективність їх господарювання, то у 2007 р. спостерігаються (як і у попередніх роках) значні переваги переробників, які фактично монополізували галузь з метою отримання надприбутків. Незрівнянно високу ефективність, по відношенню до витрат, мають і реалізатори молока (табл. 4.35).

У молочній галузі ініціаторами інтеграційних трансформацій щодо реалізації інтересів у тваринництві можуть бути лише представники сільського господарства – потужні суб'єкти агробізнесу, що можуть забезпечити відповідні обсяги сировини для входу, закріплення на ринку, або ведення конструктивних переговорів із молокозаводами щодо перерозподілу новоствореної вартості. Оскільки основна увага останніх не знаходиться в площині значної підтримки сировинних зон (через присутність і широку популярність замінників незбираного молока, сухого знежиреного молока тощо), вони намагатимуться лише перешкоджати новим гравцям на молокопродуктовому ринку, який має надто значний поріг входження до нього.

За корпоративного укладу є можливість отримання додаткових 3408,78 грн. на 1 т молока, або 2505,45 грн. на 735 л незбираного молока базової жирності, необхідної для виробництва 1000 л пакетованого молока.

Таблиця 4.35

**Економічна ефективність діяльності в технологічному ланцюгу виробництва і реалізації молока у 2005-2007 рр., %**

| Показники                        | Суб'єкти АПК   |                                  |                                    | Усього |
|----------------------------------|--|----------------------------------|------------------------------------|--------|
|                                  | виробники незбираного молока (сільськогосподарські підприємства) | виробники пастеризованого молока | реалізатори пастеризованого молока |        |
| Питома вага: виручки 2005р.      | 28,4   | 51,6                             | 20,0                               | 100,0  |
| 2006р.                           | 23,2   | 56,5                             | 20,3                               | 100,0  |
| 2007р.                           | 27,5   | 51,5                             | 21,0                               | 100,0  |
| витрат 2005 р.                   | 52,7   | 41,9                             | 5,4                                | 100,0  |
| 2006 р.                          | 53,3   | 42,1                             | 4,6                                | 100,0  |
| 2007 р.                          | 54,2   | 41,8                             | 4,0                                | 100,0  |
| брутто-прибутку 2005 р.          | 3,6  | 67,8                             | 28,6                               | 100,0  |
| 2006 р.                          | 0,8  | 68,2                             | 31,0                               | 100,0  |
| 2007 р.                          | 2,9  | 60,5                             | 36,6                               | 100,0  |
| Рівень рентабельності продукції* |  |                                  |                                    |        |
| 2005 р.                          | 8,5  | 112,2                            | 903,1                              | 92,8   |
| 2006 р.                          | 1,4  | 98,6                             | 962,0                              | 86,1   |
| 2007 р.                          | 5,7  | 157,6                            | 1000,0                             | 108,8  |

\*без урахування оборотності капіталу

Українські аграрні корпорації в умовах глобалізації спроможні нейтралізувати різноспрямовану силу товарних і грошових потоків між суб'єктами АПК та кінцевим споживачем (рис. 4.9).

На цьому шляху мають існувати мінімальна кількість суб'єктів (виробник – споживач, або виробник – паритетний реалізатор - споживач).

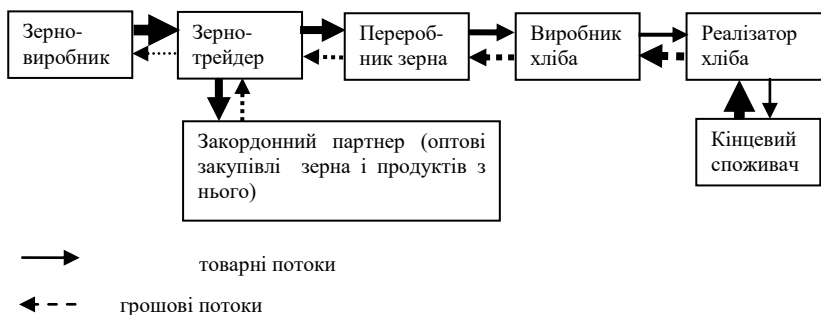


Рис. 4.9. Спрямованість товарних і грошових потоків між суб'єктами АПК та кінцевим споживачем (на прикладі зерна)

Сучасним умовам відповідає схема розподілу доданої вартості і схему спрямованості товарних і грошових потоків у міжелементних зв'язках аграрної корпорації та зв'язках аграрної корпорації з кінцевим споживачем (рис. 4.10).

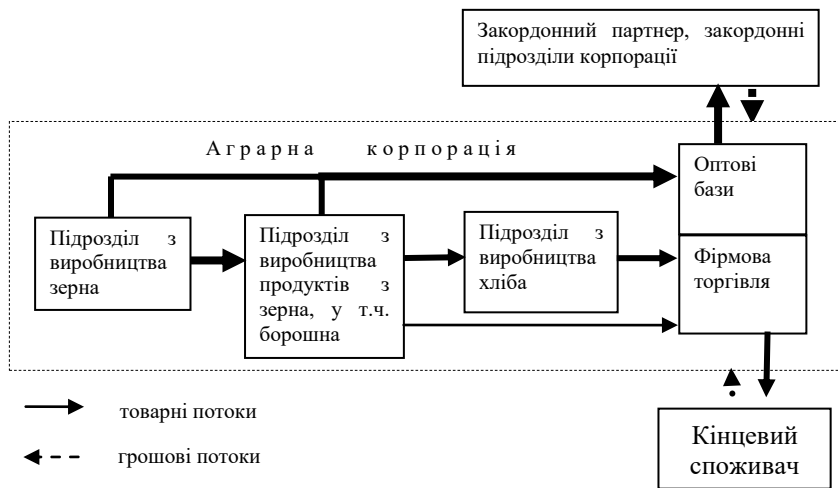


Рис. 4.10. Спрямованість товарних і грошових потоків у міжелементних зв'язках аграрної корпорації та зв'язках аграрної корпорації з кінцевим споживачем (на прикладі зерна)

Надана схема дає можливість забезпечити пропорційний розподіл доданої вартості між всіма підрозділами національної аграрної корпорації. Основними грошовими наповнювачами при цьому є вітчизняні кінцеві споживачі, закордонні партнери та закордонні підрозділи корпорації.

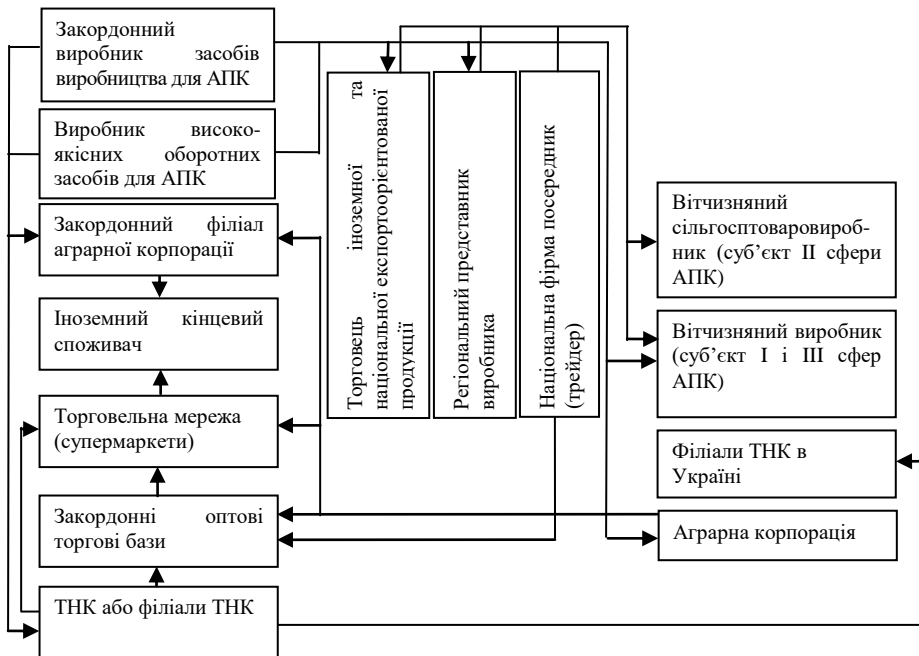


Рис. 4.11. Загальна схема зовнішньоекономічної діяльності суб'єктів корпоративного типу України в умовах глобалізації

Дана проблематика може торкатися й інших видів діяльності корпорації (неопераційної діяльності). При цьому не виключається, що аграрна корпорація може наводити тісні контакти (або взагалі мати власні торгові мережі за кордоном) із закордонними оптовими торговими базами та супермаркетами (або орендувати торгові площі в них); закордонними виробниками високоякісних оборотних засобів та засобів виробництва для АПК самостійно або через власні закордонні філіали.

При цьому можуть оминатися як торговець іноземної та національної експортоорієнтованої продукції, регіональні представники виробників оборотних засобів та засобів виробництва для агропродовольчої сфери, так і національні фірми посередники (трейдери). Представимо більш оптимальну загальну схему зовнішньоекономічної діяльності АПК України (рис. 4.11), засновану на охарактеризованому раніше ефекті фінансових та виробничих синергій.

### **Питання для самоконтролю:**

1. Сутність розрахунку фінансового циклу в корпорації.
2. Алгоритм обліку кількості простих акцій корпорації в обігу.
3. Алгоритм аналізу ефективності роботи корпорації.
4. Алгоритм прийняття рішення щодо злиття підприємств.
5. Сутність оцінки ефективності корпоративної інтеграції через підхід, пов'язаний з теорією фінансового менеджменту.
6. Сутність оцінки ефективності корпоративної інтеграції через підхід, пов'язаний із забезпеченням конкурентних переваг.
7. Сутність оцінки ефективності корпоративної інтеграції через підхід, пов'язаний з теорією трансакційних витрат.
8. Сутність оцінки ефективності корпоративної інтеграції через підхід, направлений на формування взаємовигідних довгострокових ділових стосунків.
9. Структура процесу організаційного проектування в корпорації.
10. Методи проектування організаційних структур управління корпорації.
11. Принципи організації і складу проектної команди корпорації.
12. Розподіл відповідальності за хід виконання проекту в корпорації.
13. Структура менеджменту корпорації.
14. Характеристика методів управління корпорацією.
15. Структура інструментальних методів управління.
16. Поняття і класифікація управлінських рішень в корпорації.

17. Наукові основи раціонального вирішення проблем в корпорації.
18. Етапи ухвалення управлінських рішень в корпорації.
19. Характер перешкод для ухвалення раціональних управлінських рішень в корпорації.

### **Терміни і поняття:**

*1. Агробізнес - відображає широкомасштабний характер аграрних інтегрованих структур у сучасній економіці і включає в себе весь комплекс сфер ланцюжка: виробництво сільгосппродукції – зберігання – переробка – збут.*

*2. Агрохолдинг є групою юридичних самостійних компаній, які розвиваються на принципах самодостатності.*

*3. Під структурою системи стратегічного управління корпорацією розуміється впорядкована сукупність взаємозв'язаних елементів, що знаходяться між собою в стійких стосунках, що забезпечують їх функціонування і розвиток як єдиного цілого.*

*4. Управлінське рішення – це управлінський акт, що викладений в усній або письмовій формі, відображає волю суб'єкта управління вирішити ту або іншу проблему за допомогою дії на об'єкт управління. Вказана дія здійснюється зазвичай через підлеглих суб'єктові управління (тобто керівникові) виконавців.*

*5. Грошовий потік (cash flow) – це різниця між всіма надходженнями і виплатами компанією грошових коштів за певний період часу.*

*6. Вартість капіталу – це ціна, яку корпорація має платити за залучення коштів інвесторів і кредиторів як джерел фінансування.*

*7. Під паритетними основами при вертикальних процесах розуміються такі вертикальні трансформації (бажаного характеру для обох сторін), за яких:*

*- синергічний ефект досягається і інтегратором, і приєднаним підприємством, за рахунок чого показники економічної, соціальної і технологічної ефективності новоствореної організації вищі за суму відповідних показників обох підприємств до інтеграції;*

*- сукупний ефект розподіляється між структурними елементами пропорційно понесеним витратам у новоствореній організації; місія новоствореної організації не йде у протиріччя місіям інтегрованих підприємств до об'єднання;*

*- відбувається ріст та оптимізація потенціалу підприємств та підвищення рівня їх економічної безпеки.*



## ВИСНОВКИ ДО I МОДУЛЮ

Основними рисами національної моделі корпоративного управління, за аналогією з японською, мають бути концентрація власності в утвореннях типу ПФГ з перехресним володінням капіталу, метою якої є успіх усієї групи, довічна зайнятість співробітників та постійне підвищення екологічної складової господарювання. Центральна роль у фінансуванні при цьому може належати як банкам (ФПГ), так і промисловим (або аграрним) підприємствам (ПФГ, АПФГ).

В усіх галузях народного господарства України, в першу чергу в агропродовольчому секторі, недооцінено значення державних і комунальних активів у монополістичних утвореннях. Тому, необхідним є утворення аграрно-промислових фінансових груп з активним використанням зазначеного капіталу.

Необхідним є використання при формуванні та виконанні регіональних та національної стратегій розвитку, активної та масової пропаганди доцільності даних утворень, як один з важливих засобів протистояння негативним наслідкам глобалізації. Найкращим при цьому є органічний тип управління галузевою корпорацією, що на відміну від ієрархічного дозволяє більш прозоро відструктурувати і повноваження, і відповідальність керівників середнього та нижнього ланцюжків. Одним із засобів підготовки до даних процесів є використання комп'ютерних програм з алгоритмом оперативного реагування на швидкозмінювані параметри зовнішнього і внутрішнього середовища. Розроблені подібного роду програми матимуть неабияке значення при формуванні паритетних відносин підприємств корпорацій, особливо тих, що працюють не на кінцеву, а на проміжну продукцію.

Необхідним є зважене застосування методики статистичного аналізу ефективності і синергічного ефекту в галузевих корпораціях.

Для підвищення роботи аграрних корпорацій доцільно в сферу їх інтересів включити ефективне співіснування, взаємодоповнення і отримання синергічного ефекту не тільки від об'єктів II і III сфер АПК, а й від об'єктів I і IV його сфер. Це можливо завдяки спрямованості за перспективними напрямками діяльності аграрної корпорації.

Перспективна модель регіональної аграрної корпорації в кінцевому рахунку може бути достатньо ефективною та конкурентоспроможною навіть на міжнародному рівні.

## **Збірник тестових завдань до модулю I**

### **Тема 1. Сутність корпорації і корпоративного управління**

1. Концентрація виробництва передбачає...
  - а) зростання капіталовкладень за рахунок власних нагромаджень і позичкових коштів;*
  - б) зростання капіталовкладень за рахунок власних нагромаджень;*
  - в) зростання капіталовкладень за рахунок позичкових коштів;*
  - д) зростання статутного капіталу корпорації.*
  
2. Корпорація – це ...
  - а) підприємство;*
  - б) форма об'єднань підприємств;*
  - в) асоціативне об'єднання суб'єктів господарювання;*
  - г) тимчасове об'єднання суб'єктів господарювання.*
  
3. Основний мотив утворення корпорації – отримання ефекту ...
  - а) концентрації;*
  - б) диверсифікації;*
  - в) синергії;*
  - г) мультиплікації.*
  
4. Аграрна корпорація передбачає ...
  - а) об'єднання групи самостійних юридичних осіб;*
  - б) формалізовану інтеграцію активів підприємств-членів;*
  - в) координацію діяльності шляхом створення головного підприємства у формі акціонерного товариства;*
  - г) всі відповіді вірні.*
  
5. До суто корпоративних підприємств можна віднести ...
  - а) приватні підприємства і фермерські господарства;*
  - б) закриті та відкриті акціонерні товариства;*
  - в) командитні і повні товариства;*
  - г) товариства з обмеженою відповідальністю та виробничі кооперативи.*

6. Модель корпорації включає ...
- а) сумарний потенціал учасників корпорації;
  - б) потенціал головного підприємства;
  - в) синергічний ефект від об'єднання учасників у корпорацію;
  - г) *все вище перераховане.*
7. До факторів макросередовища, які впливають на діяльність корпорації відносять:
- а) економічні та інформаційні;
  - б) діяльність громадськості та контролюючих органів;
  - в) політико-правові та демографічні;
  - г) *правильні відповіді а) і в).*
8. Внутрішнє середовище корпорації включає:
- а) інтереси власників;
  - б) інтереси власників і менеджерів;
  - в) *інтереси власників, менеджерів і трудових колективів;*
  - г) правильна відповідь відсутня.
9. Потенціал корпорації – це ...
- а) співвідношення виробничих потужностей корпорації до виробничих потужностей конкурентів;
  - б) сума активів корпорації;
  - в) *сума активів корпорації скоригована на синергічний ефект;*
  - г) синергічний ефект від об'єднання учасників у корпорацію.
10. Зовнішнє середовище корпорації – це ...
- а) *сили, зовнішні по відношенню до неї, що діють на результативність корпорації;*
  - б) її організаційна будова;
  - в) її організаційна будова і внутрішні ситуаційні фактори;
  - г) її внутрішні ситуаційні фактори.

## Тема 2. Особливості формування і функціонування корпоративних структур

1. Злиття – це ...
  - а) способи об'єднання підприємств;
  - б) координація діяльності окремих підприємств;
  - в) трансформування юридичного статусу підприємств;
  - г) *процес налагодження взаємовідносини між компаніями і трансформування їх юридичного статусу.*
  
2. Форма злиття підприємств, за якої статус обох підприємств змінюється, повноваження в управлінні розподіляються і створюється нове підприємство з переданням йому активів підприємств, які зливаються, називаються ...
  - а) поглинання;
  - б) *інтеграція;*
  - в) підпорядкування;
  - г) консолідація.
  
3. Перехресне володіння акціями можливо є однією з основних рис ...
  - а) англо-американської моделі корпоративного управління;
  - б) німецької моделі корпоративного управління;
  - в) *японської моделі корпоративного управління;*
  - г) правильна відповідь а) і б).
  
4. Складнощі з перерозподілом фінансових коштів між підприємствами – є внутрішнім негативним наслідком розвитку корпоративного сектору аграрної економіки ...
  - а) виробничого характеру;
  - б) *субординаційного характеру;*
  - в) організаційного характеру;
  - г) правового характеру.

5. Скорочення впливу посередницьких структур та інститутів сфери обліку – є зовнішнім позитивним наслідком розвитку корпоративного сектору аграрної економіки ...

- а) виробничого характеру;
- б) соціально-економічного характеру;
- в) фінансового характеру;
- г) *організаційного характеру.*

6. Володіння корпоративними правами - ...

- а) є видом підприємницької діяльності;
- б) *не є підприємництвом;*
- в) є видом підприємницької діяльності тільки для фізичних осіб;
- г) є видом підприємницької діяльності тільки для юридичних осіб.

7. Механізм золотої акції діє в ...

- а) Німеччині та Австрії;
- б) Італії та Швеції;
- в) Греції та Португалії;
- г) *всі відповіді вірні.*

8. Форма злиття підприємств, за якої статус одного із підприємств змінюється при незмінному статусі інших, повноваження одного або кількох учасників припиняються, відбувається ліквідація одного із підприємств і передання його активів іншим, називається ...

- а) *поглинання;*
- б) інтеграція;
- в) підпорядкування;
- г) консолідація.

9. Форма злиття підприємств, за якої їх статус не змінюється, одне з підприємств втрачає частину повноважень, отримання контролю здійснюється шляхом придбання акцій підприємств, називається ...

- а) інтеграція;

- б) поглинання;
- в) підпорядкування;
- г) консолідація.

10. Форма злиття підприємств, за якої їх статус не змінюється, кілька підприємств втрачають частину повноважень, отримання контролю здійснюється шляхом придбання акцій підприємств або обліку ними, називається ...

- а) інтеграція;
- б) поглинання;
- в) підпорядкування;
- г) консолідація.

### **Тема 3. Система корпоративних відносин**

1. Агрохолдинг – є ...

- а) групою юридично самостійних компаній;
- б) групою юридично не самостійних компаній;
- в) *групою юридично самостійних компаній, які розвиваються на принципах самодостатності;*
- г) правильна відповідь відсутня.

2. Орієнтація на добрі власні результати, а не корпоративні результати - основний недолік ...

- а) *„шахтної” структури управління аграрною корпорацією;*
- б) лінійно-штабної структури управління аграрною корпорацією;
- в) дивізіональної структури управління аграрною корпорацією;
- г) правильна відповідь відсутня.

3. До первинних кількісних показників організаційної структури корпорації відносять:

- а) загальна кількість рівнів управління;
- б) існуюча середня норма керованості;
- в) чисельність працівників управління;
- г) *всі відповіді вірні.*

4. За ступенем формалізації управлінські рішення, що приймаються в корпорації, можуть бути ...
- а) оперативні, тактичні, стратегічні;
  - б) запрограмовані, незапрограмовані;
  - в) мікроекономічні, макроекономічні;
  - г) індивідуальні, колегіальні, колективні.
5. За часом дії управлінські рішення, що приймаються в корпорації, можуть бути ...
- а) оперативні, тактичні, стратегічні;
  - б) запрограмовані, незапрограмовані;
  - в) мікроекономічні, макроекономічні;
  - г) індивідуальні, колегіальні, колективні.
6. За масштабністю управлінські рішення, що приймаються в корпорації, можуть бути ...
- а) оперативні, тактичні, стратегічні;
  - б) запрограмовані, незапрограмовані;
  - в) мікроекономічні, макроекономічні;
  - г) індивідуальні, колегіальні, колективні.
7. За числом осіб, що ухвалюють управлінські рішення в корпорації, можуть бути ...
- а) оперативні, тактичні, стратегічні;
  - б) запрограмовані, незапрограмовані;
  - в) мікроекономічні, макроекономічні;
  - г) індивідуальні, колегіальні, колективні.
8. Виробництво біопалива та електроенергії, будівельних матеріалів, хімічних і технічних засобів, насіння, посадкового матеріалу входить до підрозділів ...
- а) I сфери АПК;
  - б) II сфери АПК;
  - в) III сфери АПК;
  - г) IV сфери АПК.



9. Агрolandшафтне облаштування сільгосптериторій, агротуризм, рослинництво і тваринництво входить до підрозділів ...

- а) I сфери АПК;
- б) II сфери АПК;
- в) III сфери АПК;
- г) IV сфери АПК.

10. Об'єкти роздрібної торгівлі, торговельні бази, рекламні підрозділи, підприємства з фасування продукції, транспортні підприємства є підрозділами ...

- а) I сфери АПК;
- б) II сфери АПК;
- в) III сфери АПК;
- г) IV сфери АПК.

#### **Тема 4. Ефективність управління роботою корпоративних структур**

1. Коефіцієнт боргового навантаження корпорації розраховується як відношення ...

- а) *довгострокових і поточних зобов'язань до загальних активів;*
- б) власного капіталу до загальних активів;
- в) загальних активів до власного капіталу;
- г) прибутком до вирахуванням відсотків і податків до суми відсотків за борговим зобов'язаннями.

2. Показник захищеного періоду корпорації розраховується як відношення ...

- а) оборотних активів до поточних зобов'язань;
- б) грошових коштів та поточних фінансових інвестицій до поточних зобов'язань;
- в) *оборотних активів до середніх щоденних операційних витрат;*
- г) вірна відповідь відсутня.

3. Дивідендна доходність акції розраховується як відношення ...

- а) ринкова ціна акції до прибутку на акцію;
- б) дивіденд на акцію до ринкової ціни акції;
- в) ринкова ціна акції до балансової вартості акцій;
- г) вірна відповідь відсутня.

4.  $\frac{1}{(1+r)^T}$  - це ...

- а) коефіцієнт нарощування;
- б) коефіцієнт дисконтування;
- в) чиста теперішня вартість;
- г) внутрішня норма прибутку.

5. Ринкова кон'юнктура оцінюється за наступними критеріями оцінки ...

- а) фаза розвитку ринку, галузі і фондового ринку;
- б) рівень концентрації ринку;
- в) кон'юнктура пов'язаних ринків;
- г) всі відповіді вірні.

6. Коефіцієнт інтенсивності зростання підприємств (N) розраховується за формулою:

а)  $N = \bar{Q} \times K$ ;

б)  $N = \frac{B_z \times O_B}{C_z \times O_z} \times 100\%$ ;

в)  $N = \frac{ВП}{Q \times B_k} \times 100\%$ ;

г)  $N = \frac{ВП}{(P + H + A + Z) \times B_k} \times 100\%$ .

7. Визначення коригувального коефіцієнту (K) для розрахунку інтенсивності зростання підприємства враховує блоки:

- а) можливості щодо залучення підприємством додаткових інвестицій і нарощування виробничих потужностей;
- б) можливості щодо використання резервів зменшення витрат і активізації інноваційної діяльності;

в) стадія життєвого циклу продукції, рівень інфляції і кадровий потенціал підприємства;

г) всі відповіді вірні.

8. Коефіцієнт змінних витрат підприємства ( $K_3$ ) розраховується за формулою:

а)  $K_3 = \bar{Q} \times K$  ;

б)  $K_3 = \frac{B_3 \times O_B}{C_3 \times O_3} \times 100\%$  ;

в)  $K_3 = \frac{ВП}{Q \times B_K} \times 100\%$  ;

г)  $K_3 = \frac{ВП}{(P + H + A + З) \times B_K} \times 100\%$  .

9. Коефіцієнт прибутковості частини ринку підприємства ( $\Pi_{чр}$ ) розраховується за формулою:

а)  $\Pi_{чр} = \bar{Q} \times K$  ;

б)  $\Pi_{чр} = \frac{B_3 \times O_B}{C_3 \times O_3} \times 100\%$  ;

в)  $\Pi_{чр} = \frac{ВП}{Q \times B_K} \times 100\%$  ;

г)  $\Pi_{чр} = \frac{ВП}{(P + H + A + З) \times B_K} \times 100\%$  .

10. Коефіцієнт новоствореної власності ( $K_{нв}$ ) розраховується за формулою:

а)  $K_{нв} = \bar{Q} \times K$  ;

б)  $K_{нв} = \frac{B_3 \times O_B}{C_3 \times O_3} \times 100\%$  ;

в)  $K_{нв} = \frac{ВП}{Q \times B_K} \times 100\%$  ;

г)  $K_{нв} = \frac{ВП}{(P + H + A + З) \times B_K} \times 100\%$  .

# МОДУЛЬ II

## ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ ФОРМУВАННЯ І ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАТИВНИХ СТРУКТУР

### **ТЕМА 5. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ КОРПОРАЦІЇ**

---

#### **5.1 УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ У КОРПОРАЦІЯХ, МЕТОДИ ОЦІНКИ КАПІТАЛУ**

---

На загальну економічну рентабельність корпорації можна впливати шляхом збільшення комерційної рентабельності і швидкості оборотності активів. У той же час збільшення чистого доходу корпорації не повинне призводити до одночасного значного збільшення активів.

Аналіз доцільно представляти у вигляді табл. 5.1.

*Процес управління капіталом* корпорації включає аналіз і вдосконалення структури капіталу, його оцінку і забезпечення високої ефективності його використання.



Структура капіталу компанії характеризується співвідношенням власних і позичкових коштів (таблиця 5.2).

Таблиця 5.2

### Структура капіталу корпорації

|                         |                                |                              |               |
|-------------------------|--------------------------------|------------------------------|---------------|
| За джерелами виникнення | За роллю у процесі виробництва |                              |               |
|                         | основний капітал               | обіговий капітал             |               |
| Власний капітал         | основні засоби                 | обігові виробничі фонди      | обігові фонди |
| Позичковий капітал      | довгострокові зобов'язання     | короткострокові зобов'язання |               |

**Ціною капіталу корпорації є сума, яку необхідно сплатити за використання фінансових ресурсів, виражену у відсотках до об'єму цих ресурсів.**

І це не лише плата за користування чужими ресурсами корпорації, але і та норма рентабельності, яку корпорація повинна забезпечити, щоб не зменшити свою ринкову вартість. Ціна капіталу показує його цінність на ринку інвестицій, оскільки чим більша ця ціна, тим привабливіша компанія як інвестор.

Кожен структурний елемент з представлених в таблиці 5.2 має свою ціну. Ціна спільного капіталу корпорації (ЦСК) визначається за формулою:

$$ЦСК = \sum C_i \times \chi_i \quad (5.1)$$

де  $C_i$  – ціна  $i$ -го джерела фінансових коштів;

$\chi_i$  – частка  $i$ -го джерела у спільній сумі фінансових ресурсів.

Ціна позичкових коштів (кредитів банків, кредиторської заборгованості) визначається за формулою:

$$\text{ЦПК} = \text{BK} \times K, \quad (5.2)$$

де ЦПК – ціна позичкових фінансових коштів;

BK – відсоток по кредиту (займу, позиці);

K – коефіцієнт (рівний 1,0 – якщо за законодавством відсоток з даного виду позичкових коштів не підлягає оподаткуванню або входить у собівартість продукції; рівний 1-СТ – якщо за законодавством податок з прибутку по цьому джерелу стягується із ставкою „СТ”).

Ціна акціонерного капіталу визначається співвідношенням привілейованих і звичайних акцій. Ціна привілейованих акцій (ЦПА) рівна:

$$\text{ЦПА} = \text{ДВ}_n \div C_n, \quad (5.3)$$

де ДВ<sub>n</sub> – сума дивідендів по привілейованих акціях;

C<sub>n</sub> – сума, виручена від продажу привілейованих акцій.

Ціна звичайних акцій (ЦЗА) визначається за формулою:

$$\text{ЦЗА} = \frac{\text{ДВ}_o}{C_o + \text{НП}} + \alpha, \quad (5.4)$$

де ДВ<sub>o</sub> – сума дивідендів за звичайними акціями;

C<sub>o</sub> – сума, виручена від реалізації звичайних акцій;

НП – нерозподілений прибуток компанії;

α – коефіцієнт, що враховує прогнозований темп зростання дивідендів.

Ціна нерозподіленого прибутку (ЦНП) визначається за формулою:

$$\ddot{O}\ddot{I} = \frac{\ddot{A}\ddot{A}_x}{\ddot{I} \times (1 + \ddot{N}\ddot{A} + k)}, \quad (5.5)$$

де  $DB_D$  – величина дивідендів, які додатково могли б отримати акціонери;  
 $CD$  – середня ринкова відсоткова ставка доходу;  
 $k$  – коефіцієнт, що враховує вплив інфляції.

Альтернативою виплат акціонерам додаткових дивідендів з нерозподіленої частки прибутку є використання цієї частки для інвестицій у розвиток компанії з метою отримання у майбутньому ще більших доходів. Тут очевидне зіткнення інтересів керівництва компанії і її акціонерів. Виплата додаткових дивідендів означає для акціонера реальний дохід, який він може використовувати або для придбання додаткових акцій своєї ж компанії, або вкласти його в інші фінансові інвестиції. В результаті акціонер може отримати в сукупності більший дохід, ніж у тому випадку, якщо він не отримає додаткових дивідендів. Що стосується керівництва компанії, то для неї виплачені дивіденди – це не що інше, як відчужені фінансові ресурси („що з возу впало, то пропало”), які у разі їх використання на розвиток корпорації могли б дати приріст прибутку і забезпечити збільшення доходів акціонерів навіть більшою мірою, чим при виплаті ним додаткових дивідендів з нерозподіленого прибутку.

Ціна будь-якого іншого фінансового активу (ЦФА) може визначатися за формулою:

$$ЦФА = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1 + e)^t}, \quad (5.6)$$

де  $D$  - дохід від використання даного фінансового активу в  $t$  – ом періоді;  
 $e$  - прийнятний рівень доходу, частки одиниці;



$T$  - спільна тривалість періоду, за який розраховується ціна фінансового активу.

Ціна корпорації (ЦК) може визначатися за формулою:

$$ЦК = ДР \div СЦК, \quad (5.7)$$

де  $ДР$  - дохід до розподілу;

$СЦК$  – середньозважена ціна капіталу.

Дохід до розподілу є загальною сумою коштів, витрачених на обслуговування власного і залученого капіталу:

$$ДР = ПР + ДВ + РП, \quad (5.8)$$

де  $ПР$  – виплата відсотків за використання залучених джерел фінансових коштів;

$ДВ$  – виплачені дивіденди;

$РП$  – реінвестований прибуток,  
або

$$\hat{A}D = \hat{A}\hat{A} - (\hat{I}\hat{I} + \hat{A}_y), \quad (5.9)$$

де  $ВД$  – валовий дохід компанії;

$ПП$  – податок на прибуток;

$ВП$  – інші обов'язкові відрахування з прибутку.

Ціна бізнесу або підприємництва (ЦБ) рівна:

$$ЦБ = ЧП \div СЦК, \quad (5.10)$$

де  $ЧП$  – чистий прибуток.

*Чистий прибуток* – це плата за капітал, що розподіляється між акціонерами, кредиторами і фондами, іншими словами, чистий прибуток є частина доходу компанії, що дорівнює сумі коштів, яку необхідно сплатити за використання фінансових ресурсів певного обсягу.

У даний час український і міжнародний фондові ринки відкривають великі можливості для залучення капіталу. Безліч українських корпорацій приступили до розміщення своїх акцій серед міжнародних портфельних інвесторів, орієнтованих на отримання доходу у довгостроковій перспективі і які не претендують на участь в управлінні виробництвом. При цьому основними цілями формування вторинного ринку і умов для залучення капіталу є наступні:

- створення інструментів регулювання ринку акцій корпорації;
- управління портфелем акцій контрольованим підприємством для забезпечення фінансового доходу;
- підвищення інвестиційної привабливості акцій серед потенційних українських і зарубіжних інвесторів і розширення можливостей із залучення інвестицій;
- створення сприятливих умов для розміщення цінних паперів з метою залучення фінансових ресурсів;
- завоювання стійких позицій на міжнародних ринках капіталу;
- впровадження сучасних методів стратегічного планування, управління і розвитку підприємства;
- здобуття додаткових фінансових коштів за рахунок інвестування в окремі проекти і від продажу частини пакету акцій.

Ефективне використання вигод, витікаючих із статусу відкритого акціонерного товариства, стало можливим у момент появи інвестиційного попиту на акції підприємств різних галузей. Із зростанням фондового індексу і збільшенням ємності фондового ринку в Україні інвестиційно-фінансова діяльність корпорацій може сприяти модернізації застарілих основних

засобів, здійсненню ряду інвестиційних програм, поповненню оборотних коштів „живими” грошима. Проте, робота з власними акціями на фондовому ринку, здобуття максимально можливої фінансової віддачі від цієї діяльності будуть можливі лише після проведення комплексу заходів, направлених на створення і розвиток вторинного ринку акцій. Ці дії сприятимуть підвищенню інтересу інвесторів до цінних паперів підприємства, і, як наслідок, зростання їх ліквідності і значного збільшення їх вартості на ринку. У зв'язку з цим може бути сформована емісійна стратегія корпорації на фондовому ринку. Одним з основних завдань розробки інвестиційної політики корпорації є визначення корпоративних цілей і завдань з метою виявлення довгострокових виробничих і фінансових проблем.

На цьому етапі визначається рівень потреб у зовнішніх інвестиціях, розробляється стратегія виведення цінних паперів емітента на фондові ринки з урахуванням корпоративних інтересів корпорації.

Підсумком вищезгаданих заходів може стати *Концепція розвитку ліквідного ринку акцій корпорації* з урахуванням довгострокових і короткострокових перспектив, затверджена Радою директорів.

Обов'язковою умовою підвищення інвестиційної привабливості підприємства є комплекс заходів, що включає детальне вивчення фінансового стану підприємства, аналіз бухгалтерської звітності, розробка рекомендацій з оптимізації структури пасивів.

Це також передбачає проведення експертизи засновницьких документів з метою приведення їх у відповідність з вимогами законодавства до акціонерних товариств.

Ключовим моментом при розробці Концепції розвитку ліквідного ринку акцій є формування необхідних пакетів акцій для виконання того або іншого завдання у процесі виведення цінних паперів на внутрішній і зовнішній фондові ринки.

З урахуванням наявних тимчасових і законодавчих обмежень комбінована і погоджена у термінах стратегія формування ринку акцій, як правило, включає цілу низку блоків:

Кожен блок включає низку заходів, які забезпечать успішне виконання реалізації емісійної стратегії.

При управлінні пакетами акцій і налагодження ринкової інфраструктури першим етапом є *консолідація пакету акцій*, метою якої є збереження контролю над управлінням корпорацією і залучення грошових коштів для фінансування проектів. У зв'язку з цим можливі наступні варіанти:

- витратний (скупка акцій);
- той, що вимагає незначних витрат (командитне товариство).

Особливістю командитного товариства є те, що з використанням цього інструменту можливо найбільш безболісно і ефективно перерозподілити певний пакет акцій корпорації.

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

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

Можливою альтернативою продажу акцій є надання акцій у заставу із залученням кредиту для подальшого ефективного управління грошовими ресурсами. А також доручення брокерським конторам здійснювати операції з цінними паперами корпорації на вторинному ринку як уповноваженим дилерам. Послуги, що у цьому випадку надаються і включають:

- 1) входження до лістингу Української Торгівельної Системи (УТС);
- 2) здійснення операцій купівлі-продажу акцій корпорації;
- 3) проведення узгодженої політики з регулювання курсової вартості акцій;

4) сприяння у консолідації великих пакетів для подальшого його продажу українським і іноземним інвесторам.

Введення акцій корпорації до лістингу УТС робить їх популярними на українському фондовому ринку, оскільки лістинг УТС включає всіх емітентів з розвиненим ринком акцій.

Забезпечення початку торгів в УТС за участю утримувачів державної частки акцій.

Початок торгів в УТС у рамках другого етапу окрім створення ліквідного ринку акцій вирішить завдання підвищення котирувань напередодні розміщення п'ятивідсоткового пакету (з державної частки або скупленого у населення за власні кошти). У ході цього етапу інвестиційна корпорація може викупити пакети великих утримувачів акцій по укладених раніше договорах-дорученнях, коли ринкова ціна досягне межі, визначеної поручителями у вказаних договорах.

Після зміцнення позицій корпорації на українському фондовому ринку, як правило, відбувається інформаційне забезпечення і створення умов для випусків *американських депозитарних розписок (АДР)*. У даний час однією з основних вимог ринку до корпорацій-емітентів є інформаційна відвертість і доступність.

Зокрема, необхідні щоквартальні публікації у спеціалізованих виданнях фінансової звітності і виробничих показників підприємства, новин корпорації. Згадки про виробничу і інвестиційну діяльність повинні регулярно друкуватися у провідних центральних періодичних виданнях. При цьому з'являється необхідність створювати необхідний імідж корпорації для інвесторів, а також коректувати несприятливу кон'юнктуру, що приносить середньо- і довгострокові вигоди емітенту і акціонерам у вигляді підвищення курсової вартості даних цінних паперів.

Для інвесторів також необхідна підготовка інформаційного (аналітичного) огляду корпорації, відповідного міжнародним стандартам з метою широкого розповсюдження серед операторів фондового ринку, зацікавлених українських і зарубіжних фінансових і інвестиційних інститутів.

Суспільне сприйняття корпорації може бути ефективною лише при регулярній взаємодії із ЗМІ. У зв'язку з цим необхідно розробити зразковий план заходів, наприклад:

- проведення прес-конференцій двічі на рік;
- проведення брифінгів з поточних питань 1 раз у квартал;
- випуск і поширення прес-релізів 1 раз у місяць;
- виступ на радіо і телебаченні 6 разів на рік;
- випуск і розповсюдження інформаційного бюлетеня 1 раз на квартал;
- інтерв'ю представників вищого керівництва корпорації не рідше 3 рази на рік.

Інформаційне забезпечення інвесторів і проведення маркетингових заходів проводиться з метою максимального інформування потенційних інвесторів про найближчі плани корпорації, її інвестиційні програми, а також для створення сприятливого іміджу корпорації і її керівництва.

*Програма інформаційного забезпечення інвесторів і маркетингові заходи включають:*

- проведення спеціальних заходів – презентацій серед інституційних інвесторів в Україні і за кордоном;
- взаємодія із засобами масової інформації на регулярній основі.

Проведення спеціальних заходів – презентацій, приурочених або до певних подій (розміщення нового випуску акцій), або до маркетингової політики корпорації, в цілому є виключно важливим і дієвим інструментом підвищення привабливості корпорації-емітента і авторитету її керівництва в очах потенційних інвесторів. У зв'язку з цим одним з найважливіших етапів є підготовка Інформаційного Огляду корпорації з метою інформування інвесторів про фінансовий стан корпорації і перспективи її розвитку.

*Інформаційний огляд* включає наступне:

- загальна інформація про корпорацію (історія, місце розташування тощо);

- характеристика виробничої діяльності і виробничий потенціал (у тому числі в порівнянні з конкурентами);
- структура управління (у тому числі інформація про вище керівництво);
- структура акціонерного капіталу;
- фінансова звітність і аналіз фінансового стану;
- стратегія розвитку корпорації;
- стратегія залучення капіталу (нові емісії, облігаційні позики тощо);
- фінансовий прогноз.

Для забезпечення інвесторів необхідною фінансовою інформацією відповідно до міжнародних стандартів проводиться *фінансовий аудит* і приведення фінансової звітності у відповідність до них. Результати роботи аудиторської корпорації використовуються для:

- підготовки інформаційного меморандуму, який буде представлений українським і міжнародним інвесторам;
- пакету документів, необхідних для випуску депозитарних розписок або здобуття лістингу на міжнародних фондових ринках.

У зв'язку з цим необхідно забезпечити:

- підготовку інформаційних матеріалів;
- річні, квартальні звіти про діяльність корпорації;
- прес-релізи, інформаційні бюлетені, прес-дайджести;
- моніторинг преси з питань, що стосуються інтересів корпорації;
- відстежування матеріалів по корпорації, що з'являються як в українській, так і в зарубіжній пресі, їх аналіз;
- початок робіт зі складання огляду з урахуванням термінів отримання і підтвердження фінансової інформації;
- укладення договору з авторитетною рекламною фірмою з розробки і реалізації довгострокової рекламно-інформаційної програми;

- обов'язкове планування ряду презентацій у Лондоні (Нью-Йорку) для ретельно відібраної аудиторії найбільших інституційних інвесторів, що мають інтерес до України. У координації із західними банками, відібраними корпорацією і що представляють її інтереси на міжнародних ринках, фінансовий консультант може забезпечити організацію такого роду заходів;

- укладення договору з міжнародною аудиторською фірмою, що входить до „великої вісімки”.

Після проведення необхідної інформаційної підготовки корпорація може переходити до просування акцій на зарубіжні ринки. Найбільш поширеними і прийнятними у даний час є Американські Депозитарні Розписки. АДР з'явилися як основний спосіб, за допомогою якого неамериканські емітенти можуть дістати доступ на американський ринок акцій. Зарубіжна корпорація, прагнучи отримати лістинг на біржах США, повинна здійснити це через процес лістингу АДР.

Усе більш зростає число корпорацій, особливо у країнах з економікою, що розвивається або перехідною, і обирають як спосіб залучення коштів іноземних інвесторів випуск АДР, які забезпечують вихід на найбільш ємкий фондовий ринок світу з незначними витратами. Процес глобалізації ринків акцій і потреба у капіталі, яку випробовують корпорації у країнах з ринками, що розвиваються, прискорили зростання ринку АДР, які є свідомим, підтверджуючим володіння акціями корпорацій, тобто право власності інвесторів США на акції іноземної корпорації. АДР мають на увазі безпосереднє право голосування по акціях, лежачих в основі даних розписок, дозволяють полегшити вирішення проблем (з розрахунками, валютним курсом і безпосереднім володінням акціями), що існують на внутрішньому ринку.

Механізм АДР розширює можливості інвесторів, надаючи їм право здійснювати вкладення не лише у ті цінні папери, які пройшли процедуру лістингу (зареєстровані) на відомих фондових біржах.



АДР знижують ризики вкладень в акції для іноземних інвесторів; підвищують ліквідність ринку акцій емітента, дозволяють обійти обмеження, що накладаються на купівлю цінних паперів нерезидентами. Тому програма випуску АДР – реальна можливість серйозно заявити корпорації про себе міжнародним фінансовим і інвестиційним колам.

*АДР рівня 1* дозволяє американським інвесторам вкладати кошти на вторинному ринку в акції більшості корпорацій, що мають лістинг на біржах всіх країн, окрім США. Торги проводяться на позабіржових майданчиках США і на декількох біржах за межами США.

Подача фінансової звітності підприємства, яка повинна відповідати міжнародним стандартам бухгалтерського обліку і фінансової звітності, у Комісію з цінних паперів і бірж США не обов'язкова.

Рівні 2 і 3 застосовні для проходження і отримання повного лістингу цінних паперів на фондових біржах в США. Кожен рівень має різний порядок реєстрації і звітності в Комісії з цінних паперів і бірж і обов'язкову відповідність вимогам з дотримання норм US GAAP і IAS. Необхідна відповідність нормам отримання лістингу на національних фондових біржах або в системі NASDAQ (Автоматизовані котирування Національної Асоціації дилерів по цінних паперах).

*Розміщення за правилом 144А* дозволяє розміщувати АДР серед інституційних інвесторів, при цьому відсутня необхідність реєстрації у Комісії з цінних паперів і бірж США, а також з'являється можливість реалізовувати АДР неамериканським інвесторам за Правилком S.

Дана форма розміщення передбачає підготовку Інформаційного Меморандуму міжнародної корпорації-андеррайтера, яка безпосередньо здійснює розміщення, проведення Road-Show і низки підготовчих заходів.

Одним з основних етапів створення ліквідного ринку акцій є розміщення 5-10% пакету акцій серед зарубіжних інституційних

інвесторів. Продаж акцій створить первинний ринок цінних паперів за кордоном, на декілька рівнів підвищить довіру до акцій емітента і дозволить значно підвищити котирування на внутрішньому ринку.

Саме розміщення здійснюється дорогою ретельно підготовленою кампанією Road-Show за участю представників державних відомств і керівництва корпорації, після закінчення якої проводяться торги з високою продажною ціною акцій. Особливістю цього розміщення є те, що воно проводиться без великих фінансових витрат на міжнародний аудит, фінансових і юридично міжнародних консультантів і підготовку міжнародного меморандуму, які необхідні при розміщенні через систему АДР за правилом 144А (американських депозитарних розписок).

У цілях фінансування свого розвитку і формування стійкого зарубіжного ринку збуту ряд великих українських емітентів залучає стратегічних інвесторів шляхом продажу певних пакетів своїх акцій. Вибір стратегічного інвестора повинен здійснюватися не раніше появи стійкого попиту на акції емітента, тобто тоді, коли виникає можливість вибору інвестора на умовах партнерства, вигіднішого для емітента.

***Під незалежним реєстратором розуміється юридична особа, яка на підставі відповідних договорів веде реєстр акціонерів АТ (є утримувачем реєстру).***

При цьому згідно існуючого законодавства тримачами реєстру АТ не можуть бути:

- 1) саме АТ (якщо кількість акціонерів > 1 000);
- 2) акціонери даного товариства;
- 3) номінальний тримач акцій даного товариства.

Діяльність реєстратора повинна ліцензуватися в обов'язковому порядку. Реєстратор не має права передавати функції тримача реєстру або його частини іншій особі.

Лише запис у реєстрі акціонерів гарантує права власності акціонера на акції даного АТ. При укладенні угоди купівлі / продажу акцій реєстратор робить у реєстрі відповідний запис про передачу прав власності і видає підтвердження про перехід прав власності. Покупець вступає в права власності на дану акцію лише після видачі такого підтвердження.

***Під зняттям реєстру мається на увазі фіксація повної інформації, що міститься у реєстрі, у вигляді списку акціонерів (електронного або паперового), що містить повну інформацію про кожного акціонера, про кількість акцій, що належать йому.***

Окрім реєстрації прав власності реєстратор здійснює:

- 1) зняття реєстру акціонерів перед зборами акціонерів;
- 2) організацію зборів акціонерів;
- 3) виплату дивідендів;
- 4) надання емітенту аналітичної інформації про найбільших акціонерів, про структуру і географію акціонерного капіталу;
- 5) облік обтяження акцій зобов'язаннями, а також їх припинення.

На даний момент багато фірм ведуть реєстри різних АТ і ІФ. Аналіз їх діяльності показує, що існує декілька етапів у їх розвитку.

1. На першому етапі розробляються прості форми відносин з емітентом, складається мінімальна звітність (як правило лише облікові реєстри). Реєстр ведеться у формі електронних записів на основі поширених баз даних. Подібна практика призводить:

- 1) до невідповідності інформації, що міститься у реєстрі;
- 2) у разі великих реєстрів відбувається втрата керованості реєстру як на рівні баз даних, так і на рівні документообігу;
- 3) при зростанні об'ємів інформації (великих об'ємів операцій або великої кількості акціонерів) збільшується кількість технологічних збоїв;

4) жоден реально працюючий Реєстратор на даний момент не може надати повну аналітичну картину структури акціонерного капіталу;

5) юридична сторона реєстрації передачі прав власності на вторинному ринку найчастіше сумнівна.

2. Основними труднощами, що викликають перехід до другого етапу, є втрата керованості реєстру і вимога ліцензування реєстраторської діяльності. На цьому етапі Реєстратор, що діє, намагається упорядкувати свою діяльність на основі зміни організації документообігу. Прогнозований розвиток такого Реєстратора – у бік достатньої надійності при втраті оперативності.

3. Третій етап характеризується спробами інтеграції різних Депозитаріїв і Реєстраторів в єдину систему. Але оскільки кожен з них використовує свою технологію, то цей процес йде повільно і з мінімальним успіхом.

Виходячи з викладеного, найбільш перспективним є об'єднання технологій Реєстратора і Депозитарію, поєднання їх між собою і впровадження єдиної мережі з вузлами, розташованими у регіонах емітентів. Подібне рішення забезпечить оперативну реєстрацію операцій і доступ до найбільших торгівельних фондових майданчиків, тобто вихід на реальний вторинний ринок. Останнє дозволить проводити контроль за рухом акцій на ринку, а також котирування акцій. Успішного котирування акції набувають у разі проведення подальших емісій, оскільки забезпечують інтерес інвесторів до цих акцій.

*Технологія роботи реєстратора* повинна забезпечувати оперативну реєстрацію переходу прав власності, цілісність і керованість реєстру. Крім того, має бути дотримана юридична правильність такої реєстрації, технологія має бути стійкою по відношенню до всіляких збоїв у роботі і не допускання зловживань. Для забезпечення такого роду умов необхідне поєднання паперової і електронної (комп'ютерної) технологій,

причому для недопущення зловживань мають бути прийняті спеціальні заходи, оскільки запис в реєстрі є достатнім і остаточним підтвердженням прав власності.

Сучасне розуміння проблеми передбачає ведення спеціальних рахунків акціонерів (у електронній формі), запис у яких і гарантує права власності. При реєстрації переходу прав власності передбачається введення пакетної технології, яка гарантує захист від збоїв і зловживань.

*Інформаційні можливості Реєстратора* забезпечуються електронною формою організації особових рахунків акціонерів, що визначає широкі можливості здобуття оперативної конкретної і узагальнювальної аналітичної інформації про структуру і переміщення акціонерного капіталу. Дані можливості включають інформацію про найбільші емітенти, географічний розподіл капіталу, активність операцій по акціях на вторинному ринку (обороті) і ін.

Мінімальний *штат реєстратора* повинен складатися з наступних співробітників:

- адміністратор – 1;
- керівник рахунків – 1;
- операціоніст – 2;
- системний програміст – 1;
- працівник сховища – 2;
- менеджер по зв'язках з емітентом – 1.

Таким чином, мінімальний штат, потрібний для роботи Реєстратора, – 8 чол. Такий штат здатний забезпечувати реєстрацію однієї операції за 10-15 хв. Слід зазначити, що підготовка персоналу може зайняти тривалий час. Так, операціоніст (за умови досвіду роботи операціоністом у банку) може бути підготовлений за 1-2 місяці, керівник рахунків (за умови досвіду роботи бухгалтером) – за 2-3 місяці, адміністратора і менеджера – до 6 місяців.

Менеджер по зв'язках повинен добре уявляти собі перспективи розвитку ринку акцій і особливості даного емітента, проводити

аналіз ринку, складати аналітичні звіти для емітента. Він повинен мати економічну освіту і досвід роботи на фондовому ринку.

При емісії необхідно ввести великий об'єм початкових даних, залежно від об'єму емісії. Для цього необхідно збільшити штат з розрахунку, що при первинній емісії розпорядник і два операціоністи забезпечують обробку одного акціонера за 5 хвилин.

*Зняття реєстру, підготовка зборів, виплата дивідендів*, може здійснюватися раз на квартал або раз на рік. Зняття реєстру і підготовку зборів необхідно провести за 30 дн. При цьому потрібний додатковий кваліфікований штат співробітників залежно від об'єму реєстру (2-4 чол.)

Досвід показує, що ці співробітники мають бути досить кваліфіковані, оскільки операції зняття реєстрів і ін. мають бути юридично правильно оформлені. Орієнтовні терміни підготовки співробітників для даних операцій – 3-6 місяців.

*Розробка і впровадження технології Реєстратора*, навчання персоналу – трудомісткий процес, що вимагає особливої підготовки і досвіду роботи на фондовому ринку і орієнтації в комп'ютерному забезпеченні. Від цих людей потрібне розуміння постановки завдань і перспектив розвитку вторинного ринку акцій і програмного забезпечення. Орієнтовно група розробки і впровадження повинна складатися з 5-8 чол.

Попередній аналіз вказує на складність проблеми організації ведення реєстру АТ і дає деякі оцінки витрат і необхідних людських ресурсів. Мінімальний штат Реєстратора можна оцінити таким чином:

- для реєстрації переходу прав власності – 8-10 чол.;
- для зняття реєстру – 2-4 чол.;
- для впровадження технології – 5-8 чол.

При веденні великих реєстрів необхідний перерахунок кількості необхідних співробітників, виходячи з даних, що один керівник рахунками і два операціоністи забезпечують реєстрацію операції за 5-15 хв.

Таким чином, для того, щоб забезпечити безперебійну роботу Реєстратора і уникнути вищеперелічених проблем, необхідно активізувати зусилля у розробці Реєстраторської технології і забезпечити як можна ширше її поширення з метою інтеграції ринку акцій.

Відповідно до чинного законодавства само АТ не може вести свій реєстр і його ведення повинно бути доручено спеціалізованій фірмі. При цьому виникають як питання управління фірмою-реєстратором, так і проблеми, пов'язані з розробкою технології. Основні з них:

- інформованість відносно особливостей функціонування фондового ринку і, зокрема, ринку іменних акцій;
- чітке розуміння постановки завдання Реєстратора;
- наявність ініціативної групи;
- наявність інтелектуальних ресурсів для розробки і впровадження технології;
- вирішення проблеми підбору і підготовки персоналу;
- мінімізація витрат;
- зацікавленість у швидкому і ефективному вирішенні проблеми.

Попередній аналіз цих проблем показує, що для їх вирішення доцільно використовувати структури, що мають досвід роботи на фондовому ринку за умови ясного розуміння ними існуючих проблем і можливих шляхів їх рішення.

***Депозитарна діяльність – надання послуг із зберігання цінних паперів і / або обліку прав на ці цінні папери. Депозитарій враховує коштовні папери на рахунках депо.***

Для організації розміщення емісії і вторинного обігу акцій передбачається створити депозитарій як окрему юридичну особу. Для роботи в регіонах необхідно створити філії безпосередньо у них. Депозитарій і його філії є номінальними тримачами акцій АТ, що наголошується у реєстрі. При емісії акції, що емітуються,

депонуються на рахунку депо *Центрального Депозитарію (ЦД)*, який перераховує акції філії, а той забезпечує проведення розміщення у регіоні. При роботі на вторинному ринку філії розраховуються по акціях через ЦД на основі кореспондентських стосунків. Схема номінального тримача дозволяє філії реєструвати локальні операції у межах своєї квоти акцій, не звертаючись до Реєстратора, що забезпечує оперативність. Централізована схема „ЦД філіал” і єдина технологія забезпечують можливість проведення міжрегіональних операцій і контроль за переміщенням капіталу. Номінальний тримач періодично надає звіти Реєстраторові.

Виконання основних вищеперелічених пунктів повинно забезпечити повний і оперативний контроль за переміщенням акцій корпорації і інших учасників, проте слід чітко розуміти, що відповідно до законодавства неможливо здійснювати адміністративний контроль за ринком акцій, тому при впровадженні цієї схеми необхідно забезпечити привабливість участі у ній для акціонерів, а також швидкість реалізації програм. Зокрема, організація єдиної філіальної мережі повинна статися перед виникненням інших крупних номінальних тримачів як у Києві, так і у регіонах.

Доцільне доручення депозитарного обслуговування спеціалізованому депозитарію або банку. На сьогоднішній день банки є найбільш пристосованими структурами для ведення депозитарного обслуговування клієнтів, проте слід мати на увазі, що банк є потужною і самостійною організацією, що має великий круг клієнтів, тому він не може діяти на фондовому ринку виключно на користь одного емітента. До того ж фондовий ринок є сферою власних інтересів банку.

Абсолютно очевидно, що банк в першу чергу забезпечуватиме свої інтереси, у тому числі використовуючи інформацію про стан рахунків клієнтів. Крім того, неможливо впливати на політику банку в області напрямків розвитку обслуговування ринку акцій. У разі доручення депозитарного



обслуговування спеціалізованому депозитарію можливо повністю зберігати контроль над цією структурою. Особливістю такого депозитарію має бути розробка технологій під конкретного емітента і подальша тісна взаємодія з ним при обслуговуванні обігу його акцій на вторинному ринку.

## **5.2 ОБІГ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

---

Зародження ринку корпоративних цінних паперів бере свій початок з моменту появи перших акціонерних товариств з приватним капіталом. Одними з перших акціонерних товариств були великі, в основному, раніше державні банки. Акціонерні товариства у промислово-виробничому секторі почали активно утворюватися після видання нормативно-правової бази відносно приватизації державної власності. Але, не дивлячись на певні труднощі, у формуванні ринку цінних паперів у 1991 і 1992 рр. були зроблені певні кроки до його створення і розвитку. Перш за все, це стосується створення фондових бірж і фондових відділів товарних бірж. По суті весь обмежений потік цінних паперів підприємств, банків і інших установ спрямувався на фондові біржі, фондові відділи товарних бірж. Проте ринок фондових цінностей наповнювався, в основному, за рахунок акцій комерційних банків і так званих фінансових інструментів, оскільки на той момент ще не почалася широка приватизація державної власності, яка дозволила б створити акціонерні товариства і, таким чином, наповнити ринок цінних паперів акціями і облігаціями підприємств. У результаті цього сталося певне спотворення поняття ринку цінних паперів, і зокрема, у діяльності фондової біржі у загальноприйнятому розумінні. Торгівля цінними паперами не стала основним видом діяльності фондових бірж, оскільки провідне положення на них зайняли не акції і облігації підприємств, а фінансові інструменти за рахунок розширення їх номенклатури.

На початку 90-х рр. український ринок цінних паперів не перетворився на важливий інструмент по мобілізації капіталів, необхідний як для реорганізації економіки в цілому, так і для фінансування підприємств з метою впровадження нових технологій і підвищення ефективності управління виробництвом і мотивації праці. Саме це його відрізняло від ринків цінних паперів західних країн. Далі коротко описана структура ринку корпоративних цінних паперів у розвинених зарубіжних країнах.

### **Сполучені штати Америки.**

США мають найкрупніший ринок корпоративних цінних паперів у світі. Однією з особливостей є те, що звичайні акції в США не мають номінальної вартості. Провідною біржею є Нью-Йоркська фондова біржа, де торгують найбільш ліквідними акціями корпорацій. Проте зростаюча Північноамериканська асоціація дилерів цінних паперів (NASD) за допомогою своєї системи автоматичних котирувань створила особливу ринкову нішу спеціально для акцій високотехнологічних компаній і технічно вважається організованим позабіржовим ринком. Ринок США - найбільшим регульований, відповідно до законодавства спочатку введеним у дію на початку 1930-х років. На цьому ринку по відношенню до всіх його учасників застосовуються надзвичайно суворі заходи контролю при їх допуску на ринок і проведенні операцій на ньому. На комерційні банки, наприклад, накладено обмеження, що не дозволяє банкам укладати операції на товари і цінні папери однієї і тієї ж компанії.

### **Японія.**

Японський ринок акцій є другим за розміром у світі. Маркетинг і техніка продажів у Японії показали, що через свою схильність до спекуляцій місцеве населення було особливо розташоване до варіанту вкладення коштів в акції. Цьому також сприяли величезні успіхи японської промисловості і своєрідна японська філософія бізнесу, що явилися важливим чинником успіху як на

внутрішніх, так і на зовнішніх ринках. Біржовий ринок представлений біржами у Токіо і Осаке, між якими існує серйозне суперництво. Токійська фондова біржа також має ринок другого рівня, який називається „Другою секцією”. Регулювання ринку корпоративних коштовних паперів в Японії все ще удосконалюється, але доки все ще існують значні проблеми з його здійсненням на практиці.

### **Німеччина.**

Ринок корпоративних цінних паперів у Німеччині, не дивлячись на свій розвиток останніми роками, все ще залишається невеликим у порівнянні з промисловим і комерційним зворотом у цій досить великій країні. Стиль торгівлі тут середньоєвропейський у тому сенсі, що банки відіграють всеосяжну роль у наданні фінансових послуг своєму повному колу клієнтів. Хоча і існує невелика кількість регіональних бірж, більшість операцій проводяться через Франкфуртську біржу з використанням електронної системи торгівлі, хоча дозволено і здійснення операцій на позабіржовому ринку. Відмінність фондового ринку України від ринків зарубіжних країн не в останню чергу обумовлено відмінностями у поведінці підприємств реального сектору, тобто головними наповнювачами фондового ринку. Існує три моделі поведінки підприємств реального сектору: англо-американська; континентально-європейська; японська.

У англо-американській моделі в центрі уваги - поставлені інтереси власників, які чітко захищаються певними законодавчими нормами і можливістю швидкого продажу акцій на вторинному фондовому ринку, що є основними інструментами контролю акціонерів за менеджерами підприємств. Головним каналом мобілізації капіталу для інвестицій у реальному секторі даної моделі є ліквідний ринок цінних паперів, який забезпечує швидке перетікання капіталу в галузі, що найефективніше розвиваються, і підприємства. Проте в основі критеріїв ефективності лежать показники поквартального прибутку на акцію, як найбільш доступні для розуміння, що

надає переваги інтересам у бік зростання вартості компанії і є завданням довгострокового підвищення економічної ефективності і збільшення частки корпорації на ринку. Цьому сприяють обмеження на взаємну участь у власності, можливості у маніпулюванні звітністю і часта ротація менеджерів, орієнтованих на швидке досягнення видимих результатів і кар'єрне зростання. У результаті, підприємства намагаються отримати прибуток і наростити вартість акцій корпорації без інвестування у виробництво, а вся економічна система починає базуватися на короткостроковій основі. Протилежністю є японська модель, заснована на обліку широкого спектру інтересів: акціонерів, працівників, постачальників і споживачів, груп аффілірованих підприємств, держави. Механізми фінансування і контролю в японській моделі засновані на поєднанні банківського кредитування і взаємної участі в акціонерному капіталі у рамках фінансово-промислових груп. Цим створюються жорсткі довгострокові зв'язки фінансових і не фінансових інститутів, доповнені зв'язками на основі взаємної торгівлі у рамках маркетингових каналів. У результаті управлінський склад отримує значну незалежність від короткострокових інтересів власників, що повністю визволяє японських менеджерів, на відміну від американських управлінців, від цілої системи ринкових аналітиків, трейдерів, менеджерів фондів. Це робить роль фондового ринку як механізму фінансування, регулювання і контролю вельми незначною. Проміжне положення займає континентально-європейська (німецька) модель, у якій головною метою представляє кооперація і досягнення консенсусу між групами інтересів. Подібно до японської моделі підприємства реального сектора користуються банківським кредитом і використовують перехресне інвестування. Переважання банків і інших довгострокових інвесторів у капіталі підприємств, а також відсутність обов'язку публікувати квартальну і піврічну фінансову звітність знижує роль фондового ринку не лише як механізму залучення

капіталу, але і як механізму саморегулювання німецької економіки. Зіставляючи українські підприємства реального сектора і ринок цінних паперів, неважко виявити, що модель поведінки українських підприємств більш нагадує континентально-європейську або японську, тоді як ринок цінних паперів прагне розвиватися у рамках англо-американської моделі. У результаті фондовий ринок, як механізм залучення капіталу, регулювання економіки і контролю управління, виявляється не надто популярним з боку реального сектора.

*У даний час на ринку корпоративних цінних паперів виділяють наступні види паперів:*

1. Акції компаній і підприємств, кредитно-фінансових інститутів.

2. Облігації компаній і підприємств, банків, які розраховані на запозичення додаткових грошових коштів для фінансування цільових проектів.

3. Векселі організацій і кредитно-фінансових інститутів.

4. Ощадні сертифікати; депозитні сертифікати.

*Акція* – емісійний цінний папір, що закріплює права її власника (акціонера) на здобуття частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів, на участь в управлінні акціонерним товариством і на частину майна, що залишається після його ліквідації. Випуск акцій на пред'явника вирішується у певному відношенні до величини сплаченого статутного капіталу емітента відповідно до нормативу, встановленого державною комісією з ринку цінних паперів.

*Облігація* – емісійний цінний папір, що закріплює право її тримача на здобуття від емітента облігації у передбачений нею термін її номінальної вартості і зафіксованого в ній відсотка від цієї вартості або іншого майнового еквіваленту. Облігація може передбачати інші майнові права її тримача, якщо це не суперечить законодавству України.

Акції і облігації можуть випускатися у документарній і бездокументній формі. Види акцій: іменні, на пред'явника, звичайні, привілейовані.

*Вексель* – це цінний папір, що засвідчує нічим не обумовлене зобов'язання векселедавця (простий вексель) або іншого вказаного у векселі платника (перевідний вексель) виплатити по настанню передбаченого векселем терміну певну суму векселедержателіві. Вексель може випускатися лише в документарній формі.

*Депозитними і ощадними сертифікатами* визнаються письмові свідоцтва банку про вклад грошових коштів, що засвідчують право власника на здобуття у встановлений термін суми вкладу і відсотків по ньому у будь-якій установі даного банку.

Ощадні сертифікати видаються вкладникам - громадянам, а депозитні – юридичним особам.

Ринок цінних паперів ділиться на організований і неорганізований.

*Організований ринок цінних паперів (ОРЦП)* – сукупність стосунків, пов'язаних із зверненням цінних паперів, правила виконання операцій, які відповідають вимогам, встановленим законодавством РФ. Тобто ОРЦП – це біржі, торговельні системи, де торгівля підпорядкована визначеним правилам.

*Неорганізований ринок цінних паперів* – ринок, де правила торгівлі визначаються сторонами операції і закріплені договором на час виконання операції.

Існує також первинний і вторинний ринок цінних паперів.

*На первинному ринку цінних паперів* здійснюється первинний продаж (розміщення) всіх існуючих видів цінних паперів, акцій і облігацій підприємств і компаній, фінансових інструментів (різних сертифікатів, що випускаються банками, векселів). Реалізація на первинному ринку може здійснюватися самими емітентами (наприклад, закрита підписка на акції серед своїх акціонерів; видача векселів, сертифікатів), тобто має місце

неорганізований ринок, а також через фондові біржі, тобто через організований ринок.

*Вторинний ринок* – фондові біржі і фондові відділи товарних бірж, що здійснюють перепродаж раніше випущених цінних паперів, а також пошук і висновок операцій з контрагентами самостійно, не через біржу, що є неорганізованим ринком.

Біржі виконують наступні функції:

- створення інфраструктури організації торгів на ринку цінних паперів і забезпечення її функціонування на високому професійному рівні в інтересах всіх учасників;
- забезпечення координації у діяльності професійних учасників ринку цінних паперів в цілях проведення єдиної політики з питань організації торгів цінними паперами і виконань укладених операцій;
- збір, звірка, коригування інформації по операціях з цінними паперами і підготовка бухгалтерських документів по ним, залік з постачань цінних паперів і розрахунків по них;
- впровадження і здійснення механізму контролю за добросовісним висновком і виконання операцій з цінними паперами;
- аналіз економічної кон'юнктури фондового ринку, що складається, і визначення на цій основі напрямів діяльності біржі, її членів і їх клієнтів;
- надання консультаційних послуг з питань обігу цінних паперів;
- створення умов для залучення іноземних інвестицій у різні сфери економіки.

Метою діяльності біржі є створення і розвиток організованого ринку цінних паперів через єдину систему організації торгівлі цінними паперами, забезпечення необхідних умов його нормального функціонування на користь професійних учасників ринку і інвесторів, а також інших цілей, направлених на розвиток і вдосконалення механізму

захисту прав і законних інтересів інвесторів і професійних учасників ринку цінних паперів.

У даний час біржі набули універсального характеру, вони об'єднують практично всі основні сегменти фінансового ринку. Їхня частка в обслуговуванні фінансового обігу у даний час складає в середньому близько 50-60%.

Нині у країнах з розвиненим фінансовим ринком для визначення ціни фінансових активів найчастіше застосовують теорії, що ґрунтуються на взаємозв'язку між ризиком і дохідністю цінних паперів. Взаємозв'язок „ризик – дохід” – це друга концепція (після концепції зміни вартості грошей у часі), що лежить в основі сучасної теорії інвестування і корпоративних фінансів.

На відміну від попередніх (традиційних) підходів до інвестування, коли аналізувалася поведінка окремих фінансових активів (акцій, облігацій) і основною характеристикою активу була дохідність, у сучасній теорії основним об'єктом дослідження є „портфель”, тобто набір активів (звідси назва „портфельна” теорія). При цьому в оцінці як окремих активів, так і портфелів, ураховуються обидва найважливіші фактори – дохідність і ризик. Суттєвим моментом у сучасній теорії є врахування взаємних кореляційних зв'язків між дохідністю активів. Саме це дає змогу здійснювати ефективну диверсифікацію портфеля, що сприяє суттєвому зниженню ризику портфеля порівняно з ризиком включених у нього активів.

Зазначимо, що ступінь ризику виражається середньоквадратичним відхиленням очікуваного доходу від очікуваного значення. Визначення рівня ризику потребує знання теорії ймовірностей, розрахунків таких показників, як очікуваний дохід, стандартне відхилення, дисперсія, середньоквадратичне відхилення, коефіцієнт варіації та ін. Визначення ризику і доходу всього інвестиційного портфеля починається з розрахунку стандартних відхилень і очікуваного доходу від окремих активів портфеля. Знизити ризик портфеля



можливо через диверсифікацію, тобто купуючи різноманітні цінні папери. Але якщо купувати цінні папери, доходи яких перебувають у додатній кореляції з тими, що вже є в портфелі, ризик не знизиться; слід придбати цінні папери, доходи яких мають іншу амплітуду коливань, ніж ті, що вже є у ньому. Графічно це показано на рис. 5.1. Іншими словами, ризик портфеля можна знизити, якщо скласти його з активів, що перебувають між собою у від'ємній кореляції.

Для відбору таких активів використовують метод коваріації – статистичний метод порівняння напрямків змін двох змінних, у розглядуваному випадку двох видів цінних паперів. Метод коваріації застосовують для розрахунку коефіцієнтів кореляції різних активів портфеля і вибору активів, що зводять до мінімуму ризикованість портфеля. Коефіцієнт кореляції може змінюватися від  $-1,0$  до  $+1,0$ ; однаковий.

Добре опрацьовані методи оптимізації і розвиток комп'ютерних технологій дали змогу реалізовувати сучасні методи побудови інвестиційних портфелів з багатьма десятками і навіть тисячами активів. Розробка сучасної теорії портфеля була зумовлена бурхливим розвитком фінансових ринків у США та в інших західних країнах після Другої світової війни, зростанням обсягів продажу цінних паперів на них, обсягів купівлі цінних паперів великими інституційними інвесторами (інвестиційними та пенсійними фондами), а також збільшенням кількості банкрутств. Усі ці обставини вимагали поглибленого дослідження питань оцінки вартості корпорацій в умовах невизначеності одержання необхідного доходу.

Перший етап розвитку сучасної теорії інвестицій завершився в середині 60-х років. Далі розпочався етап, пов'язаний з так званою *моделлю оцінки капітальних активів*, або CAPM (Capital Asset Pricing Model). Головним розробником цієї моделі вважається У. Шарп. Основним результатом CAPM було встановлення співвідношення між дохідністю і ризиком для кожного активу в умовах рівноважного ринку.

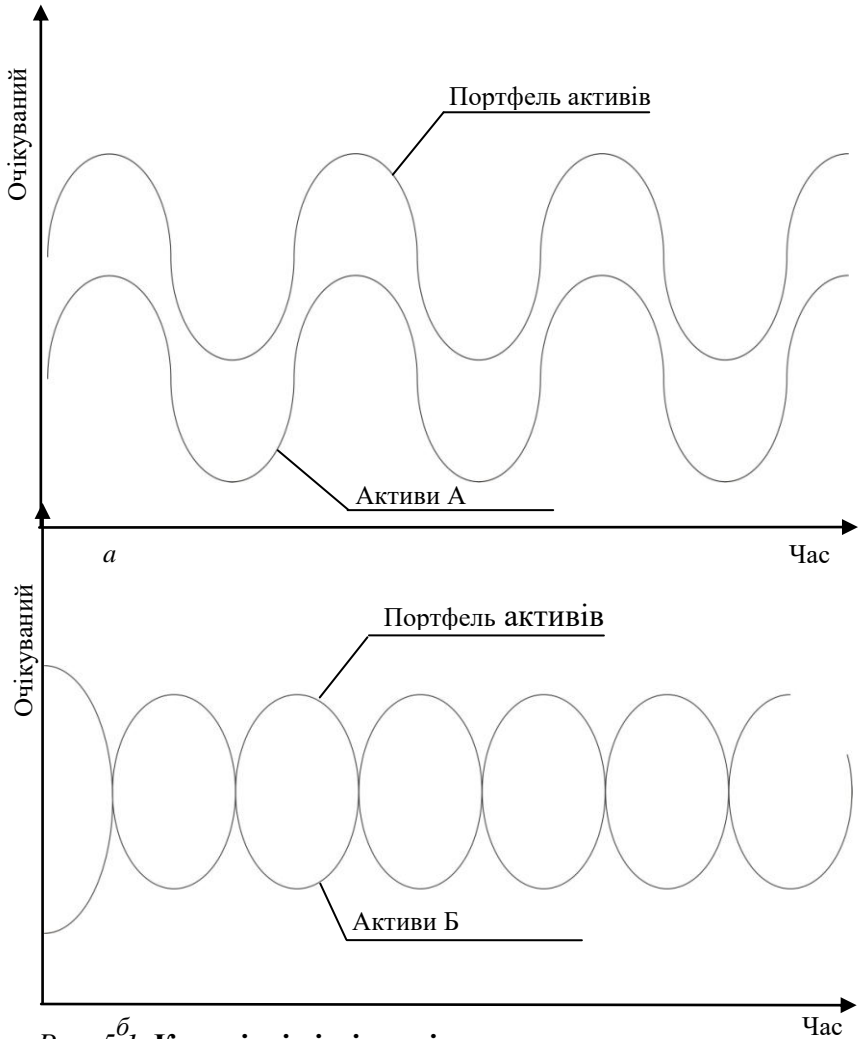


Рис. 5.1. Коваріація і мінливість:

*a* – додатна кореляція;

*б* – від’ємна кореляція

Ступінь ризику визначається як амплітуда коливань доходів за цінними паперами. Якщо спостерігається неістотне коливання очікуваних доходів певних акцій, то інвестування в

них неризиковане, а цінні папери з доходами, що значно відхиляються від очікуваних, ризиковані. При цьому важливо, що, вибираючи оптимальний портфель, інвестор повинен враховувати не весь ризик, пов'язаний з активом (ризик за Г. Марковицем), а тільки його частину (систематичний ризик). Отже, У. Шарп поділив ризик на систематичний (недиверсифікований) і несистематичний (диверсифікований). Систематичний ризик є частиною ризику активу, який тісно пов'язаний із загальним ризиком ринку загалом (іноді його називають ринковим ризиком) і кількісно вимірюється коефіцієнтом  $\beta$ . Цю частину ризику інвестор не може усунути, оскільки вона залежить від загального стану економіки, а іншу частину – несистематичний ризик, пов'язаний з окремими активами, інвестор може усунути, вибираючи відповідний (оптимальний) портфель.

Коефіцієнт  $\beta$ , що ввів У. Шарп, який є відношенням систематичного ризику окремого активу до середнього ризику ринку, показує ступінь систематичного ризику. Якщо коефіцієнт акцій компанії  $\beta = 1,0$ , то це означає, що вони мають такий самий ступінь ризику, як і ринок капіталу загалом; їх курс коливається так само, як і середньоринковий. Такі акції вважаються цінними паперами із середнім ризиком.

Якщо  $\beta > 1$ , ризик акцій вищий, ніж середньоринковий; їх дохідність коливається більше, ніж дохідність ринку, акції вважаються цінними паперами з високим ризиком.

Наприклад, якщо  $\beta = 2$ , мінливість цін цінних паперів удвічі більша, ніж середніх цінних паперів з  $\beta = 1,0$ , вони вдвічі ризикованіші; вартість таких акцій протягом короткого часу може підвищитися або знизитися вдвічі.

Якщо  $\beta < 1$ , ризик цінних паперів нижчий за ринковий, їх дохідність коливається менше, ніж ринкова; наприклад, при  $\beta = 0,5$  мінливість (нестійкість) цін таких акцій удвічі менша, ніж нестійкість ринку, тобто вони мають вдвічі менший ступінь ризику.

Отже,  $\beta$  визначає відносну нестійкість цін певних акцій порівняно з нестійкістю цін фондового ринку загалом, це – коваріація акцій відносно ринку.

Тенденція коливання цін фондового ринку загалом вимірюється біржовими індексами, наприклад індексом Доу-Джонса. Відомі рейтингові агентства у США розраховують і публікують коефіцієнти цінних паперів  $\beta$  тисяч компаній. Коефіцієнт  $\beta$  показує середній додатковий дохід при зміні ринкового індексу на 1 %.

Знаючи коефіцієнт цінних паперів  $\beta$ , можна формувати „портфель” за певним критерієм або дохідності, або ризикованості, або збалансованості ризику і доходу. Якщо бажано мати низький ризик, до портфеля цінних паперів слід додавати акції з низьким коефіцієнтом  $\beta$ , навпаки, щоб мати більше доходів, слід додавати акції з високим значенням  $\beta$ .

Поряд з коефіцієнтами  $\beta$  публікують ще один показник, який характеризує ризикованість акцій – коефіцієнт  $\alpha$ . Він показує середній рівень зміни ціни акцій конкретної компанії у відсотках за певний період, коли ринок загалом не міняється.

Наприклад, якщо зазначено, що за розрахунками за місяць  $\alpha = -0,34$ , а  $\beta = 1,2$ , це означає, що ціни на акції компанії знижувались у середньому на 0,34 % за місяць, коли ринок залишався незмінним, і зростали на 1,2 % при кожній зміні ринкового індексу на 1 %. Припустимо, що в наступному місяці ціни на ринку зросли на 11,5 %. Виходячи з минулих даних щодо  $\alpha$  і  $\beta$  розглядуваних акцій можна розрахувати очікувані зміни ціни акцій у цьому місяці.

Очікувані зміни ціни:  $-0,34 \% + 1,2 \times 11,5 \% = 13,46 \%.$

Згідно з концепцією ризику і доходу вони перебувають у прямо пропорційній залежності: чим вищий ризик, тим більший дохід.

У моделі CAPM це враховується для оцінки активів з того погляду, що інвестор вимагатиме тим більшу ставку доходу за певними цінними паперами, чим більший ризик він пов’язує з

ними. Ступенем ризику цінних паперів є коефіцієнт  $\beta$ : чим він вищий, тим більшою буде премія за ризик, яку очікують отримати інвестори. Звідси за моделлю CAPM необхідну ставку доходу для певного цінного паперу (%) можна визначити так:

$$K_s = R_f + \beta(K_m - R_f), \quad (5.11)$$

де  $R_f$  – безпечна ставка (за безпечну ставку беруть ставку доходу за практично безризикованими цінними паперами; у зарубіжній практиці це державні цінні папери, наприклад скарбничі векселі, державні облігації);  $\beta(K_m - R_f)$  – премія за ризик для даного активу;  $K_m$  – середня дохідність ринку.

Рівняння оцінки активів CAPM (5.11) відображене на рис. 5.2 лінією, яку називають *лінією ринку капіталу (SML)*. Вона показує очікуваний дохід, який ринок встановлює для цінних паперів при певному значенні  $\beta$ . Наприклад, якщо цінний папір має  $\beta = 1,0$ , тобто такий самий ступінь ризику, як і ринок, то цей папір має такий самий сподіваний дохід, як і ринковий портфель.

Щоб пояснити, чому цінні папери мають оцінюватися так, щоб комбінація  $\beta$  - дохід розміщувалася на лінії, розглянемо ситуацію з цінними паперами А, що міститься нижче від лінії SML, і В, що міститься вище лінії SML; припустимо, що А і В мають  $\beta = 0,5$ . Тоді цінні папери А і В повинні мати ставку дохід  $K_s$ . Якщо папір А матиме нижчу ставку доходу (як на рис. 5.2), інвестори почнуть продавати їх доти, поки теперішня їх ціна не впаде, а очікуваний дохід не збільшиться до величини, що розміщена на SML. Якщо б існував цінний папір В, що має  $\beta = 0,5$ , а очікуваний дохід розміщувався над лінією SML, усі інвестори хотіли б придбати їх; ціна їх зростала б доти, поки сподіваний дохід не знизився до величини, що лежить на лінії SML.

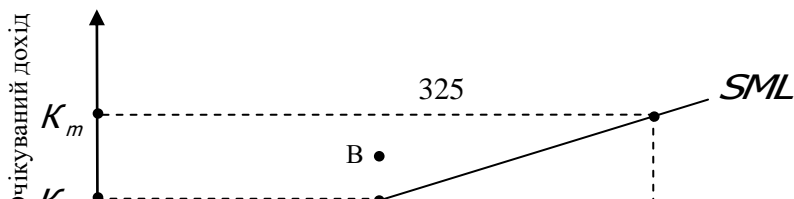


Рис. 5.2 Лінія оцінювання капіталу SML

Використовуючи необхідну ставку доходу  $K_s$  як дисконтну, можна визначити теперішню вартість простих акцій з урахуванням ризику.

Розглянемо застосування CAPM для оцінки акцій.

Важливою якістю моделі CAPM є її лінійність відносно ступеня ризику. Це дає можливість визначити коефіцієнт  $\beta$  портфеля інвестицій як середньозважену коефіцієнтів  $\beta$  фінансових активів, що входять у портфель:

$$\beta_n = \sum_{i=1}^n \beta_i d_i, \quad (5.12)$$

де  $n$  – кількість фінансових активів у портфелі;  $\beta_i$  – значення  $\beta$   $i$ -го активу;  $d_i$  – питома вага  $i$ -го активу в портфелі.

На противагу моделі CAPM, у якій розглядається одне джерело систематичного ризику – ринковий дохід, у теорії *арбітражна модель оцінки (APT)* використовують кілька джерел

систематичного ризику в економіці, які неможливо усунути диверсифікацією. Ці джерела зумовлені різними факторами (рівень інфляції, сукупний обсяг виробництва, зміна цін на нафту, довго- та короткострокові проценти та ін.). Звідси дохід на актив складається з багатьох компонентів, що змінюються згідно з цими факторами, і випадкового компонента, властивого цьому активу. Згідно з АРМ цінні папери з однаковою чутливістю до факторів поведуть себе однаково, за винятком позафакторного ризику. Тому такі папери матимуть однакову очікувану дохідність, у протилежному разі існувала б можливість одержання арбітражного прибутку. Але як тільки така можливість виникає, діяльність інвесторів призводить до її зникнення. Формалізована модель АРМ має вигляд:

$$K_s = R_f + \beta_1(\gamma_1 - R_f) + \dots + \beta_n(\gamma_n - R_f) + e_s, \quad (5.13)$$

де  $K_s$  – необхідна ставка доходу певного цінного паперу;  $R_f$  – безпечна ставка;  $\beta_1, \dots, \beta_n$  – коефіцієнт, що описує чутливість доходу цього цінного паперу до  $n$ -го фактора;  $\gamma_1, \dots, \gamma_n$  – дохідність акції з одиничною чутливістю до  $n$ -го економічного фактора;  $e_s$  – випадковий компонент ризику, притаманний цьому активу;  $\beta_n(\gamma_n - R_f) + e_s$  – премія за ризик.

Модель АРМ доцільно застосовувати, якщо можливо:

- визначити прийнятно короткий перелік макроекономічних факторів;
  - оцінити премії за очікуваний ризик за кожним із цих факторів;
  - з'ясувати чутливість цінного паперу до цих факторів.
- Модель АРМ, яка містить значну кількість факторів, дає змогу точніше оцінити очікувану дохідність капіталу і найвагоміші ризики, які впливають на його вартість, ніж модель САРМ, що є однофакторною.

З інвестиційною теорією і теорією фінансового менеджменту тісно пов'язаний ще один цикл досліджень, пов'язаний з так званою **теорією ефективного ринку**. У теорії вирішується проблема, чи досить повно ринкові ціни відображають „істинну

вартість” фінансових активів. Якщо ні, то інвестор, який помітить, що на ринку систематично недооцінюється або переоцінюється той чи інший актив, був би здатний отримувати дохід досить довго і практично без ризику. Згідно з *концепцією ефективного ринку* це неможливо, оскільки ринкові ціни загалом відбивають практично всю доступну інвесторам інформацію. У такому разі коливання ринкових цін мають бути випадковими і жодний інвестор не в змозі передбачити майбутні ціни ринку. *Модель „випадкового блукання”* ринкових цін активів стимулювала застосування динамічних теоретико-ймовірнісних моделей, що ґрунтуються на теорії випадкових процесів.

Третій етап у розвитку сучасної теорії інвестицій, характеризується стрімким розвитком математичних методів фінансового аналізу. Із зрозумілих причин усі сучасні теорії інвестицій і теорії фінансів розроблено на заході. Зрозуміло й те, що нині інтерес до них постійно зростає в нашій країні. Із практичним застосуванням положень цих теорій у вітчизняних умовах значно гірше. Для застосування багатьох з них в Україні умови ще не склалися. Поки що у нас не існує того масштабного, розвиненого фінансового ринку, немає достатньої кількості емітентів цінних паперів, „портфельних” інвесторів, різновидів фінансових активів, тих обсягів їх купівлі-продажу, що спонукало представників західної фінансової науки й практики до винаходів і їх використання у фінансовому управлінні. Отже, сучасні підходи передбачають високий ступінь розвиненості фондового ринку. Вони дають важливий інструмент для аналізу і розв’язання завдань, що виникають в інвестуванні, але необхідно усвідомлювати умови і передумови, які забезпечують їх ефективне застосування; неможливе їх сліпе, некритичне копіювання без урахування особливостей економічної ситуації конкретної країни.

Капітал корпорації формується з внутрішніх і зовнішніх грошових фондів.



**Внутрішні фонди** створюються за рахунок грошових потоків від операційної діяльності, а також продажу частини активів. Чистий грошовий потік (*net cash flow*) дорівнює сумі чистого прибутку і амортизації. Частина цих грошей (за вирахуванням сплачених грошима дивідендів) є джерелом інвестицій у необоротні та оборотні активи. **Зовнішні грошові фонди** залучаються шляхом емісії нових акцій (збільшення власного капіталу), а також у вигляді різних форм позик (емісія облігацій, кредити банків). Основна роль у фінансовому розвитку корпорації належить внутрішнім джерелам. Проте зміцнення фінансового становища корпорації, підвищення її можливостей щодо самофінансування розширює також можливості фінансування за рахунок зовнішніх грошових фондів. Порівняно з невеликими і середніми корпораціями, які мають обмежені можливості щодо додаткового зовнішнього фінансування, великі є активними учасниками первинного фінансового ринку, на якому отримують додатковий власний і позиковий капітал.

Обираючи шляхи додаткового зовнішнього фінансування, слід брати до уваги як фінансові, так і організаційно-управлінські чинники.

**Фінансові чинники**, що впливають на вибір джерел фінансування:

- різна ціна капіталу, що залучається з різних джерел;
- додаткові витрати, пов'язані з емісією корпоративних цінних паперів;
- межа зростання частки позикового капіталу, зумовлена ризиком втрати платоспроможності;
- несприятлива кон'юнктура фондового ринку для розміщення цінних паперів у певному періоді.

**Організаційно-управлінські чинники:**

- розпорошення права власності при появі нових акціонерів;
- загроза переходу контролю за компанією до іншої.

У вкладанні капіталу в корпоративні цінні папери беруть участь дві сторони: інвестор і емітент. Інвестор розраховує

необхідну ставку прибутку, який має принести вкладений капітал, і відповідно скільки варто заплатити за певний цінний папір, тобто яка розрахункова (теоретична) вартість (ціна) цього паперу PV. Розрахункові ціни, що визначаються за допомогою різних моделей, зокрема CAPM та APМ – це, як вже зазначалося, внутрішні ціни. У конкретний час вони можуть відрізнятись від реальних ринкових цін. У цей час інвестор і виявляє „недооцінені” акції (ринкова їх ціна нижча за розрахункову), які необхідно купувати, і „переоцінені” акції (ринкова ціна яких вища за розрахункову), які потрібно продавати.

Зауважимо, що прибуток, на який розраховує інвестор-власник акції (облігації), тобто вартість певного активу, є вартістю цінного паперу (вартістю капіталу, залученого за його допомогою) для емітента.

Отже, якщо інвестору потрібна ставка доходу 15,4 %, то це необхідна норма прибутку з капіталовкладень, яку повинна мати корпорація, щоб розрахуватися за отриманий капітал, оскільки для неї 15,4 % – це вартість капіталу. Фірма матиме чистий дохід тільки тоді, коли прибутковість інвестування перевищить 15,4 %.

Таким чином, моделі й формули вартості капіталу як процентної ставки, яку компанія має сплачувати інвесторам і кредиторам за використання капіталу, такі самі, як і ті, що визначають необхідну ставку доходу на різні цінні папери (див. формули (5.9), (5.11), (5.13)). Норма прибутку на цінний папір, який отримує інвестор, така сама, як і вартість капіталу для фірми-емітента. Тому однакові моделі застосовують і інвестори, і емітенти.

Важливим для компанії є поняття *середньозваженої вартості капіталу* (Weighted Average Cost of Capital - WACC). Це вартість капіталу фірми загалом, що визначає загальну необхідну норму прибутку фірми. Оскільки корпорації зазвичай

залучають капітал у різних формах, що мають різну вартість, середньозважена вартість розраховується за формулою

$$WACC = d_a K_a + d_{np.a} K_{np.a} + d_b K_b, \quad (5.14)$$

де  $d_a$ ,  $d_{np.a}$ ,  $d_b$  — питома вага відповідно акціонерного капіталу, привілейованих акцій і боргових зобов'язань у загальній сумі капіталу;  $K_a$ ,  $K_{np.a}$ ,  $K_b$  — вартість відповідно акціонерного капіталу, привілейованих акцій та боргових зобов'язань.

Вартість акціонерного капіталу, який складається з простих акцій та нерозподіленого прибутку, залежатиме від того, чи буде компанія здійснювати додаткову емісію акцій. У разі фінансування за рахунок випуску нових акцій до вартості капіталу від раніше розміщених простих акцій (або вартості нерозподіленого прибутку, адже вони однакові) потрібно додати витрати на випуск і розміщення нових акцій. Те саме слід зробити, якщо випускаються нові привілейовані акції або облігації. До речі, ці витрати суттєві. У разі емісій простих акцій на суму понад 50 млн. дол. витрати становлять приблизно 4 % суми емісії, а в разі невеликих (менше 1 млн. дол.) емісій — приблизно 21 %. Отже, для невеликих компаній додатковий випуск цінних паперів може бути надто дорогим джерелом фінансування і це, звичайно, слід ураховувати при плануванні структури капіталу.

Визначаючи вартість боргових зобов'язань (облігації, банківські кредити), необхідно зважати на податкову економію, оскільки виплата відсотків належить до витрат на виробництво і не обкладається податком на прибуток (на відміну від дивідендів, що виплачуються з чистого прибутку).

Наприклад, якщо процентна ставка за банківський кредит дорівнює 20 %, а податок на прибуток — 30 %, то вартість капіталу, що включається до розрахунку WACC,  $R_b = 20 \% \times (1 - 0,3) = 14 \%$ .

Для розрахунку питомої ваги кожного виду капіталу можна скористатися балансовою (книжковою) вартістю, тобто даними

пасиву балансу, але для більш точного розрахунку за базу слід брати ринкову вартість акцій та облігацій.

Показник WACC найчастіше застосовують як дисконтну ставку у процесі оцінки доцільності реалізації інвестиційних проектів (при складанні бюджету капіталовкладень). Складаючи бюджет капіталовкладень, використовують також показник *граничної вартості капіталу* (ГВК). Це середньозважена вартість кожної грошової одиниці додаткового нового капіталу, який отримує фірма. Гранична вартість капіталу може зростати у разі необхідності залучення певної суми додаткового фінансування за рахунок зовнішніх джерел.

Існують різні види вартості активів, майна, бізнесу загалом, які можуть бути визначені у процесі оцінювання і використовуються відповідно до потреби.

*Ринкова вартість* – найвірогідніша ціна, за яку об'єкт може бути проданий на відкритому конкурентному ринку; вона може визначатися для будь-якого виду активів окремо і для бізнесу загалом. Стосовно цінних паперів ринкова вартість називається курсом цінних паперів.

*Номінальною* є встановлена *вартість*, зазначена на цінному папері або сертифікаті цінних паперів.

*Емісійною* називається *вартість*, за якою здійснюється первинне розміщення цінних паперів (якщо вони розміщуються за ціною вище номінальної вартості або якщо акції не мають номінальної вартості).

*Книжкова (балансова) вартість* – це вартість активів корпорації, відображена в її бухгалтерському балансі. Визначається книжкова вартість:

- власного капіталу, яка дорівнює сумі першого розділу пасиву балансу (або сумі чистих активів компанії);
- акції, яка дорівнює результату від ділення книжкової вартості власного капіталу на кількість акцій корпорації, що перебувають в обігу.

**Ліквідаційною** називається **вартість**, за якою об'єкт оцінки може бути реалізований на відкритому ринку в обумовлений термін. Визначається для активів, утримання яких призводить до заповідання АТ збитків, або для активів, які потрібно реалізувати для виплати боргів кредиторам. У разі визнання АТ банкрутом може бути розрахована, так звана, ліквідаційна вартість акції - сума активів, що залишилася для розподілу між акціонерами після розрахунків з кредиторами, поділена на кількість акцій, що перебувають в обігу.

**Відновною є вартість** відтворення об'єкта в ринкових умовах на дату оцінки об'єкта, який за ознаками може бути адекватною функціональною заміною об'єкта оцінки (без урахування зносу). Визначається для майнових активів, що належать до основних засобів.

**Дійсна вартість** – це відновна вартість за вирахуванням зносу.

**Утилізаційною** називають **вартість** матеріальних активів, які підлягають утилізації, досягли граничного стану внаслідок повного зносу або надзвичайної події і втратили свою первісну корисність або не мають ринку збуту.

**Внутрішня (теоретична або розрахункова) вартість** – це теперішня вартість майбутніх грошових потоків. Визначається методом капіталізації очікуваних доходів від цінних паперів, інших активів, фірми загалом.

**Розрахункова вартість з урахуванням ризику** – це теперішня вартість майбутніх грошових потоків від цінних паперів, що розрахована із застосуванням ставки капіталізації у вигляді необхідної ставки доходу, визначеної за моделями CAPM або APТ.

Нині в Україні приватизація продовжується переважно шляхом продажу пакетів акцій корпоративізованих підприємств, що належать державі, приватним інвесторам; крім того, багато АТ оголошують додаткові емісії акцій з метою залучення капіталу; багато АТ перебувають у скрутному фінансовому

становищі та змушені розробляти і виконувати програми санаційних заходів; концентруються права власності за рахунок скуповування акцій у дрібних акціонерів. Усі зазначені процеси потребують оцінки вартості корпоративних цінних паперів, вартості акціонерного капіталу або/і компанії загалом.

Окремі види активів компанії, а також фірма загалом можуть бути оцінені за різними методиками залежно від мети, для якої здійснюється оцінка – для купівлі, продажу, обміну, оренди, ліквідації, реорганізації, фінансової санації, злиття, приватизації, реприватизації тощо.

Світовий досвід свідчить, що здебільшого фірми застосовують підхід, який базується на визначенні теперішньої вартості майбутніх грошових потоків об'єкта оцінки, або так званий метод дохідності.

Стосовно акцій корпорації це означає визначення їх внутрішньої (теоретичної або розрахункової) вартості методом капіталізації очікуваних доходів без ризику або з ризиком, якщо дисконтна ставка розрахована за моделями CAPM або APM (див. формули (5.11, 5.13).

Для оцінки вартості корпорації за методом дохідності виконують такі процедури:

- аналізують фінансово-господарську діяльність компанії за попередні роки;
- прогнозують її грошові потоки;
- вибирають дисконтну ставку (коефіцієнт капіталізації);
- дисконтують спрогнозовані грошові потоки за вибраною ставкою;
- у результаті отримують вартість акціонерного капіталу.

Для оцінки вартості діючої фірми іноді можна застосовувати спрощений варіант, а саме: спрогнозувати середньорічний грошовий потік (чистий прибуток + амортизація) і визначити середньозважену вартість капіталу (WACC). Оскільки передбачається, що фірма може функціонувати невизначений термін, то її вартість обчислюють

за формулою теперішньої вартості довічної ренти; як дисконтну ставку беруть WACC. Такий розрахунок може знадобитися для розв'язання різних завдань, наприклад при виборі варіанта – продати фірму за запропонованою ціною чи реконструювати її.

За певних застережень метод дохідності може бути прийнятним і для умов України. По-перше, у разі його застосування може виникнути суттєва суперечність щодо оцінки вартості компанії між продавцем і покупцем. Зокрема, прогнозуючи грошовий потік, менеджери компанії часто намагаються передбачити найкращий варіант розвитку подій, а інвестор, навпаки, урахувати вплив усіх чинників ризику і вибрати найгірший з можливих варіантів. Отже, визначена фінансовим менеджером вартість акціонерного капіталу може значно відрізнитися від оцінок інвесторів.

По-друге, результат оцінки значною мірою залежить від вибраної дисконтної ставки. Взагалі це має бути ціна капіталу корпорації, тобто процентна ставка, яка сплачується за залучення капіталу на ринку. Проте в умовах нерозвиненого і нестабільного фінансового ринку дохідність ринку корпоративних цінних паперів значно коливається і змінюється внаслідок низької ліквідності акцій більшості ПАТ, незначних обсягів акцій, що продаються; такі умови спонукають до використання експертної оцінки у кожному конкретному випадку.

Фонд державного майна України для розрахунку початкової ціни пакетів акцій ПАТ, що підлягають продажу за гроші на комерційних конкурсах, пропонує керуватися такими основними критеріями:

- прибутковістю роботи підприємств та її динамікою;
- балансовими показниками вартості основних та оборотних засобів, кредиторської заборгованості;
- котируванням акцій ПАТ на біржовому та позабіржовому ринках;
- властивостями пакета акцій, що пропонуються до продажу

на комерційному конкурсі;

- станом фінансового ринку України, що впливає на розмір дисконтних ставок, які використовуються для розрахунку.

Для розрахунку початкової ціни пакетів акцій ПАТ пропонується використовувати алгоритми таких методів:

- дохідності;
- акумулювання активів (майновий метод);
- індексування номінальної вартості акцій;
- аналогів продажу (котирування).

Один з варіантів визначення вартості власного капіталу як вартості діючого підприємства запроваджено Методикою оцінки державних корпоративних прав. Згідно з цією методикою вартість *власного капіталу (ВВК)* як вартість діючого підприємства визначається за формулою:

$$ВВК = \frac{ЧП_p + A_m}{K_{кап}} - Д_з, \quad (5.15)$$

де  $ЧП_p$  – чистий прибуток (прибуток за мінусом податку на прибуток) за звітний рік;  $A_m$  – сума нарахованої за звітний період амортизації, тис. грн.;  $K_{кап}$  – коефіцієнт капіталізації;  $Д_з$  – залишок довгострокових зобов'язань (за даними третього розділу пасиву балансу на кінець звітного періоду), тис. грн.

*Коефіцієнт капіталізації ( $K_{кап}$ )* за цією методикою визначається залежно від *коефіцієнта рентабельності ( $K_{рент}$ )* АТ, із збільшенням  $K_{рент}$  він знижується. Значення  $K_{кап}$  для різних  $K_{рент}$  (у діапазоні від нуля до одиниці) встановлені зазначеною методикою. Наприклад, при  $K_{рент} = 0 \dots 0,1$  маємо  $K_{кап} = 0,7$ ; при  $K_{рент} = 0,11 \dots 0,2$  маємо  $K_{кап} = 0,5$ , при  $K_{рент} > 1$  маємо  $K_{кап} = 0,08$ .

Коефіцієнт рентабельності АТ за розглядуваною методикою визначають так:

$$K_{рент} = \frac{П_p}{В_В}, \quad (5.16)$$



де  $P_p$  – прибуток звітного періоду;  $V_e$  – витрати на виробництво продукції.

Передбачено, що ця методика застосовується тільки для моніторингу ефективності управління державними корпоративними правами. Як бачимо, вона базується лише на аналізі звітних даних і не передбачає прогнозування майбутніх грошових потоків.

**Ринковий підхід (метод аналогів)** базується на визначенні ринкової вартості об'єкта. Він дає змогу визначити вартість акцій конкретної корпорації виходячи з курсів акцій компаній-аналогів. Початковий етап оцінки – трансформація та нормалізація фінансової звітності оцінюваної компанії за період, який дає змогу виявити закономірності та тенденції в її розвитку. Мета цих процедур – звести до мінімуму вплив усіх випадкових чинників для коректнішого порівняння з компаніями-аналогами. Вони суттєво відрізняються за корпоративною стратегією, обліковою і дивідендною політикою та багатьма іншими показниками, які впливають на вартість підприємств. Використовуючи найважливіші характеристики, необхідно відібрати відносно невелику кількість компаній-аналогів. Як правило, для порівняння використовують інформацію про компанії-аналоги щодо національного ринку.

Стосовно кожної з компаній-аналогів аналізується фінансова звітність. Фінансовий аналіз охоплює аналіз структури капіталу, ліквідності, порівняння балансових звітів, аналіз доходів.

На наступному етапі визначають, які з мультиплікаторів можна застосовувати для оцінюваної компанії. Найчастіше використовують такі:

- вартість компанії / валові доходи;
- вартість компанії / прибуток до оподаткування;
- вартість компанії / чистий прибуток;
- вартість компанії / грошовий потік;
- вартість компанії / балансова вартість.

У кожному конкретному випадку визначають найефективніший мультиплікатор.

На завершальному етапі показник оцінюваної компанії множать на мультиплікатор компанії-аналога. Якщо застосовують кілька мультиплікаторів, то на підставі експертної оцінки визначають питому вагу кожного і роблять остаточний висновок. Перевагою цього підходу є застосування інформації, яка ґрунтується на реальних ринкових угодах. Проте цей підхід має і зворотний бік: до уваги береться тільки минула інформація. Для потенційного інвестора частіше більш важливо передбачати майбутні доходи, які можна отримати у результаті володіння оцінюваними активами, тому застосовувати ринковий підхід в разі оцінки інвестиційних проектів недоцільно.

Цей підхід дає змогу оцінити вартість акціонерного капіталу практично всіх компаній, які мають аналоги, зокрема вартість цінних паперів, що не обертаються на фондовому ринку.

Найбільший недолік ринкового підходу полягає у тому, що на практиці не існує абсолютно однакових компаній. У цьому зв'язку отримані у такий спосіб оцінки мають кілька значень, тобто існує так званий інтервал вартості. Крім того, оскільки нині на українському фондовому ринку в обігу перебувають акції лише небагатьох компаній, можливості порівняння з компаніями-аналогами дуже обмежені. Отже, приходимо до висновку, що застосування ринкового підходу в разі оцінки вартості акціонерного капіталу компаній можливе в таких випадках:

- за наявності повної інформації про фінансово-господарську діяльність оцінюваної компанії;
- у разі активного обігу акцій компаній-аналогів на фондовому ринку;
- при наявності інформації про корпоративну політику оцінюваної компанії та перспективи її розвитку.

За умов сучасного фондового ринку України ринковий підхід доцільно застосовувати для визначення ринкової вартості інформаційно закритих компаній, які перебувають на

початковому етапі акціонування і аналоги яких активно працюють на фондовому ринку.

### **5.3 УПРАВЛІННЯ РУХОМ АКЦІЙ, РОЛЬ ФІНАНСОВИХ ПОСЕРЕДНИКІВ**

---

Під корпоративними цінними паперами зазвичай розуміють акції як пайові цінні папери, що емітуються коли емітент не несе зобов'язання повернути кошти, внесені в його статутний фонд, але які засвідчують участь у ньому, дають їх власникам право брати участь в управлінні справами корпорації і одержувати частину прибутку у вигляді дивідендів та частину майна при ліквідації товариства. Безумовно, акції - основний вид цінних паперів, з якими працюють корпорації; їх емісія та розповсюдження, власне, і створюють корпорацію. Тому найбільше уваги приділимо саме акціям і операціям з ними на фондовому ринку. Проте поняття корпоративні цінні папери можна застосовувати в ширшому розумінні, тобто включити в нього інші цінні папери, що емітуються корпораціями і використовуються у їх діяльності. Адже в Україні корпорації мають право випускати облігації та інші цінні папери відповідно до законодавства про цінні папери та фондову біржу.

Використовуючи такий підхід, не обмежуватимемося розглядом лише акцій. Розглянемо також особливості інших видів цінних паперів, що мають найважливіше значення у функціонуванні корпорації.

*Акція* (від лат. *actio* – розпорядження, претензія) – безстроковий документ, що підтверджує право власника на частину спільного капіталу корпорації. Покупець акції стає співвласником корпорації, бере на себе пов'язані з цим зобов'язання і отримує певні права.

Акції за умов розвиненого фондового ринку виконують кілька важливих функцій:

- акумулюють і залучають до господарського обігу вільний

фінансовий капітал;

- слугують засобом централізації індивідуальних капіталів і створення великого акціонерного капіталу;
- є інструментом інвестування різних сфер і галузей економіки, що забезпечує децентралізоване переміщення інвестиційних ресурсів з метою найефективнішого їх використання;
- є об'єктивним індикатором розподілу капіталу за сферами, галузями, видами діяльності, а також показниками ефективності його функціонування;
- є гнучким механізмом зміни суб'єктів власності;
- сприяють демократизації управління діяльністю суб'єктів господарювання, є засобом виконання співвласниками корпорацій фінансового контролю;
- забезпечують інвесторам джерело доходу, що перевищує розмір депозитного відсотка.

*Акція дає право на отримання:*

- частки річного чистого прибутку (дивідендів), розмір якого залежить від фінансових результатів діяльності корпорації за поточний рік, а також на участь в управлінні корпорацією (через голосування на загальних зборах акціонерів);
- пропорційної частки активів корпорації під час її ліквідації, після реалізації майна і розрахунків за зобов'язаннями корпорації;
- додаткового прибутку від продажу за ринковою ціною на вторинному ринку.

*Відповідальність акціонера складається:*

- з неможливості вимагати повернення вкладеного капіталу; повернути кошти можна, лише продавши акції іншій особі або емітенту (при його згоді їх викупити);
- з підприємницького ризику – імовірно, що дивіденди за акціями можуть бути меншими від доходу за альтернативними вкладеннями фінансового капіталу (наприклад, відсотків за облігаціями, банківського депозитного відсотка) або не будуть сплачені у разі збиткової

діяльності корпорації; що не вдасться повністю повернути кошти при продажу акцій внаслідок зниження їх ринкової ціни;

- з можливості втратити вкладений в акцію капітал у разі банкрутства корпорації.

Акція як цінний папір має відповідні ознаки. За основними ознаками акції класифікуються так:

- іменні та на пред'явника;
- прості або привілейовані;
- з правом голосу або без такого права („безголосі”);
- з номінальною вартістю або без номінальної вартості;
- паперові (документарні) та бездокументарні.

**Іменні акції та акції на пред'явника** відрізняються способом передавання прав власності. Якщо для передавання права власності на акцію на пред'явника необхідна лише згода сторін і просте передавання самих акцій (або їх сертифіката), то для іменних акцій ця процедура ускладнюється необхідністю подання заяви про передавання прав попереднім власником і реєстрацію нового власника у реєстрі акціонерів.

Нині в Україні переважно поширені іменні акції і відповідно створено сектор інфраструктури ринку цінних паперів – інститути реєстраторів власників іменних акцій. З погляду емітентів іменні акції вигідні тим, що дають змогу відслідковувати передавання прав власності й тим самим запобігати небажаному переходу великих пакетів акцій та прав контролю за корпорацією від одних осіб до інших. Деякі експерти вважають, що іменні акції обмежують можливості легалізації „тіньових” капіталів окремих інвесторів. Разом з тим на світових фондових ринках спостерігається тенденція до збільшення питомої ваги акцій на пред'явника. Наприклад, в окремих країнах Західної Європи акції на пред'явника досягають 90 % загальної кількості акцій. Це зумовлено тим, що механізм обігу іменних акцій не дає змоги швидко і ефективно здійснювати операції з ними згідно із сучасними стандартами та

фінансовими вимогами. З'явилися прогнози щодо подальшого зростання питомої ваги акцій на пред'явника на світових ринках і залишення порівняно невеликої частки іменних акцій вже в недалекому майбутньому.

В залежності від обсягів прав, що закріплюють акції, вони поділяються на *прості* та *привілейовані (преференційні)*, а також на *акції з правом голосу або без нього*. Можливі різні переваги привілейованих акцій порівняно з простими: у праві голосу (багатоголосі акції); фіксовані або вищі, ніж за простими, дивіденди; право вимагати більшу частку в ліквідаційній сумі та переважне задоволення цього права порівняно зі звичайними акціонерами, у разі припинення діяльності корпорації. Конкретні права власників привілейованих акцій закріплюються у статуті АТ. Найпоширенішим видом є привілейовані акції з фіксованим розміром дивідендів без права голосу на загальних зборах акціонерів. Такі акції найменше утискають права власників простих акцій.

Часто корпорації західних країн випускають такий різновид привілейованих акцій з фіксованими дивідендами, як кумулятивні: якщо дивіденд не сплачується у будь-який рік, він оплачується в наступні роки, більш сприятливі за фінансовими результатами діяльності ПАТ. Частка привілейованих акцій не може перевищувати 10 % статутного фонду корпорації за законодавством України. Якщо корпорація має великий прибуток, то за простими акціями акціонери можуть отримати більше дивідендів. У такому разі для підвищення розміру дивідендів за привілейованими акціями потрібне відповідне рішення загальних зборів акціонерів. Однак привілейовані акції менш ризиковані – дивіденди повинні сплачуватись у першочерговому порядку (або нагромаджуватись) незалежно від фінансових результатів діяльності корпорації.

Дуже рідко емітуються акції з правом кількох голосів (багато голосів). Наприклад, у Німеччині випуск таких акцій допускається

лише з дозволу міністра економіки відповідного суб'єкта федерації (федеральної землі) і тих корпорацій, які мають особливе значення для економіки країни.

Законодавством України передбачено, що голосування на загальних зборах акціонерів відбувається за принципом: одна акція – один голос, тобто „багатоголосі” акції випускатися не можуть.

В окремих країнах світу (наприклад, у Німеччині) застосовується поділ акцій на „нові” і „старі” залежно від часу їх емісії. Вони різняться тільки в перший рік емісії „нових” акцій. Відмінність полягає в різних котируваннях і обсягах виплати дивідендів (дивіденди за новими акціями сплачуються тільки за період їх обігу на фондовому ринку, а не за весь рік). Після завершення першого року „нові” акції стають ідентичними.

Номінальна вартість акції відбиває частку коштів інвестора в реальному капіталі АТ і не пов'язана з ринковою вартістю. Концепцію номінальної вартості було прийнято з метою захисту інтересів кредиторів шляхом визначення постійної суми капіталу, яку власники не могли вилучити протягом існування корпорації; згодом практика засвідчила, що встановлення номінальної вартості неефективне для захисту як кредиторів, так і акціонерів. Тому нині у західній практиці корпорації можуть випускати акції із зазначенням або без зазначення номінальної вартості. Акції без встановленого номіналу можуть бути продані за будь-якою емісійною ціною. У разі випуску таких акцій внесений капітал, тобто сума, одержана корпорацією від продажу акцій за емісійною ціною, поділяється на встановлений капітал (встановлена вартість, одержана від реалізації акцій) і додатково внесений капітал (різниця між емісійною ціною і встановленою вартістю). У США, наприклад, де законодавством багатьох штатів не забороняється випуск акцій без номіналу, встановлено „законний” капітал (визначається законом штату).

В Україні АТ можуть випускати лише акції із встановленою номінальною вартістю. Згідно із законодавством України акціонер в обумовлений установчими зборами термін, але не пізніше як через рік після реєстрації АТ, зобов'язаний сплатити повну вартість акції (номінальну). Відповідно до Закону України „Про цінні папери і фондову біржу” у протоколі рішення засновників про випуск акцій має бути зазначена номінальна вартість акції, а додатковий випуск акцій можливий лише тоді, коли всі раніше випущені акції повністю сплачені за вартістю не нижче від номінальної.

За формою існування акції поділяються на **паперові (документарні)** і **бездокументарні** (їх особливості визначені Законом України „Про Національну депозитарну систему і особливості електронного обігу цінних паперів в Україні”).

*Документарна форма* акції як цінного паперу – це паперовий бланк з визначеними реквізитами. На кілька акцій акціонеру може видаватися сертифікат. *Бездокументарна форма* акції – це здійснений зберігачем обліковий запис, який є підтвердженням права власності на акцію. Зберігачем може бути саме АТ-емітент або за договором з ним комерційний банк чи торговець цінними паперами. Форма випуску акцій визначається за рішенням АТ-емітента і затверджується ДКЦПФР при реєстрації випуску акцій.

Важливу роль у фінансовій діяльності корпорації можуть відігравати облігації, що емітуються нею з метою залучення позикового капіталу.

**Облігація** – це цінний папір, що засвідчує право її покупця на отримання від особи, яка випустила облігацію, її номінальної вартості і відсотків від неї у визначений термін. *Корпоративна облігація* – це зобов'язання АТ перед власниками облігацій щодо виплати певного доходу і погашення їх номінальної вартості через певний період.

Наведемо основні ознаки корпоративної облігації як цінного паперу:



- облігація засвідчує відносини позики між її покупцем, який є кредитором АТ, і корпорацією-емітентом, що є боржником;
- на відміну від акцій облігації завжди мають номінальну вартість, яка є важливою ознакою цих цінних паперів – емітент зобов'язується погасити їх номінальну вартість у зазначений термін і фіксований дохід, як правило, визначається у відсотках номінальної вартості;
- облігації випускаються на певний період, після завершення якого емітент гарантує виплату їх номінальної вартості;
- емітент зобов'язаний сплачувати фіксований дохід у терміни і розмірах, встановлених умовами облігаційної позики; дохід сплачується як відсоток (купон) номінальної вартості або у вигляді дисконту (тобто емітент продає облігації за ціною нижче від номінальної вартості, а погашаються вони за номіналом);
- облігації можуть мати одночасний термін погашення або різні терміни за окремими серіями в певні періоди;
- у разі ліквідації АТ або визнання його банкрутом зобов'язання перед власниками облігацій задовольняються, як і перед іншими кредиторами, раніше ніж перед власниками акцій;
- облігації можуть бути іменними і на пред'явника.

Залучення капіталу шляхом емісії боргових зобов'язань (облігацій) є однією з форм тривалого кредитного фінансування великих АТ через поділ загальної суми кредиту (емісії облігацій) на невеликі частки. Такі позики дають можливість зібрати від великої кількості окремих кредиторів (власників облігацій) необхідну кредитну суму, яку важко було б отримати під вигідні для позичальника умови у банку. З одного боку, кредитор (інвестор) не може одразу ж розірвати свої відносини з емітентом з приводу власності на облігації (якщо, звичайно, не передбачено викуп або погашення облігацій у визначений час протягом року). З іншого боку, кожна особа, яка має облігації, може припинити відносини з емітентом з приводу кредиту,

продавши облігації на фінансовому ринку, так само як акціонер, продавши акції, може припинити свою участь у цьому АТ.

Законодавством України встановлено обмеження на випуск корпоративних облігацій – їх сумарна номінальна вартість не може перевищувати 25 % статутного фонду, але в ньому немає жодних вказівок щодо видів облігацій, які можуть емітувати корпорації. Отже, українські АТ, скориставшись досвідом країн з розвинутою ринковою економікою, можуть обрати будь-які різновиди облігацій, давно відомі в цих країнах.

Розглянемо найпоширеніші у світі різновиди корпоративних облігацій і їх особливості.

*Облігації без забезпечення* (незабезпечені облігації) є цінними паперами, що засвідчують лише загальне зобов'язання платіжу. У разі його невиконання емітентом власник незабезпеченої облігації може поряд з іншими кредиторами в порядку черговості, передбаченому законодавством, звернути стягнення на майно емітента.

Незабезпечені облігації випускаються тоді, коли компанія має активи (або матиме їх у результаті отримання позики), яких вистачить для погашення основної суми позики. Корпорація-позичальник має враховувати, що за незабезпеченими облігаціями їй доведеться сплачувати вищу процентну ставку, ніж за іншими видами облігацій. Тому найчастіше корпорації намагаються випускати боргові цінні папери більш високої якості, а саме: *облігації, забезпечені заставою певного майна АТ*, або забезпечені майном, наданим третіми особами спеціально з цією метою. Отже, забезпечена облігація крім зобов'язання платіжу містить додаткову гарантію у вигляді застави майна; емітента або третіх осіб. Зазвичай це нерухомість, цінні папери, запаси продукції та інше майно. Якщо компанія випустила облігації, забезпечені фіксованою заставою, вона не має права продавати заставлені активи без дозволу власників облігацій. Як правило, вони можуть конфіскувати конкретні активи, якщо компанія не виконує умов облігаційної позики.

Облігації можуть забезпечуватися не фіксованою, а плаваючою заставою. Забезпеченням можуть бути різні матеріальні й нематеріальні активи, у тому числі торговельні марки, довгострокові контракти, гарантії третіх осіб тощо. Таку заставу використовують тоді, коли компанія не має нерухомості для застави або не хоче передавати власникам облігацій фіксовану заставу. На відміну від власників облігацій з фіксованою заставою власники облігацій з плаваючою заставою не мають права конфісковувати активи в разі невиконання АТ умов позики. Проте вони можуть вимагати ліквідації АТ для того, щоб після продажу активів повернути свої гроші. У таких випадках облігації з плаваючою заставою будуть погашатися після облігацій з фіксованою заставою, але до задоволення вимог решти кредиторів. Оскільки облігації з плаваючою заставою ризикованіші для інвестора, корпорація змушена встановлювати за ними вищу процентну ставку, ніж для облігацій з фіксованою заставою. Корпорації можуть випустити відкличні або частково відкличні облігації. **Відкличними** називаються **облігації**, за якими в емітента залишається право повернути борг раніше дати платежу. Іншими словами, емітент може достроково викупити облігації з виплатою премії – деякої суми понад платіж, який належить виплатити у встановлений термін погашення. Умови відклику визначаються і оголошуються емітентом до початку продажу облігацій.

Для випуску (погашення) облігацій емітент може сформувавши відкладений фонд за рахунок прибутку. Іноді компанія створює викупний фонд шляхом щорічних відрахувань певної суми грошей, використовуючи його для поступового викупу невідкличних облігацій на вторинному ринку.

Існують облігації з можливістю дострокового погашення. На відміну від відкличних вони погашаються достроково за бажанням їх власників. Така можливість обумовлюється при випуску облігацій. При цьому встановлюються вартість

погашення і термін, не раніше якого облігації можуть бути пред'явлені для дострокового погашення.

До боргових цінних паперів з особливими правами для інвесторів належать конвертовані облігації. Поряд із звичайним правом на грошову вимогу така облігація має також право обміну на акції АТ, яке імітувало ці облігації. Після обміну на акції право на повернення основного капіталу за облігаціями та на отримання доходу у вигляді відсотків анулюється. В інформації про емісію обов'язково необхідно обумовити такі положення: пропозиції обміну (коефіцієнт конвертації); термін конвертації; необхідність, порядок і розмір доплат; облігації, не конвертовані до завершення терміну їх дії, погашаються у звичайному порядку.

Наприклад, коефіцієнт конвертації дорівнює трьом, отже, одну облігацію можна обміняти на три акції. *Коефіцієнт конвертації* дорівнює ціні облігації (як правило, за номінальною вартістю) поділений на ціну конвертації (вартість акції, що береться до розрахунку для обміну облігацій на акції).

Право на конвертацію вважається привілеєм інвестора, і конвертація виконується виключно на прохання власника облігацій. Тому дохід (процентна ставка) за такими облігаціями встановлюється, як правило, нижчою, ніж за звичайними облігаціями. Приймаючи рішення про конвертацію, власник облігацій керується передусім біржовим курсом акцій; конвертація буде для нього вигідною тоді, коли курс акції перевищує ціну конвертації.

Зарховуючи номінальну вартість облігацій на рахунок придбання акцій, може бути передбачено стягнення доплати, розмір якої зазвичай змінюється. Наприклад, перший рік – 5 грн., другий і третій роки – 10 грн., четвертий і п'ятий – 20 грн., шостий і наступні роки – 60 грн.

Емітент може впливати на останній термін перетворення облігацій на акції, поступово змінюючи за часом суму доплат. Якщо потрібно раніше викупити або перетворити облігації на акції, встановлюють низьку доплату, яка поступово

збільшується, а якщо необхідно відстрочити час конвертації, то чинять навпаки.

Курс конвертованої облигації встановлюється з огляду на певні фактори, зокрема на кількість днів до виплати відсотків (доходу) за облигаціями, час до майбутньої конвертації, курс акцій, розмір доплат, а також на інші, які можуть впливати на формування ціни облигації.

Час обороту конвертованих облигацій на Заході становить 10-20 років. Виплата відсотків за облигаціями або їх обмін на акції може здійснюватися один раз після закінчення терміну випуску або через певний час відповідно до встановленого плану погашення заборгованості. Оскільки крім квоти погашення необхідно виплачувати відсотки, то фінансове навантаження підприємства в різні роки за однакових квот погашення різне. Для досягнення однакового навантаження погашають насамперед меншу кількість облигацій при високому рівні відсотків; у разі зниження останніх квоти погашення збільшуються. Борг може погашатися шляхом розіграшу лотереї (тоді номери, що виграли, сплачуються) або зворотного викупу на біржі облигацій, призначених для погашення.

Зауважимо, що збільшення статутного капіталу завдяки трансформації боргових зобов'язань (обміну облигацій на акції) може призвести до зміни курсу акцій і зменшення прав або частки акціонерів, наприклад, частки у виплаті дивідендів. Тому у проспекті емісії конвертованих облигацій для „старих” акціонерів необхідно передбачати право пільгової підписки або підписки на облигації як на нові акції, без курсової різниці.

Розглянемо переваги і недоліки випуску конвертованих облигацій і погляду компанії-емітента та інвестора.

Позитивним для емітента є нижча вартість обслуговування боргу порівняно з випуском звичайних облигацій, а також можливість відстрочення розміщення акцій на термін щонайменше рік (зазвичай 3-5 років). Негативним для емітента є ризик виникнення проблем з обслуговуванням боргу у зв'язку з

погіршенням фінансового стану, можливе ускладнення планування подальшої діяльності корпорації, оскільки на початку важко прогнозувати обсяг розміщених шляхом конвертації додаткових акцій і відповідно грошових потоків (адже інвестор самостійно приймає рішення: погашати облигацію або конвертувати її в акції).

Позитивним для інвестора є те, що купуючи конвертовані облигації він може стати акціонером або відмовитися від конвертації, погасити облигації або отримати дохід від продажу їх на ринку, оскільки з підвищенням курсу акцій емітента підвищується курс облигацій. Якщо ж курс акцій знижується, то ціна конвертованих облигацій зменшується до ціни звичайних облигацій, що обмежує втрати інвестора. Конвертовані облигації більш ліквідні порівняно із звичайними. Негативним для інвестора є більш низька доходність конвертованих облигацій порівняно із звичайними облигаціями емітента.

Для великих компаній інструментом позичання капіталу через міжнародні фондові ринки може бути емісія єврооблигацій (євробондів), які іноді називають ще міжнародними облигаціями.

***Єврооблигації – це облигації іноземних емітентів, номіновані у валюті країни розміщення і призначені для розповсюдження серед міжнародних інвесторів; їх можуть купувати інвестори практично кожної країни і передбачати різні умови для задоволення своїх потреб.***

Як правило, ***євробонди*** – це довгострокові (розраховані щонайменше на 10 років) цінні папери на пред'явника, з фіксованою процентною ставкою. Основна перевага євробондів для емітента полягає в тому, що термін їх погашення значно перевищує терміни погашення кредиторів. Отримані у такий спосіб кошти можна вважати ними інвестиціями. Найчастіше компанії використовують їх для цілковитої реконструкції виробництва. Євробонди випускають зазвичай емітенти з високою платоспроможністю, тому відсотки, що сплачуються за

ними, невеликі, часто навіть нижчі, ніж за державними цінними паперами. Отже, вартість позики порівняно з кредитами на внутрішньому ринку (без урахування накладних витрат) невелика – 8,3-12,5 % річних. Проте випуск єврооблігацій прийнятний тільки для великих корпорацій через великі накладні витрати. Наприклад, при позичанні 100 млн. дол. додаткові витрати становлять приблизно 2 млн. дол. Ці кошти витрачаються для здійснення аудиту за міжнародними стандартами; укладання контракту з відомою фірмою-консультантом, яка допоможе підготувати проспект емісії; укладання угод з інвестиційним банком і платіжним агентом; отримання кредитного рейтингу в одному з провідних рейтингових агентств; реєстрація емісії єврооблігацій; здійснення рекламної кампанії.

Розміщення єврооблігацій відбувається у три етапи. На першому відбирають рейтингові агентства, провідних менеджерів і консультантів, з'ясовують доцільність отримання кредитного рейтингу. Присвоєння корпорації-емітенту кредитного рейтингу не обов'язкове, але бажане для одержання коштів на вигідніших умовах. На другому етапі створюють пакет документів для регулювання угоди, готують проспект емісії, визначають емісійний синдикат. Третій етап передбачає розміщення облігацій і розрахунки між учасниками угоди. Як правило, розміщує облігації в кількох країнах емісійний синдикат, що іноді складається з кількох десятків фінансових інституцій. Домінуюча форма розміщення – *андерайтинг*, тобто викуп облігацій членами синдикату з подальшим їх перепродажем кінцевим інвесторам.

Досвід великих українських корпорацій засвідчує, що розміщення єврооблігацій триває близько року. Велику роль у цьому відіграє валютний ризик, адже девальвація національної валюти може звести нанівець всі переваги цього виду позик, значно зростуть виплати за єврооблігаціями. Саме так сталося в Україні під час фінансової кризи 1998 р.

Ще одним інструментом залучення прямих зарубіжних інвестицій у сучасних економічних умовах є випуск і розміщення серед потенційних стратегічних інвесторів депозитарних розписок на акції вітчизняних емітентів.

***Депозитна розписка – це цінний папір, що обертається на ринку і підтверджує право власника на певну кількість цінних паперів, депонованих у депозитарії.***

У законодавстві України відсутнє визначення депозитарних розписок як цінних паперів. У нормативних документах зазначається, що депозитарна розписка – це документ, який випускається іноземною депозитарною установою згідно із законодавством відповідної держави на акції товариства.

Необхідність випуску і розміщення депозитарних розписок виникає тоді, коли безпосереднє розміщення первинної або додаткової емісії акцій компанії серед певного кола потенційних прямих іноземних інвесторів неможливе з таких причин:

- через наявність у країні юрисдикції прямого інвестора законодавчих обмежень на вивезення капіталу;
- відсутність у потенційного інвестора дочірньої компанії, що функціонує у країні емітента і могла б бути покупцем акцій;
- наявність суттєвих ризиків, пов'язаних з відповідальним зберіганням цінних паперів, що є власністю прямого інвестора;
- неоптимальний механізм розрахунку і конвертації дивідендів та інших виплат прямому інвестору від участі в капіталі підприємства.

Випуск депозитарних розписок на емісію акцій емітента дає змогу реальним зарубіжним інвесторам отримати контрольний пакет акцій об'єкта інвестування і водночас мінімізувати ризик, пов'язаний з обігом належних їм цінних паперів, оскільки він



регламентуватиметься не тільки національними, а й міжнародними правовими нормами.

Особливо поширені американські депозитарні розписки (АДР).

Значною мірою це пояснюється тим, що згідно із законодавством США цінні папери іноземних емітентів, випущені в іншій, ніж АДР, формі, не допускаються в обіг на фондовому ринку США.

*Американська депозитарна розписка – це сертифікат, що підтверджує право власності на певну кількість американських депозитарних акцій або глобальних депозитарних акцій, які, у свою чергу, засвідчують право власності на певну кількість цінних паперів іноземного емітента.*

Зарубіжні емітенти можуть здійснювати кілька програм АДР різного рівня, а саме:

**1-го рівня** – для виведення цінних паперів зарубіжного емітента в обіг на позабіржовому ринку США. Ця програма не спрямована на залучення емітентом нового акціонерного капіталу і має на меті підвищити ліквідність і ринкову вартість акцій за рахунок збільшення кількості інвесторів на американському фондовому ринку. Програмою передбачаються мінімальні витрати коштів і часу на організацію; у ній висуваються мінімальні вимоги до розкриття інформації емітентом;

**2-го рівня** – проходження емітентом лістингу на одній з американських фондових бірж. Ця програма не надає можливості розміщувати додаткову емісію цінних паперів емітента на фондовому ринку США, проте висуває вищі вимоги до розкриття інформації емітентом, подання ним фінансової звітності відповідно до американських стандартів бухгалтерського обліку;

**3-го рівня** – основа для залучення додаткового капіталу від розміщення АДР, випущених на задепоновані акції емітента. Ця

програма оптимальна для укладення угоди про залучення прямого фінансування;

**за правилом 144А.** Ця програма дає змогу залучати пряме фінансування з максимальним спрощенням для зарубіжного емітента офіційних процедур надання інформації та реєстрації за американськими законами. Правило 144А означає, що АДР підлягають розміщенню і продажу тільки серед кваліфікованих інституційних покупців.

Основні цінні папери (тобто акції та облігації, що емітовані корпорацією) – це базові активи, на які можуть бути випущені **похідні (вторинні) цінні папери**, або деривативи.

Вартість похідних цінних паперів залежить від ціни основних, до яких вони випускаються, і утворюється з цієї ціни.

Хоча похідні цінні папери безпосередньо не є інструментом залучення капіталу, але вони виконують певні специфічні функції, і отже, відіграють помітну роль у функціонуванні корпорацій. Найпоширенішими деривативами є опціони різних типів.

***Опціон – це стандартизований контракт, який дає право його власникові на придбання (опціон на купівлю – call) чи на продаж (опціон на продаж – put) у визначений термін зазначену в опціоні кількість базового активу за зафіксованою при укладенні угоди ціною (ціна виконання).***

Якщо передбачено, що опціон можна реалізувати тільки у якийсь визначений день, цей опціон називають „європейським”. Якщо ж можна реалізувати як у визначений день, так і до цього дня, такий опціон називають „американським”. Різновидом опціону на купівлю є *варант*, який випускається емітентом разом з власними привілейованими акціями чи облігаціями і надає його власникові право на придбання простих акцій цього емітента протягом певного періоду за певною ціною.

Опціони, випущені на акції та облігації компаній, безпосередньо не є інструментом залучення додаткового капіталу; ринок опціонів не додає грошей на фінансування діяльності корпорацій. Опціони, як й інші похідні цінні папери, створюють фіктивний капітал і забезпечують його рух. Мало того, похідні цінні папери є фіктивним капіталом у найчистішому вигляді. Нині торгівля опціонами є дуже популярною спекулятивною операцією на фінансових ринках країн з розвиненою ринковою економікою (зокрема, у США), яка дає можливість дуже швидко отримати непоганий дохід і великі комісійні.

У 1973 р. в Чикаго було засновано біржу опціонів, яка мала майже постійний успіх. Протягом п'яти років інвестори уклали опціонні угоди на купівлю або продаж більш як 10 млн. акцій щоденно. Нині опціонами торгують на багатьох біржах. Торгівля опціонами – це спеціалізований бізнес, технологіям якого присвячені спеціальні посібники. Методи визначення вартості опціонів та їх застосування докладно розглядаються в окремих виданнях з корпоративних фінансів.

Крім надання можливостей здійснення арбітражних (спекулятивних) операцій похідні цінні папери виконують функцію управління фінансовими ризиками, захищають інвесторів від ризиків базових активів, чим сприяють вкладанню коштів в основні цінні папери. Отже опціони відіграють певну роль у функціонуванні корпорацій, хоча не доведено, що торгівля опціонами може стабілізувати чи дестабілізувати ринок акцій і облігацій.

Опціони можуть використовуватись як інструмент корпоративного управління для заохочення менеджерів компанії. Знову звернемося до досвіду США, де було започатковано механізм видання опціонів на акції компаній їх співробітникам, а в останнє десятиріччя цей механізм поширився і в європейських компаніях. Менеджери компанії отримують опціони на купівлю її акцій за фіксованою, яка, звичайно, значно нижча від курсової,

протягом певного періоду (як правило, 5-10 років), але не раніше встановленого терміну (зазвичай не раніше як за 2 роки після його отримання).

Здебільшого опціон реалізується у вигляді премії, тобто санкціонується керівництвом компанії після досягнення поставленої мети (досягнення певного рівня дохідності фірми, отримання вищого прибутку від заданого, темп підвищення курсу акцій, результати роботи окремих підрозділів тощо). Щоб менеджери компанії могли використати свої опціони, у компанії мають бути „вільні” акції, які потрібно або викупити в акціонерів, або емітувати, що призводить до розпорошення капіталу. Цього можна уникнути, якщо застосувати іншу типову схему: співробітники отримують готівкою бонус, розмір якого залежить від підвищення курсу акцій компанії (сума бонусу дорівнює різниці між поточною вартістю акцій та встановленим фіксованим рівнем).

Запровадження опціонних схем уможливорює часткове усунення суперечностей між акціонерами і менеджерами; якщо останні самі стають акціонерами (або отримують опціони на акції), їх інтереси значно наближуються, конфлікт пом'якшується. Опціонні схеми дуже широко використовують молоді компанії, вони розповсюджують їх серед великої кількості співробітників. Власне, і великі корпорації також часто вдаються до цих методів.

Дефіцит ліквідності й гостра проблема неплатежів в українській економіці деякою мірою можуть бути пом'якшені шляхом застосування компаніями векселів та інших короткострокових цінних паперів. Торговельний вексель є цінним папером, що використовується серед компаній для фінансування товарних операцій. Згідно із Законом України „Про цінні папери і фондову біржу” *вексель* – це боргове зобов'язання, що надає його власникові безумовне право вимагати після настання терміну платежу від векселедавця простого або акцептанта переказного векселя сплати вексельної суми. Обіг векселів регулюється

особливими нормами права – вексельним правом, що вимагає насамперед правильного оформлення векселя, у противному разі він буде недійсний.

Форма і порядок виготовлення бланків векселів затверджуються ДКЦПФР; векселі не можуть бути переведені у бездокументарну форму (знерухомлені).

Розблокуванню неплатежів і залученню кредитів може сприяти осування корпораціями особливого виду цінних паперів - складських свідоцтв як фінансового інструмента отримання кредитів під заставу запасів товарів.

***Складське свідоцтво (СС) – це товаронаповнений цінний папір, що видається зберігачем (товарним складом) на підтвердження прийому товарів на зберігання.***

Складське свідоцтво є неемісійним цінним папером, для випуску якого не потрібні державна реєстрація і реєстрація проспектів емісії. Розрізняють СС двох типів: прості та подвійні. Просте СС є цінним папером на пред'явника і складається з двох частин: складського свідоцтва – А і заставного свідоцтва – Б (варанта), які є цінними паперами і можуть обертатися разом або окремо на біржовому та позабіржовому ринках.

Варант використовують як заставу для отримання кредиту. Його відокремлюють від подвійного СС і передають кредитору; при цьому на частині А подвійного СС роблять позначку про суму отриманого кредиту і відсотки за ним. Отже, покупець частини А подвійного СС сповіщається про наявність застави і її суму, а для отримання товару зі складу йому необхідно розрахуватися з кредитором, оскільки це можливо лише в обмін на обидві частини подвійного СС.

Застосування СС може позитивно вплинути не тільки на фінанси окремих компаній, а й на фінансову систему держави, оскільки:

- дає можливість відмовитися від бартеру;

- сприяє залученню в ринковий оборот активів підприємств, що раніше не працювали (майна, запасів);
- прискорює оборотність обігових коштів підприємств, оскільки підвищує ліквідність товару за рахунок обороту частини А подвійних СС на ринку при незмінному перебуванні товару на складі;
- може підвищити збір податків, якщо СС прийматимуть податкові органи на погашення заборгованості підприємств бюджету з подальшою реалізацією на біржовому та позабіржовому ринках;
- сприяє значному розширенню кредитування підприємств під заставу СС, які є якісним забезпеченням банківських позик.

Складські свідоцтва є перспективними цінними паперами. Введення їх у повномасштабний обіг потребує захисних заходів щодо підвищення довіри до них. В Україні необхідно розробити нормативну базу для забезпечення умов професійної діяльності учасників ринку СС, встановити єдині правила і стандарти здійснення операцій з ними, створити єдину інформаційну базу даних СС.

Розглянемо операції, які здійснюють на фондовому ринку корпорації з власними цінними паперами, зокрема це емісія (первинна і додаткова) і розміщення цінних паперів на первинному ринку; придбання і перепродаж власних цінних паперів на вторинному ринку; обмін облігацій на акції; рефінансування облігацій.

*Емісія (первинна та додаткова) і розміщення цінних паперів на первинному ринку* – основна операція, що забезпечує корпорації джерелами фінансування. Цю емісію називають промисловою, оскільки вона створює умови для інвестиційної та виробничої діяльності емітентів. Саме вона є визначальною у становленні фондового ринку.

Емісію акцій здійснюють у таких випадках:

- у разі заснування нового АТ;

- збільшення статутного фонду АТ;
- перетворення закритого АТ на відкрите.

Емісію боргових цінних паперів (корпоративних облігацій) здійснюють після прийняття рішення про залучення додаткового капіталу шляхом облігаційної позики.

Процедури емісії в усіх країнах світу регулює держава; правове регулювання може бути більш-менш жорстким залежно від конкретної країни.

Зазвичай публічна (відкрита) емісія цінних паперів потребує реєстрації інформації про емісію. Для цього необхідно підготувати певні документи. Наприклад, у США потрібно скласти так званий реєстраційний документ для подання до Комісії з цінних паперів і бірж (SEC). Це великий за обсягом документ, який містить інформацію про історію фірми, особливості діяльності, плани на майбутнє і попередній проспект емісії. Комісія вивчає цей документ і у разі потреби надсилає компанії Меморандум про недоліки. Виправлений варіант документа комісія реєструє. До речі, деякі публічні емісії у США не потребують складання реєстраційного документа.

В Україні діє порядок реєстрації випуску акцій та облігацій і надання інформації про їх емісію, затверджений ДКЦПФР. Відкриті акціонерні товариства зобов'язані спочатку зареєструвати інформацію про емісію акцій. Для цього вони подають до реєстраційного органу такі документи:

- заяву про реєстрацію інформації про емісію акцій;
- нотаріально засвідчену копію установчого договору (у разі здійснення першої емісії акцій);
- докладну інформацію про емісію акцій ПАТ;
- копію платіжного доручення про сплату державного мита за реєстрацію інформації про емісію в розмірі 0,1 % сумарної номінальної вартості акцій, на які планується підписка;
- рішення про емісію акцій, оформлене протоколом, засвідчене підписом керівника та печаткою емітента;

- баланси, звіти про фінансові результати, засвідчені підписами та печатками емітента та аудитора, висновки аудитора станом на перше число поточного кварталу і станом на перше число поточного року, в якому подаються документи для реєстрації.

При першій емісії акцій аудитор готує висновок про спроможність засновників – юридичних осіб сплатити відповідні внески до фонду.

Якщо подані документи відповідають чинному законодавству і вимогам встановленим ДКЦПФР, то відбувається реєстрація інформації про емісію акцій. Після цього емітент має право опублікувати інформацію про емісію і підписку на акції. Після закінчення терміну підписки ПАТ подає до реєстраційного органу звіт про результати підписки на акції. Якщо підписка відбулася, ПАТ має подати до реєстраційного органу звіт про результати підписки на акції та відповідні документи для реєстрації випуску акцій.

У разі випуску облігацій АТ подає до реєстраційного органу необхідні документи для одночасної реєстрації випуску облігацій та інформації про їх емісію.

Відповідальною процедурою є первинне розміщення випуску акцій і облігацій, адже від цього залежить поповнення фінансових, ресурсів корпорації (а у разі першої емісії акцій – заснування ПАТ). Можливі два способи публічного розміщення акцій і облігацій: безпосередній продаж інвесторам за допомогою андеррайтерів або підписка. Найбільшою мірою процедура андеррайтингу поширена у США; взагалі ж у світі популярніше розміщення за підпискою. В Україні передбачене розміщення акцій шляхом відкритої підписки на них у ПАТ і розподілу всіх акцій між засновниками в ПрАТ. При створенні АТ відкриту підписку організовують засновники. Вони зобов'язані бути тримачами акцій на суму щонайменше 25 % статутного фонду строком не менш як два роки. Термін відкритої підписки на акції не повинен перевищувати шести місяців. Якщо за цей час



підпискою не буде охоплено 60 % акцій, АТ вважається незаснованим. Особи, які бажають придбати акції, зобов'язані внести на рахунок засновників щонайменше 10 % вартості акцій, на які вони підписалися; після цього засновники видають цим особам письмове зобов'язання про продаж відповідної кількості акцій. До дня скликання установчих зборів особи, що підписалися на акції, повинні внести з урахуванням попереднього вкладу, щонайменше 30 % номінальної вартості акцій або щонайменше 50 %, якщо всі акції АТ розподіляються між засновниками. Акціонери у встановлені установчими зборами строки, але не пізніше як рік після реєстрації АТ, зобов'язані сплатити повну вартість акцій.

Підписка на додатково випущені акції здійснюється у такому ж порядку, як і на акції, випущені вперше. Акціонери користуються переважним правом на придбання додатково випущених акцій.

Процедура андеррайтингу вітчизняним законодавством не регулюється і поки що практично не застосовується. У зарубіжних країнах андеррайтинг здійснюють *інвестиційні банки (андерайтери)* – фірми, що забезпечують початковий продаж цінних паперів корпорацій на первинному ринку. Для цього вони надають консультації корпораціям щодо того, які папери доцільно випускати – акції чи облігації; якщо варто випускати облігації, то інвестиційні банки пропонують обирати їх вид, термін обігу і відсотки; гарантують корпорації ціну нових цінних паперів і продають їх інвесторам.

Якщо планується випустити великий обсяг цінних паперів, то кілька інвестиційних банків утворюють синдикат для того, щоб спільно здійснювати андеррайтинг з метою диверсифікації ризику при реалізації цінних паперів.

Існують дві форми *андеррайтингу* – фірмове зобов'язання і розміщення за принципом найкращих умов на ринку. Андеррайтинг за принципом фірмового зобов'язання є найпоширенішою формою для розміщення великих емісій у США. Вона передбачає, що андерайтер викупує в емітента

весь обсяг емісії за договірною ціною, а потім продає цінні папери за ринковою ціною; *спред* (різниця між ринковою та договірною цінами), що виникає при цьому, є платою за послуги андерайтера. Отже, при застосуванні фірмового зобов'язання емітент отримує обумовлену угодою купівлі-продажу цінних паперів суму, а всі ризики, пов'язані з реалізацією цінних паперів, бере на себе андерайтер.

Розміщення за принципом найкращих умов на ринку передбачає, що андерайтер діє як агент емітента і отримує комісійну винагороду за фактичне розміщення цінних паперів. За угодою андерайтер зобов'язується всебічно сприяти продажу цінних паперів за обумовлену ціну, але він не гарантує, що емітент отримає певну суму грошей.

Якщо андерайтер не має змоги розмістити всю емісію за ціною пропозиції, то залишок цінних паперів вилучається з продажу, переоцінюється, може бути запропонований інвесторам пізніше або повернутий емітенту. Таку форму розміщення андерайтингу використовують переважно для порівняно невеликих емісій.

При розміщенні емісії застосовують також метод поєднання підписки з натуральним андерайтингом – так званий очікуваний андерайтинг. Це домовленість, згідно з якою андерайтер дає фірмове зобов'язання викупити нерозміщені за підпискою акції емісії. Отже, корпорація страхується від неповного розміщення акцій, звісно, сплачуючи певні комісійні андерайтеру за очікування.

Публічна емісія цінних паперів потребує фінансових витрат, розмір яких залежить від форми розміщення. Компанії повинні враховувати витрати обігу цінних паперів, плануючи обсяги емісій і обираючи способи їх поширення.

Наведемо основні витрати, пов'язані з продажем акцій:

- *спред* – прямі витрати емітента, тобто різниця між ціною, яку отримує за акції емітент, і ціною, за якою андерайтери продають акції;

- *інші прямі витрати емітента* (не пов'язані з компенсацією за послуги андеррайтерів) – витрати на реєстрацію, оплату праці юристів, аудиторів; податкові платежі; публікацію інформації про емісію;

- *непрямі* – витрати керівництва компанії на організацію нової емісії;

- *заниження цін розміщення* – у разі первинного публічного розміщення цінні папери компанії продаються за заниженою порівняно з реальною вартістю ціною. Зарубіжний досвід свідчить, що витрати з розміщення цінних паперів у процентному вираженні до обсягу емісії суттєво знижуються при зростанні останнього. Наприклад, при відносно невеликих емісіях (до 10 млн. дол.) прямі витрати дещо перевищують 10 % коштів, отриманих від реалізації акцій, тобто на 10 млн. дол. емісії прямі витрати компанії становитимуть 1 млн. дол. При обсягах емісії 10-20 млн. дол. прямі витрати знижуються до 7 %, при 50-100 млн. дол. вони становлять 4 %.

Сумарні витрати на публічні емісії найвищі, якщо компанія використовує андеррайтинг за принципом найкращих умов на ринку; нижчими є сумарні витрати при застосуванні андеррайтингу за принципом фірмового зобов'язання. Найнижчі сумарні витрати спостерігаються при розміщенні за підпискою.

Реалізація корпоративних цінних паперів залежить від їх інвестиційної привабливості, що відображається в рейтингах інвестиційних агентств (наприклад, таких відомих у світі, як „Moody's” та „Standard and Poor's”). Рейтинги важливі як для компаній-емітентів, так і для інвесторів.

У рейтингах цінні папери компанії поділяються на класи якості залежно від ризику несплати – від найвищої до найнижчої. При цьому можуть враховуватися різні показники – платоспроможність, обсяг і структура боргу, стабільність грошових потоків, рентабельність активів компанії-емітента та ін. Постійної формули для розрахунку рейтингів не існує. Рейтинг облігацій є показником ризику невиконання боргового

зобов'язання, тому він впливає на процентну ставку облігації і вартість боргового капіталу фірми. Більшість інституційних інвесторів (банки, пенсійні та інвестиційні фонди) купують облігації тільки з певними інвестиційними якостями; у США їм заборонено законом купувати облігації з низьким рейтингом, тобто так звані спекулятивні, або макулатурні. Рейтинги облігацій базуються на аналізі великої кількості якісних і кількісних показників (стабільність збуту і прибутків емітента; ступінь забезпечення облігації заставою; наявність амортизаційного фонду для забезпечення систематичної виплати відсотків; застосування будь-яких антимонопольних дій проти емітента; відсоток збуту і прибутку, яких компанія отримує від операцій за кордоном; політичний клімат у країнах здійснення операцій та ін.).

Рейтингові агентства проставляють на облігаціях певні позначки, що показують, до якої категорії вони належать. За позначеннями агентства „Standard and Poor's” найнадійнішими є облігації з позначками „AAA” та „AA”, а потім „A” і „BBB”. Облігаціями нижчих категорій є „BB”, „B” низької якості – „CCC”, „CC”, спекулятивними (макулатурними) – „DDD”, „D”. Якщо рейтинг облігацій компанії впаде нижче категорії „BBB”, їй буде важко розповсюджувати нові облігації.

В Україні рейтинги цінних паперів визначає Асоціація позабіржової торговельної системи (ПФТС). Її рейтинги, по суті, мають вирішальне значення (оскільки відсутні конкуренти – укладачі рейтингів) щодо надання інформації про інвестиційні якості цінних паперів українських емітентів. Поки що рейтинг визначається для обмеженого кола емітентів цінних паперів.

Наступна операція з корпоративними цінними паперами – **придбання АТ власних акцій**. Акціонерне товариство може викупити її акції для їх наступного перепродажу, розповсюдження серед працівників або анулювання. За вітчизняним законодавством ця операція може здійснюватися тільки за рахунок сум, що перевищують статутний фонд;

викуплені акції мають бути реалізовані або анульовані протягом року. Розподіл прибутку, а також голосування і визначення кворуму на загальних зборах акціонерів здійснюють без урахування придбаних АТ власних акцій. З'ясуємо основні причини здійснення компаніями операцій з викупу власних акцій.

Можливі кілька ситуацій, що спонукають менеджерів до викупу. *Перша ситуація* – коли викуп власних акцій може бути альтернативою дивідендним виплатам компанії. При цьому акціонери, які зберегли свої акції, володітимуть більшою часткою активів фірми, тому їх добробут не знижуватиметься при переході компанії від виплати грошових дивідендів до викупу акцій і видачі їх акціонерам. Крім того, у них є вибір – продати додаткові акції за ринковою ціною, сплатити податок і отримати гроші, якщо вони потрібні зараз, або залишити акції в себе. При виплаті дивідендів усі акціонери мають їх отримати. За певних умов спрямування коштів АТ на викуп частини власних акцій для розподілу їх між акціонерами може бути вигідніший для акціонерів, ніж отримання більшої суми дивідендів.

Зауважимо, що ситуація, коли АТ, маючи готівку для сплати дивідендів, спрямовує її на викуп власних акцій, щоб розподілити їх замість того, щоб підвищувати дивіденди, навряд чи нині можлива в Україні.

За умов нерозвиненого вторинного ринку цінних паперів акції мають низьку ліквідність, тому акціонери швидше віддають перевагу поточним виплатам дивідендів як надійнішому доходу, ніж отриманню додаткових акцій, які важко продати.

*Друга ситуація* – коли викупуються власні акції замість того, щоб підвищувати дивіденди. При цьому в поточному році компанія отримує тимчасове підвищення припливу коштів і не сподівається, що так буде в майбутньому. За таких умов менеджери найімовірніше продовжуватимуть виважену дивідендну політику, тобто не будуть різко підвищувати

виплату дивідендів грошима, а розподілять кошти у вигляді викуплених акцій, щоб уникнути зниження дивідендів у наступний період.

*Третя ситуація*, що ініціює викуп власних акцій, так само поширена у країнах з розвиненим фінансовим ринком. Компанія, переживаючи період зниження цін на свої акції, шляхом викупу великих пакетів акцій намагається підвищити їх курс. У багатьох випадках запровадження програм викупу власних акцій справді сприяє встановленню довіри інвесторів і ціна на акції підвищується, але існує небезпека, що вона знову знизиться після припинення АТ операцій з викупу. Як зазначалося, компанії необхідно мати власні акції в портфелі на той час, коли власники опціонів і варантів, випущених на її акції та облігації, зможуть скористатися наданими правами. Отже, реалізація опціонів і варантів так само призводить до необхідності здійснення операцій з викупу власних акцій.

Час від часу компанії можуть здійснювати такі операції, як подрібнення та консолідація акцій. **Подрібнення акцій** – це збільшення кількості акцій в обігу шляхом заміни однієї акції на кілька, наприклад, подрібнення 3:1 означає, що кожна акція замінена на три. Якщо акція має номінальну вартість, то подрібнення супроводжується відповідним зниженням їх номінальної вартості. У розглянутому прикладі вона зменшиться втричі. Подрібнення акцій можливе тоді, коли надто високі ціни на акції, що незручно для дрібних інвесторів. Подрібнення акцій інколи вигідне для акціонерів, адже ринок не завжди реагує на збільшення кількості акцій компанії в обігу відповідним зниженням ринкової ціни акції. Якщо остання не знизиться втричі, то акціонер, отримавши втричі більшу кількість акцій, може мати додатковий дохід від продажу акцій. Зазвичай подрібнення акцій не впливає на загальний прибуток компанії і не збільшує її фінансові ресурси, а прибуток, що припадає на кожну акцію в обігу, зменшується.

Процедуру подрібнення акцій компанії застосовують дуже часто. Не так часто компанії здійснюють **консолідацію** (або зворотний спліт) тобто зменшують кількість акцій в обігу шляхом заміни певної кількості акцій на одну (наприклад, три старі акції на одну нову) з відповідним підвищенням номінальної вартості акції. Однією з причин цього може бути встановлення біржами обмеження щодо мінімальної ціни однієї акції; зворотний спліт може підняти ціну до цього мінімуму.

Якщо АТ залучає капітал за рахунок довгострокових облігаційних позик, може виникнути потреба в рефінансуванні.

**Рефінансування облігацій** – це достроковий викуп випущених облігацій із заміною їх на облігації нового випуску з нижчою процентною ставкою. Ця операція може бути вигідною при зниженні ринкових процентних ставок. За право дострокового викупу компанія має платити; пов'язані з можливістю викупу додаткові витрати складаються зі сплати за підвищені купони, як компенсації покупцям облігацій за право викупу, а також виплати в разі реалізації цього права. З'ясуємо на прикладі, чи вигідне рефінансування облігацій компанії.

У сучасному світі розвинений фондовий ринок є необхідним елементом фінансової системи країни і засобом ефективного функціонування її економіки, оскільки він виконує функцію залучення інвестиційних ресурсів до реального сектора економіки. Аналіз стану вітчизняного фондового ринку, вагомим сегментом якого є ринок корпоративних цінних паперів, свідчить про те, що для ефективного виконання цієї функції ринок ще потребує певного розвитку. Як свідчить історія, обіг корпоративних цінних паперів став результатом довготривалого еволюційного розвитку економіки і зростання потреб підприємств, що ефективно працюють, у додаткових фінансових ресурсах, які почали залучатися через фондовий ринок. В Україні ж корпоративні цінні папери з'явилися не з об'єктивних причин, а були штучно ініційовані програмою приватизації та корпоратизації державних підприємств.

Основними чинниками, що сприятимуть випуску облігацій українськими АТ, є такі:

- досягнення певного рівня розвитку інших секторів фінансового ринку, зокрема ринку акцій або ринку державних цінних паперів; сформована інфраструктура може бути використана для розміщення та обігу корпоративних облігацій;
- підвищення ролі позик у фінансуванні корпорацій; нині довготермінове позикове фінансування підприємства використовують дуже мало, оскільки воно або практично недосяжне, або дуже дороге;
- підвищення рентабельності АТ, збільшення кількості великих кредитоспроможних компаній, що користуються довірою інвесторів і спроможні бути емітентами облігацій.

Для подальшого розвитку ринку корпоративних цінних паперів необхідно:

- розвивати тенденції макроекономічної стабілізації, основними показниками якої є рівень інфляції, банківські процентні ставки, валютні курси;
- підвищувати реальні доходи населення, оскільки фінансові ринки спираються на заощадження приватних осіб;
- зміцнювати довіру суспільства до цінних паперів та інституціональних фінансових посередників.

Державне регулювання – один з найважливіших чинників, що визначає долю фондового ринку в кожній країні. Найважливішою є регламентація правил реєстрації випусків цінних паперів. У більшості розвинених країн висуваються жорсткі вимоги до реєстрації. Певною мірою це захищає інвесторів від нечесних позичальників. Надмірна „зарегульованість” ринку може призвести до небажаних наслідків – зниження кількості емісій, розміщення цінних паперів за межами країни. Наприклад, японські корпорації розміщують свої облігації переважно в Лондоні, де їх купують японські ж інвестори.



Нині необхідність державного регулювання ринку, у тому числі й фондового, визнають усі країни.

Проте існують різні підходи щодо ступеня та конкретних механізмів втручання держави у функціонування ринку цінних паперів. Розглянемо на прикладі США, Великої Британії та Німеччини регулювання фондових ринків у економічно розвинених країнах.

У Великій Британії тільки в 1986 р. було прийнято засадничий закон „Про фінансові послуги”, що започаткував розвиток законодавчої системи регулювання ринку. До цього ринок цінних паперів у цій країні регулювався значно гірше порівняно з Японією, Німеччиною і США. Ліберальний законодавчий режим призвів до того, що міжнародна торгівля євробондами переважно була зосереджена саме у Великій Британії.

Дія закону про фінансові послуги поширюється не тільки на цінні папери, а й на інші фінансові інструменти (товарні ф'ючерси, опціони на дорогоцінні метали, довгострокові страхові поліси), тому в ньому використовується термін „інвестиції”, а не цінні папери, і йдеться про регулювання інвестиційного бізнесу, а не фондового ринку.

Нині у Великій Британії здійснюється реформа у сфері регулювання фінансової системи, у процесі якої розширюються повноваження нового регулюючого органу – Ради з фінансових послуг (Financial Services Authority - FSA). Сфера повноважень цієї Ради тепер охоплює контроль за регулюванням інвестиційного бізнесу відповідно до закону про фінансові послуги 1986 р., а також нагляд за банківською діяльністю, який у 1998 р. був переданий Банком Англії у компетенцію цієї Ради. Передбачається, що Рада з фінансових послуг стане єдиним регулюючим органом фінансового сектора Великої Британії. Ця Рада є незалежним недержавним органом, що підзвітний державній скарбниці, наступником комісії з цінних паперів та інвестицій, яка діяла після прийняття закону 1986 р. Згадувана

комісія так само була недержавною організацією і фінансувалася за рахунок спеціальних внесків учасників фондового ринку, їй були передані всі основні повноваження з регулювання – від контролю над керуєними пенсійними фондами до контролю над торгівлею ф'ючерсами та опціонами.

Основні функції з регулювання діяльності фірм, що мають ліцензії на ведення інвестиційного бізнесу (їх понад 22 тис.), виконують спеціалізовані уповноважені органи під контролем Ради з фінансових послуг – три саморегульовані організації, шість уповноважених інвестиційних бірж і уповноважені клірингові палати. У Великій Британії більша частка інвестиційного бізнесу припадає приблизно на 6 тис. фірм, що працюють під контролем трьох саморегульованих організацій – Організації з регулювання діяльності інвестиційних керуєних, Ради з цінних паперів і ф'ючерсів і Ради з приватних інвестицій.

Визначення і статус саморегульованих організацій регламентується законом „Про фінансові послуги”. Безпосередньою функцією цих організацій є допуск на окремі сегменти фондового ринку приватних осіб і фірм, що ведуть інвестиційний бізнес, а також моніторинг ринку, забезпечення виконання учасниками встановлених правил, розгляд суперечок і скарг.

Рада з фінансових послуг контролює шість *уповноважених інвестиційних бірж*: Лондонську фондову біржу (LSE), Лондонську міжнародну біржу фінансових ф'ючерсів та опціонів (LIFFEE), Трейд-пойнт (Tradepoint), Лондонську біржу цінних паперів і похідних інструментів (OMLX), Лондонську біржу металів (LME) і Міжнародну нафтову біржу (IPE).

Розглядувана Рада здійснює нагляд за діяльністю двох клірингових палат, які обслуговують біржові операції; контролює діяльність клірингової палати з готівкових угод і форвардних контрактів з іноземною валютою; розслідує порушення чинного законодавства в інвестиційній сфері. Щорічно ця Рада здійснює 600 нових розслідувань; три чверті з

них припадає на розслідування випадків незаконного інвестиційного бізнесу (без ліцензії). За законодавством Рада з фінансових послуг несе відповідальність за створення і реалізацію програм компенсації інвесторів (вкладників) у випадку неплатоспроможності фірм, банків. Нині існують дві окремі схеми – для інвесторів і для вкладників. Схема компенсації інвесторів передбачає виплати приватним інвесторам до граничного рівня. За схемою захисту депозитів у разі неплатоспроможності банку кожному вкладнику сплачується до 90 % загальної суми депозиту.

Рада з фінансових послуг несе відповідальність за ведення комп'ютеризованого реєстру фірм, що мають ліцензії за здійснення інвестиційного бізнесу.

Німецькому ринку цінних паперів належить вагоме місце серед ринків розвинених країн. Одним із основоположних законодавчих актів, що регулюють цей ринок, є закон „Про торгівлю цінними паперами” (1994 р.). Цим законом встановлено систему контролю операцій з цінними паперами, що має кілька рівнів, оскільки Німеччина - федеративна держава:

- федеральний - контроль здійснює Федеральне відомство з нагляду за торгівлею цінними паперами;
- суб'єктів федерації (земель) - контроль покладається на установи з нагляду за біржами;
- біржовий - на біржах контроль здійснюють відділи з контролю за торгівлею цінними паперами;
- банківський - у банках діють відділи контролю за операціями з цінними паперами.

Федеральне відомство самостійно функціонує в межах своїх повноважень і фінансується за рахунок коштів професійних учасників ринку цінних паперів; водночас воно підпорядковане Федеральному міністерству фінансів. До складу Федерального відомства входить Рада з цінних паперів, яка є дорадчим органом і формується за принципом – один представник від

кожного суб'єкта федерації. Рада консультує Федеральне відомство при підготовці нормативних актів та з інших питань.

Установи з нагляду за біржами, створені на рівні земель, здійснюють адміністративно-правовий та поточний контроль. Вони видають дозволи на створення біржі, а також розпорядження про її ліквідацію, стежать за поточними угодами із цінними паперами перевіряють правильність встановлення курсів цінних паперів, спостерігають за діяльністю брокерів, мають право звертатися до суду у разі виявлення правопорушень, а також створювати комітети з санкцій, які можуть накладати штрафи або відсторонювати від участі в торгах професійних учасників, що порушують порядок і правила їх здійснення.

На біржовому рівні відділи з контролю формуються біржею. Вони здійснюють поточне спостереження з операціями із цінними паперами: збирають дані про біржові операції; контролюють правильність котирувань; дотримання біржових правил; повідомляють керівництво біржі про виявлені порушення.

Важливу роль на фондовому ринку Німеччини відіграють банки, що виконують весь спектр операцій з цінними паперами. Тільки банки мають право передавати заявки інвесторів на біржу, укладати угоди для приватних інвесторів. Відділи з контролю за операціями із цінними паперами, що створюються в банках, управляють потоками інформації, контролюють поведінку службовців, які виконують операції із цінними паперами, валютою, дорогоцінними металами, похідними фінансовими інструментами. Контроль здійснюється шляхом відстеженням стану особистих рахунків співробітників і рахунків, переданих їм у довірче управління. Здійснюється також нагляд за тим, щоб робітники функціональних підрозділів банку зберігали конфіденційність інформації при виконанні операцій із цінними паперами, не передавали інформацію з

одного відділу в інший; у разі потреби обмін інформацією здійснюється під жорстким наглядом контрольної служби.

Фінансова система є найбільш регульованим сектором американської економіки. Така сама ситуація існує в Японії, Канаді та європейських країнах.

Законодавча основа регулювання фондового ринку була закладена ще в 1933 р. у законі про цінні папери, причиною прийняття якого був крах фондової біржі у 1929 р. Згідно із цим законом у США було створено і діє дотепер Комісія з цінних паперів і бірж (SEC). Вона вимагає від корпорацій-емітентів реєструвати проспекти емісії, надавати громадськості певну інформацію про продаж цінних паперів, активи і доходи, а також обмежує купівлю-продаж цінних паперів корпорації найбільшими акціонерами (що відомі як інсайдери), щоб запобігти маніпуляціям з курсами цінних паперів.

У США створено установи, що здійснюють нагляд і за іншими секторами фінансового ринку, зокрема комісія з товарів і торгівлі (регулює ф'ючерсні ринки), управління контролера грошового обігу (регулює федеральні чартерні комерційні банки), управління національних кредитних спілок (регулює федеральні чартерні кредитні спілки), комісія із страхування та банків штатів (регулює чартерні банки і страхові компанії штатів), управління нагляду за ощадними установами (ощадні й позичкові асоціації). Крім того, нагляд за всіма банками покладається на Федеральну резервну систему. Федеральна корпорація страхування депозитів крім контролю за комерційними банками, взаємними ощадними і позиковими асоціаціями забезпечує страхування до 100 тис. дол. на кожного вкладника в банк; це урядова організація, в яку комерційні банки і взаємні ощадні банки роблять внески для відшкодування вкладникам збитків у разі банкрутства банку. Цю корпорацію було створено в 1934 р. після хвилі банкрутств банків у 1930-1933 рр.

Основними засобами контролю за функціонуванням фінансового ринку, що застосовуються всіма згаданими установами, є реєстрація і перевірка бухгалтерських книг відповідних фінансових компаній та встановлення обмежень на активи, якими вони володіють.

У 1996 р. було прийнято Закон України „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”, що визначив правові засади державного регулювання ринку цінних паперів та контролю за випуском і обігом цінних паперів та їх похідних.

Закон визначає також, що державне регулювання ринку цінних паперів здійснює ДКЦПФР. Основними формами регулювання, які вона застосовує, є видача ліцензій на професійну діяльність на ринку цінних паперів; реєстрація емісій та інформації про емісію цінних паперів; контроль за достовірністю інформації, що надходить від емітентів та осіб, які професійно працюють на ринку цінних паперів, контролюючим органам. Згідно із законом ДКЦПФР має широкі повноваження у разі виявлення правопорушень, зокрема призупинення або анулювання ліцензії; зупинення торгівлі на фондовій біржі; здійснення перевірок і ревізій фінансово-господарської діяльності емітентів та осіб, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, фондових бірж; накладання адміністративних стягнень, штрафних санкцій за порушення законодавства; порушення питання про звільнення з посад керівників фондових бірж та інших установ інфраструктури фондового ринку; зупинення або припинення допуску цінних паперів на фондові біржі; зупинення клірингу та укладення договорів купівлі-продажу на певний термін для захисту держави, інвесторів; надсилання матеріалів у правоохоронні органи щодо фактів правопорушень, за які передбачена адміністративна та кримінальна відповідальність, або в Антимонопольний комітет у разі виявлення порушень антимонопольного законодавства; моніторинг руху інвестицій в Україну та за її межі через фондовий ринок.

Законом передбачено, що ДКЦПФР може делегувати і зареєстрованим нею саморегульованим організаціям частину повноважень з регулювання і контролю за ринком цінних паперів, зокрема щодо розробки та впровадження правил і стандартів виконання операцій; сертифікації фахівців фондового ринку; надання ліцензій особам, що здійснюють на фондовому ринку професійну діяльність.

Нині в Україні вже діють саморегульовані організації, найвідоміші з них – Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв (ПАРД), і Асоціація учасників фондового ринку України (АУФРУ), що об'єднує реєстраторів, зберігачів та депозитаріїв.

Фінансуються ДКЦПФР та її територіальні відділення за рахунок коштів державного бюджету України.

З метою захисту інтересів споживачів фінансових послуг і забезпечення діяльності та розвитку конкурентоспроможного ринку фінансових послуг у 2001 р. був прийнятий Закон України „Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг”. Ним передбачено, зокрема, що для державного регулювання ринків фінансових послуг (крім ринків банківських послуг, цінних паперів та похідних цінних паперів) створюється спеціально уповноважений орган виконавчої влади.

Отже, можна констатувати, що започатковане і розвивається регулювання фондового ринку України з урахуванням досвіду економічно розвинених країн, який, має спільні риси із системами регулювання ринку цінних паперів, які вони застосовують. Зокрема, спільним є контроль за ринком цінних паперів як державними органами, так і саморегульованими організаціями. Але на відміну від таких країн, як США і Велика Британія, в українській системі регулювання фінансового ринку поки що відсутній надійний механізм захисту інвесторів (вкладників) у разі неплатоспроможності фінансових компаній – банків і торговців цінними паперами.

Очевидно, практична відсутність у системі регулювання гарантії повернення вкладів стримує приплив інвестицій від населення через фінансових посередників у реальний сектор економіки, уповільнює темпи розвитку фінансового ринку.

Захист інвестора – найважливіша, але не єдина причина створення системи регулювання фондового ринку. У сучасному світі регулювання фондового ринку, визнається абсолютно необхідним для усунення „системних” помилок ринкової економіки. Проте існує багато додаткових витрат на регулювання. До прямих належать витрати праці й капіталу для формування і функціонування регулюючих органів, до непрямих – витрати фірм, що підпадають під регулювання. Зокрема, складання регулярних звітів потребує значних витрат часу висококваліфікованих фахівців. Крім того, існує концепція „пастки регулювання”, згідно з якою державний орган, призначений вводити регулюючі норми в інтересах суспільства, стає найбільшим лобістом об’єктів регулювання, тобто фірм, що працюють на фондовому ринку (ця концепція найяскравіше виявляється в діяльності саморегульованих організацій), обмежуючи конкуренцію, діючи на користь кількох фірм і надаючи їм монополіне право на надання послуг. Отже, удосконалення вітчизняного державного регулювання фондового ринку потребує ретельного аналізу переваг і недоліків існуючих підходів до цього процесу.

*Фінансові посередники*, до яких відносяться і банки, завжди займали центральне місце в сучасних економічних теоріях, оскільки їх діяльність представляє інтерес з точки зору аналізу фінансування економіки. Але саме еволюція мікроекономічного аналізу підприємства відкрила перспективи формування зведення теоретичних положень фінансового посередництва.

У теорії грошей значне місце відведене банкам як емітентам грошей; ця теорія прагне також відповісти на питання, яка банківська система забезпечує якнайкращі умови кредитування економічної діяльності і її зростання. Дослідження, присвячені



виключно фінансовим посередникам, спираються на дві моделі, характерні для періоду приблизно до початку 1980-х років, а саме неокласичну теорію фірми і портфельну теорію.

Згідно першої моделі, званою стандартною мікроекономічною теорією, банк є підприємством, перед яким поставлене завдання максимізації прибутку на основі оптимальної ефективності своєї діяльності. Враховуючи труднощі виявлення чинників банківської діяльності, багаточисельні дослідження вважають за краще визначати і вимірювати банківські витрати-випуск на основі витрат або моделі банківської фірми. Крім того, в цих дослідженнях часто розглядається питання про економію в банківському секторі за рахунок об'єму або набору послуг. У цьому виявляється використання мікроекономічної теорії для розуміння функціонування банківського підприємства.

Що стосується портфельної теорії, то вона застосовується до банку при розгляді його як інвестора, який з врахуванням допустимого рівня ризику прагне здійснити таку комбінацію активів, яка забезпечить максимальний прибуток за умови дотримання розпоряджень про коефіцієнт ліквідності.

Основною перевагою мікроекономічного підходу до концепції фінансового посередництва є прирівнювання банку до підприємства, а банкіра до підприємця. І саме цими положеннями довгий час нехтували, наприклад, у Франції, де кредитно-банківські установи протягом довгого часу створювалися як державні інститути. Якою б не була цікавою банківська мікроекономіка, вона має ті ж межі, як і стандартна неокласична теорія: банківська фірма є „чорним ящиком”, який перетворить чинники в банківські продукти і автоматично застосує правило максимізації прибутку.

Отримавши свій розвиток в кінці 1970-х років новий напрям фінансової теорії збігся з періодом глибоких змін у фінансовій сфері. У зв'язку з цим основні критичні вислови з приводу цього

напряму витікають з відмінності між теоретичним аналізом і змінами в області трансакційних витрат і інформації.

#### *А. Зниження трансакційних витрат.*

Відмінність, зокрема, полягає в тому, що зниження трансакційних витрат на ринку капіталів не привело до падіння ролі фінансових посередників.

Витрати на придбання інформації постійно знижуються завдяки технологічним змінам в її обробці і поширенні. Створення банків даних, нові статистичні методи обробки інформації, об'єднання мереж за допомогою Інтернет - всі ці чинники сприяють зниженню витрат на доступ до інформації. Крім того, прозорість інформації стала обов'язковою нормою для учасників економічної діяльності, і компанії за допомогою її поширення створюють на основі цієї прозорості фундамент політики комунікацій.

Розвиток і стандартизація методів бухгалтерського обліку полегшує збір інформації і сприяє появі компаній, що спеціалізуються на обробці цих даних, наприклад, рейтингових агентств.

Можна також відзначити, що зниження комісійних винагород у зв'язку з лібералізацією фінансових ринків не привело до різних змін ролі різних учасників цих ринків.

#### *Б. Роль асиметрії інформації.*

Як вище відмічено, довготривалі стосунки між банками і їх клієнтами сприяють вирівнюванню асиметрії інформації при прямому кредитуванні. Як у цьому випадку пояснити вражаючий розвиток у США і в Європі сек'юрїтизації, яка переносить банківський ризик на фінансовий ринок? При проведенні сек'юрїтизації слід було б звернути увагу на її зворотну дію на баланси банків у зв'язку з виключенням з них найбільш ризикованих кредитів. За декілька десятиліть ринки сек'юрїтизації не виявили цієї дискримінації.

#### *Обробка інформації*

Банки дуже важливі в інформаційному бізнесі. Обмежимося приведеним вище викладом цього питання. Застосовуючи диверсифікацію операцій з активом свого балансу, фінансовий посередник обмежує ризик. Але в даний час балансові ризики все частіше менш значні в кількісному відношенні, чим позабалансові. Це означає, що фінансові посередники стали виключно компетентними фахівцями з управління ризиками. Здатність банків управляти ризиками повинна представляти основу нової теорії посередництва, причому більшою мірою, чим зниження трансакційних витрат і асиметрії інформації. Зростаюча складність інструментів управління ризиками страхує тих, хто повинен сам організувати його страхування. Тому вони звертаються до фахівців з цих банківських продуктів.

Контроль за позичальниками є результатом обробки інформації, дозволяє банку грати ефективну роль посередника в таких сферах, як злиття-поглинання, монтаж емісії коштовних паперів або структурованого фінансування.

Банк, особливо сучасний, надає велике значення каналам розміщення послуг, зокрема своїй мережі відділень, географія і щільність розміщення яких є основними елементами комерційної стратегії. Але одночасно банки зуміли організувати пропозицію своїх маркетингових послуг, використовуючи досягнення технологічного прогресу.

Ця функція виконується банками, які тривалий час зберігають перевагу над конкурентами завдяки своїй монопольній ролі у сфері залучення депозитів.

#### *Довіра клієнтів*

Маючи інформацію про гарантування вкладів і пруденційної регламентації, дотримання якої контролюється органами нагляду, клієнти у пошуках фінансових послуг виберуть швидше банк, чим небанківські установи. Професійний досвід, який придбали банки впродовж багатьох років, служить базою банківської діяльності. Звідси виникає основна проблема банківської стратегії: як здійснювати цю діяльність, отримуючи

великий прибуток, чим конкуренти, якщо умови її ведення постійно міняються (дерегулювання, глобалізація, технологічний прогрес і так далі).

Стратегічний аналіз займає все більше місце в теорії фірми, і ця методологія перенесена на банківський сектор.

Стратегічні рішення приймаються по відношенню до змінних величин, поєднання яких приводить до появи стратегічного поля, різного залежно від сфери діяльності або виду підприємства. До цих змінних відносяться: банківські продукти; клієнти; технологія виробництва і збуту; географічна зона.

Стратегічне поле залежить від змісту кожної з цих змінних величин.

Який розмір банку дозволяє йому бути значимим учасником в умовах певного стратегічного поля? Ця постановка питання призводить до базових, але таких, що не втратили своєї актуальності поняттям, що відносяться до банківського сектора: внутрішнє зростання в результаті підвищення продуктивності підприємства; зовнішнє зростання в результаті злиття і поглинань.

Створюється враження, що вказаному способу зростання віддають перевагу банки всіх країн. Причини різних реструктуризацій в банківському секторі:

#### *А. Економічні причини*

Тут переслідується декілька завдань (які, наприклад, можуть бути вирішені на основі внутрішнього зростання).

Розширення ринку, що дозволяє банку підвищувати вартість своїх послуг або залучати дешевші ресурси.

Підвищення ефективності роботи, що дозволяє банку бути „краще” своїх конкурентів. Є багаточисельні дослідження про ефективність роботи банків, що виявляють різні способи її досягнення: економія на масштабах і видах діяльності; підвищення технічної ефективності на основі оптимального використання ресурсів; зниження ризиків завдяки диверсифікації діяльності шляхом злиття і поглинань.

Досягнення великого розміру банку достатнього для того, щоб опинитися під захистом держави (згідно приказці „Too big to fail” – „занадто великий, щоб збанкрутіти”).

### *Б. Не економічні причини*

Часто політика зростання банку, що проводиться керівництвом, направлена на створення свого роду імперії, від якої вони чекають отримати результат у вигляді престижу, влади або прибутку. Але можна також відзначити, що прагнення до збільшення розміру деколи користується підтримкою з боку державних органів, які виходять зі своєї концепції про структуру банківського сектора.

Стратегія диверсифікації діяльності банку направлена на розвиток кожної змінної, що визначає його стратегічне поле. Це шлях, що обирається кредитними установами по зазвичай схожих причинах (економія на масштабах і на видах діяльності) у цілях пошуку критичного розміру; при цьому диверсифікація впливає на об'єм. Переваги, яких набуває диверсифікований банк, коли йдеться про витрати на придбання інформації і про витрати на здійснення контролю, повинні братися до уваги настільки, наскільки ті ж відомості, що стосуються клієнта, використовуються для продажу декількох банківських продуктів.

Навпаки, при спеціалізації банк обмежується заданою певною нішею (продукт, клієнти і так далі) і розраховує стати в даній ніші ефективнішим, ніж його конкуренти, завдяки кращому знанню ринку, контролю за рівнем витрат і ризиків, чому розпилення ресурсів явно не сприяє.

Згідно пануючій стратегічній парадигмі, здобуття конкурентної переваги відбувається або за рахунок низьких витрат, що дозволяє знизити ціни, або шляхом диференціації завдяки специфічним властивостям продукту, іміджу або умов. У банківському секторі ця відмінність незначна. Ціновий чинник ніколи не грав переважаючої ролі в стосунках банк-клієнт, і фінансові інструменти, що легко запозичуються однією

установою в іншій, насилу піддаються диференціації. У зв'язку з цим банки прагнуть здійснити стратегію, поєднуючи контроль за витратами і диференціацію своєї пропозиції, незалежно від об'єму і диверсифікації ринків, на яких вони працюють.

Суть нової теорії фінансового посередництва можна сформулювати однією фразою: банки - це підприємства, що спеціалізуються на зборі і використанні інформації. Навіть за постійно змінних умов банківську справу потрібно розглядати виходячи саме з цієї спеціалізації і не обов'язково озиратися на традиційну концепцію фінансового посередництва у сфері залучення і перерозподілу капіталів. У результаті „інформаційної” спеціалізації з'являються інші банківські продукти і послуги, а також ті, які передбачають управління ризиками або посередництво на ринку. Оскільки нові технології обробки і передачі інформації призводять до появи нового вигляду діяльності і продуктів, на стільки ж зростає необхідність банків для її збору і використання.

Становлення ринкових стосунків в Україні, втрата стійкості фінансово-економічного положення багатьох підприємств сільськогосподарських, в т. ч. зумовили необхідність пошуку нових форм економічних взаємин підприємств, що забезпечують певну стаціонарність економічних процесів. При цьому найбільшу активність в пошуку проявляли перш за все великі підприємства, зв'язані в єдиний технологічний ланцюжок. Як і в розвинених країнах, одним з магістральних шляхів вирішення цієї проблеми виявилось створення корпоративних об'єднань.

Розвиток корпоративних форм, як способу подальшого вдосконалення інвестиційного процесу, обумовлений їх самостійністю як юридичних осіб, обмеженою відповідальністю індивідуальних інвесторів, можливістю передачі іншим особам акцій, що належать індивідуальним інвесторам, а також централізованим управлінням.

Оскільки міра відповідальності індивідуальних інвесторів корпорацій обмежена об'ємом їх вкладу, то і можливі втрати не

можуть бути вищими за цей вклад, що дозволяє інвесторам диверсифікувати можливі ризики інвестування шляхом одночасної участі в різних компаніях. Завдяки цьому корпорації можуть отримувати значні фінансові ресурси, необхідні при сучасних масштабах економіки, а також можуть переймати на себе ризик, рівень якого недоступний для кожного індивідуального інвестора окремо.

Така модель інвестування приводить до значної „розпиленості” капіталу корпорації серед різних інвесторів і, як наслідок, до необхідності створення відповідної системи управління, заснованої на розділенні функцій володіння і управління.

Оскільки при значній кількості інвесторів, всі вони не можуть брати участь в управлінні корпорацією, то обмежена відповідальність у справах корпорації може бути досягнута лише за рахунок втрати частини повноважень інвесторів з контролю за її діяльністю. Тому корпорації зазвичай передають право управління операціями компанії менеджерам, а акціонери компаній в ролі інвесторів, делегують право приймати рішення по цілому ряду аспектів діяльності корпорації директорам і менеджерам – за винятком вирішень принципової важливості.

З управлінської точки зору корпоративна організація може бути представлена у вигляді відкритої системи, на вхід якої з довкілля поступають різні ресурси: інформація, капітал, трудові ресурси, матеріали і так далі. У процесі функціонування корпорація перетворить ці ресурси. Результати цього перетворення можуть розглядатися як виходи даної системи. Якщо організація управління ефективна, то в ході процесу перетворення утворюється додаткова вартість, з'являється прибуток, відбувається збільшення частки ринку, об'єму продажу, зростання корпорації і тому подібне.

У стабільності роботи корпорації зацікавлені і менеджери, і акціонери, хоча для досягнення цього віддають перевагу різним

засобам. Це обумовлено тим, що менеджери концентрують в компанії все своє надбання, у зв'язку з чим в їх діяльності лежить прагнення до зниження небезпеки дії непередбачених обставин (тому вони віддають перевагу, як правило, фінансуванню діяльності за рахунок нерозподіленого прибутку, а не за рахунок зовнішнього боргу, а також диверсифікацію капіталу компанії для зниження небезпеки банкрутства). А акціонери, інвестуючи в конкретну корпорацію лише частину свого статку і розподіляючи свої інвестиції між цілим рядом компаній, хочуть мати максимальні прибутки, навіть шляхом ризикованих операцій.

Одним з ефективних механізмів, що допомагає забезпечити ухвалення управлінських рішень, направлених на успішну роботу корпорації, є стратегічне планування, що є набором дій і рішень, які робляться керівництвом компанії, що управляє, для досягнення корпорацією своїх цілей. Стратегія є детальним всебічним комплексним планом, який повинен розроблятися з точки зору перспективи всієї корпорації.

Розробка стратегічного плану, остаточний варіант якого повинен обґрунтовуватися обширними дослідженнями і фактичними даними, є складною проблемою. Щоб ефективно функціонувати в умовах жорсткої конкуренції, корпорація повинна постійно займатися збором і аналізом величезної кількості інформації про галузь, ринок, конкуренцію й інші чинники.

Стратегічний план додає визначеність і індивідуальність корпорації, що дозволяє їй відкривати широкі перспективи. Тому він має бути розроблений так, щоб не лише залишатися цілісним протягом тривалого періоду часу, але й бути досить гнучким, щоб при необхідності можна було здійснити його переорієнтацію. Тобто стратегічний план слід розглядати як програму, яка направляє діяльність фірми протягом тривалого періоду часу і коригується відповідно до зміни економічної і соціальної обстановки.

Сучасний темп збільшення знань є настільки високим, що стратегічне планування представляється єдиним способом



формального прогнозування майбутніх проблем і можливостей, і, отже, дає основу для ухвалення відповідних управлінських рішень. Крім того, планування сприяє зниженню ризиків при ухваленні відповідних рішень, у тому числі із-за помилкової або недостовірної інформації про можливості корпорації або про зовнішню ситуацію.

Стратегічне планування, зазвичай, включає чотири області управлінської діяльності: розподіл ресурсів, адаптація до зовнішнього середовища, внутрішня координація і організаційне стратегічне передбачення.

Розподіл ресурсів включає розподіл таких зазвичай обмежених організаційних ресурсів, як фонди, дефіцитні управлінські кадри і технологічний досвід.

Адаптація до зовнішнього середовища охоплює всі дії стратегічного характеру, які покращують стосунки компанії з її оточенням. Компаніям необхідно адаптуватися до зовнішніх, як сприятливих можливостей, так і небезпекам, виявляти відповідні оптимальні варіанти дій і забезпечити ефективне пристосування стратегії до навколишніх умов, перш за все, за допомогою розробки досконаліших виробничих систем, шляхом взаємодії з органами влади, створення сприятливого іміджу і так далі.

Внутрішня координація включає заходи, направлені на досягнення ефективної інтеграції внутрішніх дій складових її організацій і є невід'ємною частиною управлінської діяльності корпорації.

Пошук організаційних стратегій є основною метою організаційного стратегічного передбачення. У його рамках вирішуються, окрім інших організаційних завдань, і завдання систематичного розвитку мислення менеджерів шляхом створення такої організації навчання, при якій вони можуть вчитися на раніше прийнятих стратегічних рішеннях. Здатність вчитися на досвіді дає можливість корпорації правильно

скоректувати свій стратегічний напрям і підвищити професіоналізм менеджерів в області стратегічного управління.

Виходячи з результатів аналізу, можна рекомендувати два напрями вдосконалення управління пакетами акцій:

- посилення відповідальності представників держави і підвищення ефективності їх роботи;
- використання форм зовнішнього управління пакетами акцій (довірче управління, залучення найманого менеджера і тому подібне).

Абсолютно очевидно, що не можна віддавати однозначного пріоритету якому-небудь з цих напрямів. Крім того, систему управління не можна розглядати у відриві від об'єкту управління – державного пакету акцій. У даний час його розмірність значно перевищує управлінські можливості держапарату.

У зв'язку з цим при розробці ефективної стратегії управління державним пакетом акцій, необхідно вирішити проблему його оптимізації. Критерієм оптимальності має бути максимум керованості при збереженні контролю над корпораціями, які виготовляють продукцію (товари, послуги), що має стратегічне значення для забезпечення національної безпеки країни.

У цей портфель повинні включатися пакети в 75% акцій (коли потрібний повний контроль за діяльністю АТ) і контрольні – в 51% акцій. Блокуючи пакети – в 25,5% акцій доцільно замінити на „золоту акцію”, пакети акцій, що складаються менше 25% виставити на продаж у момент сприятливої кон'юнктури і після обов'язкової передпродажної підготовки.

За оцінками Держмайна України, великим об'ємом пакетів акцій держава управляти не може, тому розмір державного портфеля повинен скласти близько 1000 пакетів акцій акціонерних товариств, створених у процесі приватизації.

Враховуючи низьку ефективність інституту державних чиновників в управлінні державними пакетами акцій,

Держмайно України розробило програму дій, направлену на захист інтересів держави як власника і акціонера, передбачаючи реалізацію наступних заходів:

- 1) удосконалення нормативно-правової бази, що регламентує діяльність представників держави;
- 2) розвиток практики укладення договорів з фізичними особами – професійними керівниками – на представлення інтересів держави в органах управління підприємств із змішаними формами власності;
- 3) здійснення „приватизації” функцій управління державними пакетами акцій шляхом передачі їх в довірче управління корпораціям і іншим комерційним організаціям (при цьому основними цілями довірчого управління акціями рахувати їх передпродажну підготовку, тобто підвищення котирувань акцій, що знаходяться у державній власності, зростання їх ліквідності).

Метою цих заходів є підвищення бюджетного ефекту від володіння, користування і розпорядження акціями. Для цього, зокрема, слід прийняти рішення, що зобов'язало представників держави в органах управління акціонерних товариств забезпечити напрям прибутку такого товариства на виплату дивідендів до державного бюджету, а також встановити, що голосування представника держави з витрачання прибутку акціонерного товариства на інші цілі здійснюється як виняток, на підставі спеціального вирішення Уряду України, за наявності відповідного інвестиційного проекту або іншої істотної підстави.

Пільги зі сплати до державного бюджету дивідендів вже вводилися на етапі становлення підприємств у новій якості. У даний час назріла необхідність провести ревізію всіх цих пільг і відмінити їх у більшості акціонерних товариств.

Основні зусилля Фонду Держмайна України за рішенням проблеми підвищення ефективності управління державним майном мають бути направлені на перегляд тих переліків

„стратегічних підприємств” і оптимізацію майна, що знаходяться у державній власності.

Значне число підприємств, що знаходяться в списку „стратегічних”, відносяться до оборонних галузей. Їх приватизацію необхідно проводити з урахуванням забезпечення безпеки держави і підвищення доходів державного бюджету. Цей процес має бути розгорнений за часом на декілька років і включати наступні етапи:

- формування переліків акціонерних товариств, пакети акцій яких підлягають виключенню із списків „стратегічних”;
- продаж пакетів акцій, що мають високу ліквідність і ринкове котирування;
- проведення передпродажної підготовки недооцінених акцій, а також акцій, що мають високий потенціал зростання, реалізація механізму відстроченого продажу.

У корпораціях, здійснення контролю за діяльністю яких є невід’ємною функцією держави, необхідно зберегти інститут представників держави, модифікувавши його з метою усунення існуючих недоліків.

Світовий досвід в області інтеграції, особливо досвід ЄС, заслуговує на пильну увагу. При цьому великий інтерес представляють не лише принципи рішення і їх здійснення, кінцеві результати, але і всі процедури підготовки, узгодження і ухвалення цих рішень, шляхи подолання розбіжностей між членами ЄС, а цих розбіжностей, природно, було немало.

Досить згадати про те, що 3 країни – Великобританія, Данія, Швеція, не відкидаючи принципово своєї участі в Європейському валютному союзі, відмовилися увійти до нього в намічений термін, тобто з 1 січня 1999 р. Окрім цього, необхідні були організаційні і правові форми розробки відповідних документів, взаємодія з державними органами, діловими колами, громадськими організаціями, науковими установами і населенням, інформаційне і пропагандистське забезпечення намічених заходів.

Як показала практика, відповідні підходи і методи багато в чому застосовні не лише до валютної сфери, але й до інших інтеграційних програм.

Відомо, що рух по утвореній дорозі може зробити цей шлях коротшим, хоча і при цьому не варто забувати, що європейським країнам було потрібно понад 40 років, щоб підійти до повномасштабного валютного союзу і єдиної валюти.

Вище було відмічено, що одним з напрямів успішного вирішення проблем інтеграції України в світову економіку є участь українських корпорацій у міжнародних проектах, виробництво продукції по замовленнях іноземних споживачів, створення міждержавних і транснаціональних корпорацій.

Розглянемо, які здійснюються заходи і взагалі що робиться в Україні з реалізації цього напряму інтеграції України в світову економіку. Як показала практика, в першу чергу треба відновити економічні зв'язки з країнами СНД. Перші, не дуже вдалі, кроки по шляху інтеграції в рамках СНД не йдуть ні в яке порівняння з масштабами і глибиною цих процесів у ЄС.

Проте об'єктивна необхідність інтеграції колишніх радянських республік у складі всіх або частини країн, що входять нині до СНД (як, наприклад, союз чотирьох – Росії, Білорусії, Казахстану, Киргизстану, а згодом і Таджикистану, або союз Росія – Білорусія), не викликає сумнівів. Очевидно також, що цій інтеграції призначено пройти, по суті, той же шлях, ті ж етапи, що пройшов і ЄС, у тому числі, можливо, коли-небудь прийти і до валютної інтеграції.

***Фінансовий ринок - це ринок, де об'єктом купівлі-продажу виступають всілякі фінансові інструменти і фінансові послуги і що складається з наступних важливих сегментів-ринків: валютного, цінних паперів, ф'ючерсного і опціонів.***

Задачі фінансового ринку:

- мобілізує тимчасово вільний капітал з багаточислених джерел;

- ефективно розподіляє закумуляований вільний капітал між багаточисельними кінцевими його споживачами;
- визначає найбільш ефективні напрями використання капіталу в інвестиційній сфері;
- формує ринкові ціни на окремі фінансові інструменти і послуги, які об'єктивно відображають співвідношення, що складаються між пропозицією і попитом;
- здійснює кваліфіковане посередництво між продавцем і покупцем фінансових інструментів;
- формує умови для мінімізації фінансового і комерційного ризику;
- прискорює обіг капіталу, тобто сприяє активізації економічних процесів.

Чим більший розрив між об'ємами передбачуваних інвестицій і накопиченнями, тим гостріша необхідність у функціонуванні фінансових ринків для розподілу накопичень між кінцевими споживачами. Зустріч кінцевого інвестора і кінцевого власника коштів повинна здійснитися оптимальним чином з найменшими витратами.

Ефективні сегменти фінансового ринку абсолютно необхідні для забезпечення мобілізації вільного капіталу і підтримки економічного зростання країни. За наявності лише власних накопичень суб'єкти ринку могли б інвестувати не більше, ніж накопичено, тому їх інвестиційна активність була б обмеженою. Якщо ж розмір намічених інвестицій перевищує суму поточних заощаджень, суб'єкти ринку просто вимушені відкласти їх здійснення до накопичення певної кількості коштів. Через відсутність фінансування суб'єктам ринку, які не володіють достатнім капіталом, довелося б відкласти або відмовитися від багатьох перспективних інвестицій або фінансувалися б не найкращі проекти, тобто капітал використовувався би не оптимальним чином. Суб'єктам ринку, що не мають у своєму розпорядженні привабливих варіантів інвестування коштів, нічого б не залишалось, окрім як акумулювати кошти. З іншого

боку, перспективні інвестиційні проекти не реалізовувалися б через нестачу коштів у фірмах, що мають інвестиційні альтернативи.

У сучасних умовах фінансовий ринок – невід’ємна частина будь-якої ринкової економіки, єднальна ланка між основними учасниками ринкового господарства – державним сектором, комерційними організаціями і домогосподарствами.

Всі грошові потоки, незалежно від джерел виникнення, обов’язково проходять через фінансовий ринок за допомогою фінансових інститутів.

Наприклад, якщо держава для покриття дефіциту бюджету пропонує купити свої цінні папери комерційним організаціям і домогосподарствам, то дані операції проводяться на фінансовому ринку через різні фінансові інститути. Якщо комерційній організації необхідно залучити додатковий капітал, вона через фінансовий ринок звертається до інших комерційних організацій і домогосподарств, що мають тимчасово вільні кошти, шляхом випуску акцій або облігацій.

***Фінансовий посередник (financial intermediary) - організація, яка діє на фінансовому ринку, пов’язуючи кредиторів з позичальниками або заощадниками з інвесторами.***

Основні учасники ринку: власники вільних фінансових ресурсів; спеціалізовані посередники (банки і ін. фінансові інститути); позичальники (юридичні і фізичні особи і держава). По терміновості і цільовому використанню розрізняють: грошовий ринок (обслуговує короткострокові операції, сферу обігу); ринок капіталу (середньо- і довгостроковий характер, обслуговує інвестування до основних фондів: засоби виробництва і будівництва); фондовий ринок: інвестиції в акції і облігації й інші папери, який також обслуговується позиковим фондом. Іпотечний ринок як сукупність кредитних операцій, обслуговуючих ринок нерухомості. Кон’юнктура грошового

ринку, ринку позикового капіталу і фондового ринку знаходиться під впливом попиту на гроші, об'єму грошової маси, інвестицій і заощаджень, спекулятивних мотивів.

Наявність трансакційних витрат частково пояснює, чому фінансові посередники і непряме фінансування грають таку важливу роль на фінансових ринках. Асиметрична інформація, що виникає при недостатньому вивченні однієї сторони про свого контрагента, - важливий аспект фінансових ринків. Проблема помилкового вибору виникає до того, як здійснюється операція: потенційні позичальники з високим кредитним ризиком найактивніше шукають можливість здобуття позики. Це надто актуально в умовах української економіки, особливо в АПК.

#### **5.4 КОРПОРАТИВНІ ІНСТИТУТИ ТА ПРОБЛЕМИ ЗАХИСТУ ПРАВ ВЛАСНОСТІ**

Саме завдяки приватизації державної власності в Україні з'явився багаточисельний клас реальних власників, проте питання про захист і ефективне управління цією власністю так і не було вирішене. З формуванням класу власників не були вирішені питання вибудовування з ними нових моделей взаємодії і співпраці. Темпи проведення програми приватизації, непродуманість подальших кроків, відсутність системи діалогу між суб'єктами взаємодії привели до значних порушень у питаннях реформування власності. Що, у свою чергу, виявилось однією з причин інтенсивного зростання числа суспільних формувань у цій області, основним напрямом діяльності яких став захист прав власників, незалежно від характеру власності.

Зміцнення інституту власності в Україні є необхідною умовою підвищення якості життя громадян України, формування середнього класу, подальшого проведення економічних реформ і підтримки соціальної згоди в суспільстві.



Головними перешкодами на шляху до залучення особистих накопичень громадян на фондовий ринок є недосконалість законодавства і правопримінювальної практики (головним чином в області захисту прав міноритарних акціонерів), а також недосконалість прозорості систем корпоративного управління.

Можна констатувати, що в Україні:

- недосконалість законів про власність є основними причинами соціальної напруженості у суспільстві;
- при розробці законодавства недостатньо притягуються громадські організації, відсутня практика суспільної експертизи законодавчих актів, як на етапі розробки законів, так і вживання нормативних актів;
- існуюча система обліку, реєстрації, обміну, контролю і розкриття інформації про власність і її суб'єктів не дозволяє ефективно управляти і розпоряджатися власністю і не забезпечує її збереження і недоторканість. У суспільній і політичній свідомості недостатньо чітко визнаний пріоритет права власності, як загальнолюдської цінності, основою добробуту нації, що і є, необхідною умовою для динамічного і перспективного розвитку країни.

Все вище викладене призводить до нецивілізованого розпорядження власністю, а також недовіри громадян до власників, держави, економічних реформ, що проводяться, продовження відтоку капіталів з країни і подальшому збільшенню розриву в рівні доходів багатих прошарків суспільства і пересічних громадян.

Саме відсутність традицій власності і недосконалість існуючого законодавства і, у зв'язку з цим, високі ризики втрати вкладень тримають у постійній напрузі численних українських акціонерів - власників дрібних і середніх пакетів акцій, стримують масштабний прихід на фондовий ринок приватних накопичень. Неприйнятні по західних стандартах інвестиційні ризики заважають залученню потенційних іноземних інвесторів.

Поряд з традиційними, досить зрозумілими для інвестора ринковими ризиками існують ще і зовні ринкові. Це ризики неефективного або не лояльного до акціонерів менеджменту, ризики використання трансфертних цін для відведення прибутку на користь мажоритарного акціонера і ін. Ці ризики, характерні, втім, не лише для України, украй негативно позначаються на розвитку української економіки. Ефективне корпоративне управління є найважливішим чинником зниження інвестиційних ризиків, і в першу чергу - ризиків не ринкових, а значить - сприяє підвищенню інвестиційної привабливості акціонерного товариства. Ця нехитра істина помалу проникає у свідомість як українських акціонерів, так і менеджменту найбільш просунутих українських акціонерних товариств. Корпоративне управління, за прикладом розвинених країн, стає в Україні синонімом зрілості і надійності компанії, синонімом зростання прибутку і капіталізації.

Одним з найважливіших елементів корпоративного управління в акціонерному товаристві є рада директорів. Цей орган, представляючи інтереси акціонерів, покликаний здійснювати вироблення стратегії розвитку акціонерного товариства, затверджувати його поточні і довгострокові плани, контролювати діяльність вищого менеджменту компанії в їх виконання. Ефективно вирішувати ці завдання може лише професійна рада директорів, що складається з грамотних фахівців, які займають активну позицію при підготовці і ухваленні тих або інших рішень.

Проте, для ефективної роботи рад директорів необхідно, щоб окрім професійних знань і навиків, члени ради були об'єктивними і незалежними. Щоб на їх думки і рішення, що приймаються, не впливали особисті інтереси або інші суб'єктивні причини. Щоб управління розвитком акціонерного товариства здійснювалося з урахуванням інтересів усіх акціонерів.

Спостерігаючи за українською дійсністю можна констатувати, що за останній час ради директорів як крупних, так і середніх акціонерних товариств з „кишенькових”, пасивних

рад перетворюються на реальні і високоефективні органи управління і контролю акціонерними товариствами.

Як міноритарні, так і мажоритарні акціонери виявляють зростаючу зацікавленість у підвищенні професіоналізму директорів. Не меншу зацікавленість у підвищенні ефективності управління своїми пакетами акцій у статутних капіталах акціонерних товариств проявляє і держава, місцеві органи влади. Переваги професійного корпоративного управління по-новому осмислюють вищі менеджери акціонерних товариств. Високопрофесійні ради директорів допомагають їм розробляти і реалізовувати ефективні стратегії розвитку підприємств, підвищувати прибутковість і капіталізацію компаній, тобто підвищувати показники, від яких, в першу чергу, залежить і їх винагорода.

Таким чином, на сьогоднішній день підвищення професіоналізму рад директорів - реальна тенденція і актуальна проблема корпоративного управління. Саме тому нестримно зростає потреба професійних корпоративних директорів.

Якість корпоративного управління українських корпорацій є об'єктом пильної уваги з боку зарубіжних інвесторів і органів регулювання. У сучасному світі всі ці чинники в значній мірі визначають зростання вартості корпорації.

Необхідний індивідуальний підбір корпоративних директорів, що володіють високою репутацією і професійними навиками у відповідній галузі. У літературі в рамках різних підходів до визначення поняття корпоративного управління виділяються різні групи зацікавлених учасників. У найвужчому „класичному” трактуванні у такій якості виступають лише менеджери і власники акціонерних товариств. У розширювальному трактуванні процеси корпоративного управління розглядаються як комплекс взаємин не лише між менеджерами і власниками, але і між різними категоріями власників (великі і дрібні акціонери, реальні власники і кредитори як власники потенційні і так далі). Слід підкреслити,

що при цьому йдеться вже про різні типи власників, а не лише про акціонерів. Нарешті, у ще більш розширеному трактуванні проблема корпоративного управління включає також взаємини власників і так званих stakeholders - зацікавлених учасників, що не є власниками підприємства, але здатних істотно впливати на дії його власників і менеджерів. До даної категорії можуть відноситися місцеві органи влади, трудові колективи і так далі (табл. 5.3).

Можна відзначити, що дане ділення швидше відображає крайні крапки або полюси, до яких може тяжіти поведінка тієї або іншої бізнес-структури. Наприклад, для „загарбників” у рамках даної класифікації характерна агресивна політика; в той же час глобальні портфельні інвестори, що диверсифікують свої вкладення між десятками компаній у різних країнах, можуть бути відносно пасивні по відношенню до конкретної компанії в Україні.

Напевно, правильніше у цьому контексті говорити не взагалі про агентів, а про учасників процесу, що реально володіють контролем над конкретним бізнесом або прагнучих до цього, - і в зв'язку з цим активніших по відношенню до права. При цьому прагнення до вилучення доходів від управління може ґрунтуватися на бізнес-стратегіях з різним тимчасовим горизонтом, довгим для „творців” і коротким для „загарбників”. Поряд з цим можливе виділення „пасивної” категорії ринкових агентів, зацікавленої лише у здобутті доходів, - без участі в управлінні.

Також слід підкреслити, що залежно від конкретних обставин одні і ті ж бізнес-структури можуть переходити з категорії „творців” в категорію „загарбників” і навпаки. Проте, можна передбачити, що у рамках конкретної ринкової ситуації (корпоративного конфлікту) позиції конкретних її учасників можуть бути визначені однозначно.

*Таблиця 5.3*

### Класифікація економічних агентів, активних по відношенню до права

| Типи агентів                                  | Загальна стратегія поведінки   | Горизонт планування і схильність до ризику  | Приклади  |
|---|--|---|---|
| „творці” / „травоїдні”                        | Розвиток свого бізнесу (що розуміється не лише як джерело доходу, але і як підстава для певного соціального статусу) | Досить довгий горизонт (декілька років) і низька схильність до ризику                           | Стратегічні інвестори на великих підприємствах, у ряді випадків - менеджмент, зацікавлений в збереженні і розвитку підприємства |
| „загарбники”/ „м'ясоїдні” або „санітари лісу” | Приріст капіталу, прагнення до витягання максимального доходу в короткому періоді часу                               | Відносно короткий горизонт (від декількох місяців до 1,5-2 років) і висока схильність до ризику | Портфельні інвестори, міноритарні акціонери, фінансові спекулянти, фахівці з „корпоративних захватів” і так далі                |
| „регулювальники”                              | Зростання владних повноважень і ресурсів, що розміщуються  | Може змінюватись в часі   | ДКЦПФР  |

Основними функціями корпоративного законодавства і інститутів правозастосування (enforcement) у тій частині, яка є об'єктом нашого аналізу, є:

- захист прав власності і, перш за все, приватної власності;
- регулювання процесів перерозподілу власності;
- узгодження інтересів різних власників і інших учасників (кредитори, менеджмент, трудовий колектив, держава і так далі).

Інститут приватної власності був формально створений ще до початку радикальних реформ, але набув поширення і фактично став основною інституційною формою у процесі приватизації 1992-1994 років. Відзначимо, що до кінця 1990-х років велика частина фахівців, як критиків, так і апологетів приватизації, погоджувалася з тим, що структура приватної власності, що склалася на приватизованих підприємствах у першій половині 90-х років, не відповідала поняттю „Ефективного власника” і носила перехідний характер.

Добре відомо, що особливості проведення приватизаційної кампанії в Україні привели до того, що на більшій частині підприємств серед власників домінували працівники і адміністрація підприємств (інсайдери). Серед зовнішніх власників найбільш значною до моменту завершення масової приватизації залишалася держава в особі державних, регіональних і місцевих органів влади.

Неефективність структури власності, що склалася, визначалася об’єктивними протиріччями мотивацій і можливістю „нових власників” і завданнями розвитку в нових умовах ринкової економіки. Переважна більшість корпорацій потребували корінної реструктуризації і модернізації виробництва, що вимагало ухвалення рішень про скорочення неефективних видів бізнесу, перепрофілювання або продаж значної частини активів, залучення зовнішніх джерел фінансування для поповнення оборотного капіталу і інвестицій. У більшості випадків це означало ухвалення „непопулярних” в основної маси акціонерів рішень.

У той же час, особливістю української моделі приватизації стало домінування в промисловості однієї з можливих форм

організації приватного бізнесу, а саме - відкритих акціонерних товариств. Ця організаційно-правова форма має одну основну потенційну перевагу: дозволяє залучати для розвитку кошти зовнішніх інвесторів за рахунок продажу частини акціонерного капіталу. У той же час така форма організації має ряд істотних недоліків з точки зору ефективності управління і ухвалення рішень, вимагаючи розвинених інституційних механізмів узгодження інтересів різних груп власників, менеджерів і інших зацікавлених осіб (stake-holders), що ускладнює оперативне ухвалення рішень. В українських умовах 90-х років перевагу відкритого акціонерного товариства було у край складно реалізувати, зате недоліки виявилися у повній мірі.

Превалювання кількості інсайдерів у структурі власників грало на руку, перш за все адміністрації підприємства, яка окрім значних пакетів акцій, що належать безпосередньо вищим менеджерам, контролювала у багатьох випадках і голоси рядових працівників, ефективно блокуючи спроби скупки контрольних пакетів сторонніми інвесторами. Важливим аргументом при цьому служили саме побоювання працівників, що прихід „чужого” господаря приведе до радикальних змін на виробництві, ведучим до скорочення робочих місць і втрати частини трудового колективу роботи.

Завдання реструктуризації виробництва об'єктивно вимагали „авторитарної” моделі управління, що в умовах домінування відкритих акціонерних товариств означало потребу в перерозподілі власності і концентрації контролю над підприємством.

Додатковим, а у багатьох випадках і превалюючим чинником, стала низька ринкова капіталізація підприємств. Фінансові потоки, що генеруються виробництвом, багато разів перевищували вартість його активів. Легітимна форма „приватизації” фінансових потоків також вимагала здобуття контролю над підприємством.

У процесі приватизації і відразу після її завершення активізувався процес перерозподілу власності на користь великих власників, прагнучих оволодіти контрольними пакетами акцій на найпривабливіших підприємствах. Використовувалися при цьому всі доступні засоби і методи і, перш за все, найбільш „дешеві”, пов’язані з експропріацією прав власності дрібних акціонерів. Безумовно, досить поширені були і цілком цивілізовані схеми „захвату”, через скупку акцій у рядових працівників, проте вони не набули великого поширення з ряду причин. До таких можна віднести: відносно високі витрати на реалізацію масштабного викупу контрольного пакету у дрібних акціонерів (у порівнянні з капіталізацією компаній); високі ризики „нездобуття” контролю навіть при покупці контрольного пакету; відсутність в умовах високої невизначеності економічного середовища ринкової оцінки акцій підприємств; активна протидія захвату з боку „інсайдерів”, в цілому і менеджменту, особливо. У ряді випадків мала місце і активна протидія місцевих органів влади таким схемам захвату.

Однією з основних причин було, мабуть, украй важке фінансове положення більшості підприємств, обтяження їх боргами. У таких умовах покупець, вклавши гроші в контроль над підприємством, часто ризикував втратити цей контроль у разі ініціації банкрутства кредиторами.

Найцікавішою з точки зору даного аналізу є невідповідність пропонованих товариством інститутів перерозподілу власності реальним потребам і практиці. Як вже наголошувалося, у перші роки перехідного періоду інституційні зміни і новації виходили практично виключно „зверху” з боку держави. Причому спочатку, до тих пір, поки не сформувалися сильні державні відомства, що мають власні інтереси, інституційні інновації належали владі в цілому і визначалися ідеологією і теорією реформ. З точки зору ідеології і теорії як основний інструмент перерозподілу власності і залучення інвестицій повинен був



виступати фондовий ринок. Саме у цій області інновації держави були особливо активні.

На наш погляд, такий підхід до рішення задачі формування ефективної системи власності був спочатку приречений на невдачу, оскільки ігнорував цілий ряд обставин і особливостей української дійсності.

По-перше, інститут фондового ринку орієнтований, перш за все, на залучення інвестицій і не стратегічних, а портфельних. В Україні ж основна потреба полягала не у залученні інвестицій, а перерозподілі власності і контролю. Тобто був необхідний ринок корпоративного контролю, функції якого фондовий ринок виконувати не може.

По-друге, низька вартість акцій більшості підприємств не дозволяла залучити значні кошти за рахунок продажу частини власності на ринку. Крім того, при низькій капіталізації залучення інвестицій через фондовий ринок надмірно дороге задоволення, оскільки організація ринку акцій підприємства має досить високі фіксовані витрати.

По-третє, практично була відсутня пропозиція на цьому ринку. Основними продавцями могли б виступати лише інсайдери, які не були організовані, та і не хотіли виступати як продавці. Як продавець могла б теоретично виступити держава, яка після приватизації мала чималі пакети акцій, але законодавство про приватизацію було орієнтоване на позабіржовий продаж пакетів у формі аукціонів.

У четвертих, невисоким був і попит на акції через відсутність довгострокових інституційних інвесторів, недостатньо вільних фінансових коштів усередині країни і із-за певних обмежень для іноземних інвесторів.

По-п'яте, фондовий ринок передбачає налагоджену систему захисту прав і інтересів акціонерів, високу прозорість компаній, що дозволяє покупцеві мати об'єктивну оцінку акцій. Ні того, ні іншого інституційна система не могла забезпечити. Висока невизначеність економічних умов діяльності і непрозорість

українських підприємств означали для будь-якого інвестора високі ризики.

І, нарешті, шосте: операції на фондовому ринку легше контролювати, чим позабіржові. Це передбачає, що покупець вкладає легальні, або добре „відмиті”, кошти. Недолік таких коштів у той період був ще гострішим, ніж коштів взагалі.

Ці обставини зумовили той факт, що фондовий ринок в Україні, збудований в цілому відповідно до світової практики, складався виключно з акцій банків, крупних енергетичних компаній з гарантованим ринком збуту і крупних компаній, орієнтованих на експорт (також з відносно гарантованим ринком збуту).

В той же час, орієнтація інститутів корпоративного будівництва на фондовий ринок як основний інструмент залучення інвестицій і перерозподілу власності визначала „вектор” інституційного розвитку в області корпоративного права: підвищення вимог до прозорості емітентів акцій і захист міноритарних акціонерів, у тому числі і, перш за все, іноземних. У період до кризи 1998 року така спрямованість інституційних змін йшла в розріз з інтересами всіх основних учасників процесу. Таким чином, період 90-х років не випадково став епохою „чорного переділу” власності. Усвідомлення і виправдання цього факту знайшли широке поширення в міркуваннях про неминучість і необхідність „первинного накопичення капіталу” і т.п.

В останні роки ситуація помітно змінилася. Основними причинами цього стало наступне:

*Перше:* фактично закінчена приватизація державного майна.

*Друге:* завершується епоха первинного перерозподілу власності, в цілому, найпривабливіші активи української економіки вже поділені і знаходяться під контролем стратегічних власників, що ставить перед цими власниками завдання законного захисту своєї власності від не правового або псевдоправового захвату.

*Третє:* значна частина значних українських капіталів легалізована в тій або іншій формі (наприклад, через офшорні

фірми), що дозволяє їх власникам пред'являти „законні” вимоги до влади в частині адаптації інститутів до їх реальних потреб.

*Четверте:* початок економічного зростання в умовах крайньої високої зношеності основних фондів зробила проблему залучення інвестицій виключно насущною для багатьох, особливо найбільш успішних підприємств, що вимагає дотримання елементарних вимог з захисту прав акціонерів і дотримання норм прозорості.

*П'яте:* сталася консолідація великого бізнесу на основі усвідомлення (часткового) спільності інтересів і можливості використання спільного потенціалу лобіста для впливу на інституційне будівництво.

*Шосте:* зміцнення влади дозволило декілька поліпшити практику правозастосування і підвищити витрати на обхідні схеми.

*Сьоме:* почався активний процес розділення власників і менеджерів компаній, у результаті якого в перших виникає потреба у вдосконаленні механізмів корпоративного управління для забезпечення гарантій власності. Зокрема, при цьому виникають мотиви зсуву мотивацій з витягання доходів від контролю фінансових потоків до доходів від зростання вартості бізнесу.

При дослідженні попиту на правові інститути у сфері корпоративного управління необхідний їх юридичний аналіз. Деколи оцінка правових інститутів дається вченими, що не є юристами, при цьому вона заснована на неточних уявленнях про правові інститути, і частенько є невірною. Дослідження, яке робиться тут, хоча і не претендує на наукову глибину, проте є досвідом юридичного аналізу попиту на правові інститути корпоративного управління на основі розвитку українського корпоративного законодавства протягом останніх декількох років.

Під *правовим інститутом* розуміється група норм, регулюючих схожі стосунки. Стосунки, пов'язані з діяльністю комерційних організацій, регулюються ГК і рядом спеціальних законів, присвячених юридичним особам різних організаційно-правових форм. Крім того, правове регулювання відповідних

стосунків у ряді випадків здійснюється підзаконними нормативними правовими актами.

*Корпоративна поведінка* - поняття, що охоплює всілякі дії, пов'язані з управлінням корпораціями. У широкому розумінні корпоративне управління включає всі взагалі стосунки, що так або інакше впливають на положення акціонерів і поведінку корпорації.

Відповідно до цього підходу суб'єктами корпоративного управління є особи, які мають права у сфері управління корпорацією, - акціонери, директори - члени ради директорів, директор - виконавчий орган і члени виконавчих органів корпорації. Працівники і державні органи не є суб'єктами корпоративного управління в Україні. Їх інтереси повинні враховуватися суб'єктами корпоративного управління, але від цього вони не стають суб'єктами корпоративного управління.

Приведений підхід дає можливість чітко визначити правові інститути, що мають і не мають відношення до корпоративного управління. З точки зору підходу, викладеного вище, до правових інститутів корпоративного управління можуть бути віднесені норми, регулюючі спільні збори акціонерів (інститут спільних зборів акціонерів), раду директорів (інститут ради директорів), виконавчі органи (інститути відповідних виконавчих органів) акціонерного товариства, реєстрацію прав акціонерів (інститут реєстрації прав акціонерів), емісію акцій і конвертованих в акції цінних паперів (інститут емісії акцій), придбання значного пакету акцій (інститут „поглинання”) і ін.

Необхідно відзначити, що процеси, які позначаються як „переділ власності” в корпораціях, і результат цих процесів - концентрація капіталу в корпораціях, не піддаються на наш погляд сумнівам зробленому вибору моделі.

Процес переділу власності в корпораціях почався з початком приватизації і продовжується до цих пір. З точки зору суб'єктного складу цього процесу можна виділити два етапи цього процесу. Якщо на першому етапі відбувалося в основному

заміщення акціонерів, що отримали акції в результаті приватизації, то на другому етапі, який продовжується в даний час, - заміщення акціонерів, які свого часу замінили акціонерів, які отримали акції у результаті приватизації.

На першому етапі відбувалася заміна акціонерів, які є випадковими акціонерами, на *справжніх* акціонерів. Справжніми акціонерами ми називаємо тих, хто стає акціонерами усвідомлено, віддає собі звіт у тому, навіщо йому потрібна участь в акціонерному суспільстві. Поряд з особами, які набувають контроль над акціонерним суспільством різними нецивілізованими способами, на цьому етапі з'являються вже і особи, які платять гроші за те, щоб стати акціонерами або придбати контроль. Це вказує на їх здатність оцінити необхідність такої участі, а також передбачуваний дохід від такої участі. Справжнього акціонера не слід змішувати з ефективним власником - ідеальним чином акціонера в нашій літературі. Участь в акціонерному суспільстві отримується у різних цілях, які можуть бути далекі від мети, що дає підстави визнати акціонерів ефективними власниками. Тим часом саме серед справжніх акціонерів лише і можливі ефективні власники.

Процес переділу власності, який відбувається на другому етапі, по своєму суб'єктному складу схожий з процесом звичайної боротьби за контроль над акціонерними товариствами, який відбувається у багатьох країнах.

Проблема формування і розвитку цивільного суспільства стає усе більш актуальною для сучасної України. Згідно Проекту основних напрямів соціально-економічної політики Уряду України на довгострокову перспективу, перед українською державою і суспільством на першому місці стоїть наступне *завдання* - встановити новий соціальний контракт і сформувати основи цивільного суспільства, а також здійснити реформу влади і провести модернізацію економіки. Ефективне виконання цих завдань вносить на порядок денний питання про взаємну відповідальність влади, бізнесу і суспільних інститутів. Соціальна

частина програми переслідує мету протягом найближчих десяти років визволити суспільство від залишків інфантильності, а держава - від залишків спадщини приниження перед зовнішнім світом в ідеології управління. Відмінюються більшість пільг, проводяться страхова, житлова і пенсійна реформи. Питання взаємної соціальної відповідальності принципово важливе: повільна дія і неефективність реформ двох десятиліть незалежності великою мірою пояснюється відсутністю корпоративної і персональної соціальної відповідальності.

Концепція передбачає, що економічне зростання працює на користь і держави, і соціуму. Тому соціальний контракт визначає, що забезпечує зростання економіки, жорстку фіскальну політику і державні інвестиції або зростання підприємницької свободи і приватних інвестицій, одночасно із зростанням відповідальності. За допомогою соціального договору передбачається також вирішення проблеми довіри інвесторів.

На сьогоднішній день для того, щоб ініціювати процес розподілу соціальної відповідальності і збільшення свободи підприємництва, необхідно чітко визначити баланс між державним регулюванням і вільним підприємництвом, виробити механізм передачі таких повноважень, забезпечити необхідний рівень підготовки і професійної здатності бізнесу узяти на себе рішення соціальних проблем.

Практично відсутня інформація про приклади *соціальної відповідальності бізнесу (СВБ)* в ЗМІ, образ вітчизняного підприємця носить явно негативний характер. Нерозвинений так званий „соціальний аудит” - вивчення прикладів, аналіз документів, дослідження поведінки і сприйняття соціально відповідального бізнесу.

У соціально-політичних процесах сучасної України втілюється складна діалектика спільного і специфічного лише для України, традиційного і нового, загальнолюдського і національного досвіду. Відбувається хвороблива ломка сталих стереотипів мислення. Наслідок цього - стійка загальна

підозрілість, збереження негативного відношення до бізнесу, наявність всіляких забобонів відносно підприємців і їх ролі у суспільстві, що перешкоджають створенню умов для стійкого розвитку реального сектора. Соціальний статус сьогодишнього вітчизняного бізнесмена вельми нестійкий. Ігнорування цієї проблеми найближчим часом може призвести до непередбачуваних наслідків.

Для всіх секторів сучасної економічної системи зараз украй важливо сформулювати ідеологію цивілізованого бізнесу, оскільки суспільна стабільність в демократичній державі тримається саме на системі взаємної відповідальності бізнесу, владі та інститутів цивільного суспільства.

Відсутність комплексного вивчення і впровадження практики СВБ перешкоджає також входженню українського бізнесу в міжнародне ділове співтовариство. Це пояснюється неспівпаданням стандартів побудови і ведення бізнесу. Для сучасного західного бізнесу справедлива тенденція зростання уваги до питань соціальної відповідальності і корпоративної етики: ці аспекти діяльності давно стали невід'ємною частиною іміджу корпорації і успіху в конкурентній боротьбі. Думка, що фінансове благополуччя і етичні норми несумісні, категорично спростовується реальною практикою, яка довела, що „хороша етика означає хороший бізнес”. Інакше, негативна реакція з боку споживачів, партнерів, жителів „community” неминуче приводить до втрати репутації і, кінець кінцем, до значного зниження прибутковості компанії. У даний час проблема соціальної відповідальності і професійної етики у світовій бізнес-спільноті висувалася на перший план. Про це свідчать останні дослідження, проведені відомою PR-фірмою „Varsen”, яка опитала 1400 топ-менеджерів по всьому світу. Їм поставили наступне питання: якими характеристиками повинен володіти топ-менеджер для ефективної роботи? Результати дослідження показали, що на перших місцях опинилися такі якості як, „здатність викликати довіру”, „дотримання вищих етичних

норм”. Необхідно відзначити, що 5 років тому, коли такі ж питання були поставлені вищим керівникам, такі категорії як, довіра, дотримання вищих етичних норм, взагалі згадані не були. Тоді були згадані такі якості: турбота про клієнтів, приріст дивідендів акціонерів і ін. Ці питання залишилися і зараз, але вони перемістилися на п'яте - шосте місце. Пріоритетними виявилися: формування картини майбутнього, передбачення, формування менеджерської команди, а також вирішення соціальних проблем.

У соціологічному опитуванні, проведеному газетою Financial Times і PricewaterhouseCoopers в 2001-2010 рр. серед 750 вищих керівників європейських компаній, СББ був названий другою за значенням проблемою, з якою бізнес стикається відразу після кадрової проблеми.

Українські корпорації у зв'язку з перехідним періодом вітчизняної економіки опинилися в дуже складній ситуації. Ті принципи і підходи, а головне практика соціальної відповідальності, що існували у радянський період, були багато у чому відторгнуті через економічні і політичні причини. Нові підходи і нова ефективна практика у цій сфері ще лише формуються. Для українського бізнесу проблема соціальної відповідальності, в якомусь сенсі, важливіша, ніж для інших країн. Це пов'язано з тим, що Україна знаходиться у перехідному періоді, у ній своєрідно, незвично пройшли приватизація і первинне накопичення капіталу. Вони проходили в умовах кризи, розпаду СРСР, одночасно з формуванням держави і спробою його демократизації, коли не діяли ще закони ринкової економіки. Все це було пов'язано з певним зростанням корупції, криміналу. При цьому значна частина власності дісталася неефективним власникам, що привело до того, що у даний час приблизно 40% українських підприємств і організацій є збитковими. Саме тому вітчизняний бізнес розвинувся неадекватно фактичному стану справ, і придбав негативний імідж на заході і в Україні.



Необхідно відзначити, що в останній час намітився досить значний, видимий поворот до проблем нематеріальних активів, до проблем, що стосуються репутації компаній, до спроби зробити свій бізнес прозорішим, слідувати певним виробленим традиціям, правилам, у тому числі і прийнятим на Заході. Важливим етапом на цьому шляху стала розробка і прийняття корпоративного кодексу як країни в цілому, так і окремих бізнес-організацій.

Питання розвитку фондового ринку і затвердження норм корпоративної поведінки мають не лише економічну, але й соціальну значущість - від їх рішення багато у чому залежить якість життя громадян України. В Україні необхідно створити умови, які породжували б довіру інвесторів до вітчизняного фондового ринку, ступінь розвитку якого можна визначити як „незадовільну, таку, що знаходиться за межею байдужості, зважаючи на низький ступінь капіталізації вітчизняних компаній”.

1. *Серед основних проблем фондового ринку України є виведення активів, проведення незаконної консолідації, а також свавілля менеджменту, що порушує загальноприйняті у розвинених країнах права акціонерів, клієнтів і суспільства в цілому. Корпоративна поведінка - це не вузька проблема взаємин між менеджментом і акціонерами. Це питання великої психологічної і соціальної важливості. Затвердивши загальноприйняті норми корпоративної поведінки в практиці українського бізнесу, будуть створені умови для припливу інвестицій і формування надійного механізму накопичення національного багатства, яким і повинен стати фондовий ринок.*

2. *Безперечно, що будь-яка бізнес-організація створюється з метою виробництва товарів і послуг, що задовольняють потребам споживачів при максимізації їх ринкової вартості. При цьому будь-яка бізнес-організація прагне до забезпечення максимально можливої ринкової ефективності, яка дасть змогу виробляти якісну продукцію, виплачувати дивіденди акціонерам, заробітну плату робітником і службовцям і так далі.*

При цьому основна діяльність будь-якої функціонуючої бізнес-організації має яскраво виражену соціальну складову. Вона може бути або соціально відповідальною, або носити антисоціальний характер. Наприклад, коли не сплачуються податки до бюджету, не вилачуються дивіденди акціонерам або заробітна плата працівникам. При цьому, під впливом зовнішніх чинників, таких як державне регулювання економіки, тиск різних громадських організацій, у тому числі *некомерційних організацій (НКО)*, під зростаючою увагою до діяльності бізнес-організацій і тиском засобів масової інформації організації вимушені ставати усе більш інформаційно прозорими і соціально відповідальними. Зовнішні чинники змушують бізнес-організації „вийти з тіні” і не лише виконувати соціальні функції, передбачені чинним законодавством, але і проявляти постійно зростаючу соціальну активність.

***Під соціальною відповідальністю розуміється широке поняття, що передбачає добровільний обов'язок бізнес-організацій проводити таку політику, приймати такі рішення, слідувати таким напрямам діяльності, які бажані з точки зору цілей і цінностей суспільства.***

Вирішення проблеми соціальної відповідальності покликане запобігти можливі і зняти назріваючі протиріччя як у взаєминах бізнесу і суспільства, так і у взаєминах бізнесу і влади. А це, у свою чергу, веде до підвищення лояльності суспільства і до влади, і до бізнесу, зниження ролі державного регулювання, спільного поліпшення достатку суспільства і зростання темпів економічного розвитку країни.

Як вже було раніше зазначено, репутація у вітчизняних підприємців не досить добра, що підтверджується цілим рядом аналізованих досліджень. У той же час, населення чекає від бізнесу більшої турботи про соціальне оточення, але безсистемна добродійна діяльність корпорацій не підвищує

довіри до них. Уряд покидає соціальну сферу, значна маса населення випала з системи соціального захисту. Некомерційний сектор в Україні, хоча і за вельми несприятливих умов, продовжує формуватися і розвиватися, переймаючи на себе роботу держави і не отримуючи реальних податкових пільг, як це прийнято в західному суспільстві. Посилення соціальної активності чекають від бізнесу уряд і населення, громадська думка і преса. Положення ускладнюється в Україні тим, що відсутні чіткі і зрозумілі критерії оцінки корпоративної соціальної відповідальності, уявлення про те, які етичні принципи сучасного бізнесу і економічні вигоди соціально-відповідальної поведінки.

Очевидно, що вивчення досвіду, накопиченого іноземними корпораціями у цій області, буде дуже корисне. У той же час, просте перенесення і абсолютизація західних принципів і порівняння їх з українськими традиціями і нормами господарювання відрізняється поверхневим і неконструктивним характером. Західний досвід має бути творчо співвіднесений з українськими реаліями і досвідом вітчизняних компаній, який, хоча і не афішується, але вже є в достатній для аналізу кількості. Виникає необхідність вписати і впровадити західні економічні інститути абсолютно відмінні від західних історичні і культурні умови і оточення. Можна передбачити, що комплексне вивчення соціальної відповідальності бізнесу зможе полегшити цей складний процес-втілення.

У сучасних умовах актуальним є завдання вироблення цілісної системи поглядів на основі принципів ефективного підприємництва, які включали б проблеми корпоративної етики і соціальної відповідальності бізнесу, що могло б стати основою для гуманного і демократичного перетворення українського суспільства.

Західний і український досвід соціально-відповідального бізнесу. Західний досвід розглядається зокрема на прикладі США і Великобританії ХХ століття. Він відмічений структурними

зрушеннями в економіці, що радикально вплинули на виробничу, соціальну сфери, екологічну ситуацію в світі, морально-етичні ціннісні орієнтири бізнесу і усвідомлення бізнесом економічних перспектив соціально-активної поведінки. Український досвід соціально-відповідального бізнесу розглядається, головним чином, з урахуванням традицій українського меценатства, у період останніх двох десятиліть, що став важливим етапом становлення реальних ринкових стосунків в Україні, на прикладі крупних вітчизняних корпорацій.

Феномен соціальної відповідальності бізнесу вже давно привертає увагу економістів, соціологів, політологів, фахівців в області стратегічного і корпоративного управління, зв'язків з громадськістю, а також підприємців на Заході. Необхідно відзначити, що про важливість соціально-відповідальної поведінки заговорили самі бізнесмени. Доктрина капіталістичної добродійності, згідно якої прибуткові організації повинні жертвувати частину своїх коштів на благо суспільства, була розглянута сталеварним магнатом Ендрю Карнегі в роботі „Євангеліє процвітання”, опублікованою у 1900 р. Перші акції такого роду заклали основи підходу, який до цих пір є об'єктом спорів.

Концепції соціальної ролі бізнесу почали поступово змінюватися у 50-х рр. Частково це було обумовлено розвитком співпраці між бізнесом і урядом під час другої світової війни і у 50-і рр. „холодною війною”.

Саме у 50-х рр. з'явилася перша ґрунтовна праця з теми соціальної відповідальності. У книзі „Соціальна відповідальність бізнесмена” Ховард Боуен розглянув, як концепція соціальної відповідальності може бути поширена на бізнес, і як усвідомлення ширших соціальних цілей при ухваленні ділових рішень може приносити соціальні і економічні вигоди суспільству.

Слід зазначити, що і в західній літературі відсутня єдина думка про специфіку феномену соціальної відповідальності

бізнесу, її функціональні області, критерії оцінки і економічні вигоди. Проте на Заході постійно ведуться серйозні наукові і практичні розробки у цій області.

Крім того, хорошим джерелом інформації, що дозволяє оперативно відстежувати появу нових тенденцій в області, що цікавить, є спеціалізовані західні ЗМІ, а також видання, присвячені проблемам управління, які досить часто зачіпають тематику, пов'язану з корпоративною соціальною відповідальністю.

Процес відповідальності розвивається на внутрішньому (особистому) і зовнішньому (середовому) рівнях. Відповідальність виникає, коли відчуття, думки, дії людини не відповідають етичним або наказаним орієнтирам. Для того, щоб бути соціально відповідальною, організація повинна, при збільшенні прибутку, не порушувати законів і норм державного регулювання. Це мінімальний рівень стану відповідальності. Високий рівень соціальної відповідальності організації передбачає, що вона зобов'язана враховувати людські і соціальні аспекти дії своєї ділової активності на працівників, споживачів і місцеві общини, у яких відбувається її діяльність, а також вносити позитивний вклад у вирішення соціальних проблем в цілому.

Емпіричні дослідження свідчать, що в українській економіці спостерігається надлишкове (порівняно з розвиненими країнами) прагнення до концентрації власності, причому кількісні дані не завжди його сприймають. Інтерв'ю з керівниками підприємств показують, що великий власник корпорації, будь то менеджер підприємства або зовнішній акціонер, прагне сконцентрувати в своїх руках не лише контрольний пакет акцій, але і нарощує його до 70-80 і більше відсотків. При цьому формально власність може належати різним акціонерам, але контролюється у результаті однією фізичною або юридичною особою. Найбільш спільне пояснення подібному прагненню до концентрації - низький рівень

правозастосування в області захисту прав власності. Проте „вага” пакету контрольованих акцій є певною страховкою у разі судових розглядів. У такому контексті провідний власник хоче забезпечити себе від появи опозиції, яка могла б поставити під контроль блокуючий (25 %) пакет акцій.

Поєднання концентрації акціонерної власності, що посилюється при збереженні високої долі інсайдерів, побічно свідчить про те, що власність зосереджена у менеджерів за рахунок трудових колективів і частини зовнішніх інвесторів. Основна риса структури власності, що склалася - типова для переважної більшості корпорацій, – це поєднання функцій менеджера і власника в одній особі. Як правило, керівник підприємства (провідні менеджери) – великий або середній акціонер, тому стандартна проблема теорії корпоративного управління – взаємини менеджерів і власників – модифікується. Йдеться про взаємини власників, один з яких при цьому володіє значними перевагами, витікаючими з його положення в системі управління, а не з його майнових прав. Тим самим відносно збільшуються витрати по контролю інших власників за менеджерами, а вони можуть зменшити витрати по своєму захисту.

### **Питання для самоконтролю:**

1. Як визначається вартість капіталу і вартість активів з урахуванням фактора часу?
2. Як визначається теперішня (теоретична) ціна акцій та облігацій?
3. Сутність сучасних теорій інвестування Г. Марковиця, У. Шарпа, Дж. Тобіна.
4. Що характеризують коефіцієнти  $\alpha$  і  $\beta$ ?
5. Як визначається необхідна ставка доходу цінних паперів за моделлю CAPM?
6. Що показує лінія ринку капіталу?
7. Чим відрізняється „арбітражна модель”(АРМ) оцінки капітальних активів від моделі CAPM?

8. Як застосовуються показники середньозваженої вартості капіталу і граничної вартості капіталу?
9. Які види вартості активів можна визначити у процесі їх оцінки?
10. Як визначається вартість фірми за методами дохідності та ринкового підходу?
11. Які форми фінансової звітності зобов'язані складати АТ?
12. Які показники у формах фінансової звітності заповнює виключно АТ і які з них не стосуються підприємств інших організаційно-правових форм?
13. Зміст щорічного звіту, який ПАТ зобов'язані подавати в ДКЦПФР.
14. Що таке консолідована фінансова звітність і для чого її складають?
15. Які основні фінансові коефіцієнти використовують для загальної оцінки фінансового становища АТ?
16. Коефіцієнти ринкової активності. Як їх визначити?
17. Як визначити інтегральні показники фінансового становища корпорації. У чому їх цінність?
18. Що таке бенчмаркінг?
19. Які проблеми виникають у фінансових аналітиків при використанні даних фінансової звітності?
20. Функції акцій за умов розвиненого фондового ринку.
21. Основні ознаки класифікації акцій.
22. Роль корпоративних облігацій у діяльності АТ.
23. Які цінні папери крім акцій і облігацій можуть використовувати корпорації у своїй діяльності?
24. Особливості емісії і розміщення акцій на первинному ринку.
25. Для чого АТ можуть викупати власні акції?
26. Що таке рефінансування облігацій?
27. Сутність роботи фінансових посередників в Україні і за кордоном.
28. Способи управління рухом акцій в корпораціях.

## **Терміни і поняття:**

- 1. Ціною капіталу є сума, яку необхідно сплатити за використання фінансових ресурсів, виражену у відсотках до об'єму цих ресурсів.*
- 2. Під незалежним реєстратором розуміється юридична особа, яка на підставі відповідних договорів веде реєстр акціонерів АТ (є утримувачем реєстру).*
- 3. Під зняттям реєстру мається на увазі фіксація повної інформації, що міститься у реєстрі, у вигляді списку акціонерів (електронного або паперового), що містить повну інформацію про кожного акціонера, про кількість акцій, що належать йому.*
- 4. Депозитарна діяльність – надання послуг із зберігання цінних паперів і / або обліку прав на ці цінні папери. Депозитарій враховує коштовні папери на рахунках депо.*
- 5. Номінальний утримувач акцій – особа, яка тримає акції від свого імені за дорученням іншої особи (власника акцій або іншого номінального тримача), не будучи власником цих акцій.*
- 6. Акція (від лат. actio – розпорядження, претензія) – безстроковий документ, що підтверджує право власника на частину спільного капіталу АТ.*
- 7. Документарна форма акції як цінного паперу – це паперовий бланк з визначеними реквізитами. На кілька акцій акціонеру може видаватися сертифікат.*
- 8. Бездокументарна форма акції – це здійснений зберігачем обліковий запис, який є підтвердженням права власності на акцію.*



*9. Облігація – це цінний папір, що засвідчує право її покупця на отримання від особи, яка випустила облігацію, її номінальної вартості і відсотків від неї у визначений термін.*

*10. Корпоративна облігація – це зобов'язання АТ перед власниками облігацій щодо виплати певного доходу і погашення їх номінальної вартості через певний період.*

*11. Облігації без забезпечення (незабезпечені облігації) є цінними паперами, що засвідчують лише загальне зобов'язання платежу.*

*12. Відкличними називаються облігації, за якими у емітента залишається право повернути борг раніше дати платежу.*

*13. Єврооблігації – це облігації іноземних емітентів, номіновані у валюті країни розміщення і призначені для розповсюдження серед міжнародних інвесторів; їх можуть купувати інвестори практично кожної країни і передбачати різні умови для задоволення своїх потреб.*

*14. Складське свідоцтво (СС) – це товаронаповнений цінний папір, що видається зберігачем (товарним складом) на підтвердження прийняття товарів на зберігання.*

*15. Опціон – це стандартизований контракт, який дає право його власникові на придбання (опціон на купівлю – call) чи на продаж (опціон на продаж – put) у визначений термін зазначену в опціоні кількість базового активу за зафіксованою при укладенні угоди ціною (ціна виконання).*

*16. Емісія (первинна та додаткова) і розміщення цінних паперів на первинному ринку – основна операція, що забезпечує корпорацію джерелами фінансування.*

*17. Рефінансування облігацій – це достроковий викуп випущених облігацій із заміною їх на облігації нового випуску з нижчою процентною ставкою.*

*18. Фінансовий ринок - це ринок, де об'єктом купівлі-продажу виступають всілякі фінансові інструменти і фінансові послуги і що складається з наступних важливих сегментів-ринків: валютного, цінних паперів, ф'ючерсного і опціонів.*

*19. Фінансовий посередник (financial intermediary) організація, яка діє на фінансовому ринку, пов'язуючи кредиторів з позичальниками або заощадників з інвесторами.*

## ТЕМА 6. КОРПОРАТИВНА КУЛЬТУРА ТА РЕЙТИНГУВАННЯ КОРПОРАЦІЙ

---

### 6.1 ФОРМИ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЮ. КОРПОРАТИВНИЙ АУДИТ

---

Корпоративне управління міцно пов'язане з **корпоративним контролем**, і є його інструментом. Управління в акціонерному товаристві, як і у будь-якому господарському товаристві з суспільно-організаційною структурою представляє собою механізм або систему взаємодії учасників та способи, за допомогою яких вони представляють свої інтереси.

Корпоративне управління, як і контроль, виявляються у трьох найважливіших напрямках (формах):

- 1) управління власністю або пакетами акцій (долями участі у статутному капіталі);
- 2) управління виробничо-господарською діяльністю, включаючи інвестиційну, технологічну, кадрову, збутову;
- 3) управління фінансовими потоками.

Таким чином, **управління** - це набір певних механізмів дії, а **контролем** є переважний вплив на комерційну організацію, що визначає умови ведення нею підприємницької діяльності.

Корпоративний контроль умовно можна розділити на акціонерний, управлінський і фінансовий, кожен з яких може бути реалізований юридичними і фізичними особами.

*Акціонерним контролем є можливість приймати або відхиляти акціонерами, що мають необхідну кількість голосів, ті або інші рішення. Є первинною формою контролю і відображає інтереси акціонерів товариства.*

Здійснення корпоративного контролю - у першу чергу акціонерного - дозволяє без участі кредитних організацій зробити процес інвестування максимально прямим. Проте розвиток прямих форм інвестування ускладнює індивідуальний інвестиційний вибір, примушує потенційного інвестора шукати кваліфікованих консультантів, додаткову інформацію. Саме тому історія корпорації постійно пов'язана, з одного боку, з максимальною демократизацією форм інвестування, а з іншого - із зростанням числа фінансових посередників в особі фінансових інститутів.

*Управлінський контроль представляє собою можливість фізичних і (або) юридичних осіб забезпечувати управління господарською діяльністю підприємства, приймати управлінські рішення і структури. Вона є похідною формою від акціонерного контролю.*

*Фінансовий контроль - можливість впливати на рішення акціонерного товариства шляхом використання фінансових інструментів і спеціальних засобів.*

Так, первинна функція кредитно-фінансових інститутів полягає в кредитуванні корпорації. На підставі кредитних стосунків формується фінансовий контроль. Через це фінансовий контроль як би протистоїть акціонерному, оскільки формується у процесі вибору між власними і зовнішніми джерелами фінансування акціонерного товариства. Залежність акціонерного товариства від зовнішніх джерел фінансування, а також розширення таких джерел підвищують значення фінансового контролю.

Розвиток кредитно-фінансових інститутів і організацій і розширення їх ролі у фінансуванні суб'єктів підприємницької діяльності ведуть до відносин стосунків контролю. Останні стають усе більш складними, розподіляючись за різними

рівнями. В економіці формується ситуація загальної залежності і відповідальності корпорації перед акціонерами, перед власниками заощаджень, перед корпорацією. Акціонерами можуть бути великі фінансово-кредитні організації.

Особливо „демократизації” корпоративного контролю сприяє розвиток систем пенсійних і страхових заощаджень у товаристві. Приватні недержавні пенсійні фонди, формуючись на основі великого акціонерного товариства, акумулюють значні довгострокові фінансові ресурси, які можуть вкладатися в акціонерний капітал корпорацій. З економічної точки зору пенсійні фонди належать своїм вкладникам. Ці фонди у змозі акумулювати значні грошові кошти і таким чином сприяти розвитку акціонерного контролю. Послуги з професійного управління активами пенсійних фондів зазвичай надають фінансові інститути.

Акціонери як інвестори, що вклали в корпорацію частину своїх коштів, прагнуть здійснювати нагляд за її управлінням. Але через відсутність можливостей кожного з них приділяти нагляду багато часу і зусиль, діяльність компанії може вийти з-під їх контролю, що обумовлює актуальність проблеми контролю. Світова практика показує, що для вирішення цієї проблеми можуть використовуватися механізми зовнішнього і внутрішнього контролю.

*Механізм зовнішнього контролю* зазвичай включає відповідне законодавство або фондові ринки. В Україні у даний час йде процес формування відповідного законодавства, але доки не будуть створені інфраструктура обов’язкового виконання законодавства, органи контролю над діяльністю корпорацій, виконавські органи і т. д., важко покладатися на нову законодавчу базу як на гаранта ефективного управління.

В основі механізму зовнішнього контролю лежать особливості взаємин різних груп інвесторів усередині корпорації. Ці особливості визначаються, перш за все, тим, що тримачі великих пакетів акцій не можуть без зусиль визволитися

від них, принаймні, це для них може означати значні втрати, оскільки в рамках ринкової економіки продаж великого пакету акцій супроводиться падінням їх курсової вартості. У зв'язку з цим великі акціонери набагато сильніше зацікавлені в ефективній діяльності корпорації. Малі ж інвестори можуть вибрати між продажем акцій і участю в системах внутрішнього контролю корпорації шляхом голосування на спільних зборах акціонерів. У той же час небезпека масованого продажу акцій акціонерами є серйозним механізмом контролю над менеджерами, оскільки це значно підвищує витрати на мобілізацію нового капіталу.

Таким чином, природним механізмом контролю ефективності тієї або іншої корпорації може бути фондовий ринок, який шляхом злиття, поглинання, захвату і викупу акцій компаній дозволяє інвесторам фактично узяти під свій контроль активи корпорацій, здатних приносити набагато більший прибуток за умови зміни управлінського складу. Здатність ринку здійснювати функції контролю пов'язана багато в чому з існуванням суворих законодавчих норм, які зобов'язали корпорації публікувати відомості про своє фінансове положення, що є джерелом вичерпної фінансової інформації, яка сприяє проведенню цілеспрямованого моніторингу і оцінки діяльності корпорацій. На жаль, фондовий ринок в Україні доки не досяг достатньої для цього глибини і ефективності, особливо в умовах нестабільності економічного стану країни.

Відсутність сильного зовнішнього контролю повинна компенсуватися механізмом внутрішнього контролю, основою якого є Рада директорів корпорації. У той же час складності з оцінкою діяльності Ради директорів полягають у тому, що ефективність його роботи сильно залежить від того, кому належать права власності.

Це завдання полегшується у випадку, якщо акціонерами корпорації є банки, які самі можуть здійснювати функції контролю і нагляду незалежно від Ради, поступово набуваючи

необхідного досвіду і компетентність у моніторингу та оцінці діяльності компаній.

При будь-якій системі управління головний обов'язок Ради директорів корпорації – забезпечення підзвітності менеджменту, а головний засіб реалізації цього обов'язку – контроль і оцінка роботи менеджменту. У країнах із сталими ринковими стосунками для цього зазвичай встановлюються точні і чітко сформульовані процедури оцінки діяльності управлінців. Ці процедури не фіксуються законодавчо і не є універсальними, а застосовуються самими компаніями і варіюються залежно від конкретних умов і потреб.

В Україні спостерігаються наступні *моделі корпоративного контролю*:

- модель приватного підприємства, де основний власник – його директор;
- модель колективної менеджерської власності, де контрольний пакет акцій сконцентрований у „директорській команді” – групі вищих менеджерів підприємства, звичайно 4–6 чоловік;
- модель з концентрованим володінням, де зовнішній власник розпоряджається контрольним пакетом акцій, а менеджери – найманий персонал або власники невеликих пакетів акцій (5–10 %);
- модель з розпорошеним володінням, де контроль фактично належить менеджменту підприємства, що володіє незначним пакетом акцій.

### **Модель І – приватне підприємство.**

На базі приватизованого підприємства виникає приватний бізнес, у якому поєднані функції власності і управління. Найбільший власник – директор, при цьому дрібними акціонерами можуть бути інші менеджери, рядові працівники, органи влади, з якими досягається баланс інтересів. Після приватизації модель могла сформуватися на невеликих і середніх підприємствах в сприятливих секторах, орієнтованих

перш за все на споживчий ринок або вузькі ефективні сегменти інших ринків. Подібні підприємства тяжіють до малого і середнього бізнесу по особливостям управління і функціонування.

Для моделі характерна наявність зв'язків власника, що склалися, - вихідця з колишнього керівництва підприємства. Ці зв'язки, до речі, допомагають поступово сконцентрувати власність в одних руках. Як правило, органи влади регулюють діяльність на місцевих ринках, але у внутрішні справи підприємств не втручаються, а інколи готові надати певну підтримку.

Стосунки з трудовим колективом зберігають патерналістські риси дореформених часів, на що впливають сприятливі ринкові умови. Виявляється турбота про забезпеченість колективу роботою і відповідному рівні зарплати, надаються соціальні пільги. Розплачуючись таким чином за зміцнення контролю, власник одночасно підстраховує власну позицію потужною підтримкою трудового колективу.

Переваги даної моделі – поява власника, зацікавленого в ефективній роботі підприємства, орієнтація управління на фінансово-економічні результати, гнучкість і прудкість реакції на зміну умов. Підприємство закрите від посягань інших інвесторів і вірогідне перетворення на родинний бізнес, де власник і його спадкоємці братимуть участь в управлінні.

У короткостроковій перспективі недоліки даної моделі і можливі загрози бізнесу пов'язані з формуванням авторитарного стилю управління (такий стиль часто корелює із здатністю керівника поставити під свій контроль підприємство), а також з опортуністичною поведінкою менеджменту вищої і середньої ланки, штат якої, втім, невеликий і жорстко контролюється власником. Він закриває доступ до контролю дрібним акціонерам і проникненню нових інвесторів. Зруйнувати дану модель можуть банкрутство або кримінальний контроль, тому підприємства зазвичай дотримуються платоспроможної і



формальної податкової дисципліни, обмежують використання кредитних ресурсів.

У довгостроковій перспективі посилюються ризики не досить гарної якості управління. Закритість від зовнішніх інвесторів і джерел фінансування очевидно обмежує можливості розвитку. Якщо вони будуть здолані внутрішнім фінансуванням, то зростання бізнесу створить нові ризики невідповідності стилю і технологій управління і характеру стосунків з персоналом масштабам бізнесу.

Дана модель внутрішньо стійка. Статус відкритого товариства для таких підприємств залишається формальним, структура контролю більш схожа із ПрАТ або ТОВ, ПП. Перерозподіл акціонерного капіталу практично неможливий, якщо не стане рішенням власника або результатом форс мажорних обставин.

### **Модель II – колективна власність менеджерів.**

Дана модель умовно може бути названа „кооперативом менеджерів”, в якому також поєднані функції власності і управління. Як правило, ніхто з провідних акціонерів не володіє блокуючим пакетом, але частка директора перевищує частку кожного з членів команди і наближається до блокуючої. Така модель сформувалася на підприємствах різного розміру: вона часто зустрічається на невеликих та середніх, але також і на великих підприємствах. Що стосується галузей, то це можуть бути як благополучні, так і неблагополучні сектори (у цьому випадку йдеться про відносно невеликі підприємства). Подібна модель контролю істотно частіше поширена на підприємствах з домінуванням інсайдерів, ніж модель I.

Переваги і ризики, а також характер взаємин власників з органами влади і рядовими працівниками диференційовані під впливом чинників розміру і секторальної належності. Невеликі підприємства можуть розраховувати на спільні пільги, які регіональна і муніципальна влада часто надають всім виробникам. Підприємства досить великі, як правило, мають

можливості для прямого доступу до їх підтримки; також взаємодіють з ними з питань передачі соціальних об'єктів, реструктуризації заборгованості бюджетам.

За інших рівних умов виявляються переваги, пов'язані із зацікавленістю вищого менеджменту в ефективному функціонуванні підприємств і зниженні тим самим вірогідності опортуністичної поведінки. Проте виникають очевидні ризики командної структури контролю, які криються у можливості порушення коаліції інтересів.

У короткостроковому періоді є ризики конфлікту усередині команди власників-менеджерів аж до розколу, але вірогідність цього невелика. Як правило, непотрібного опозиціонера-менеджера звільняють, а його роль як акціонера нейтралізується силами останньої команди. У той же час додаються ще дві групи ризиків:

- 1) бар'єри для заміни менеджера-власника при незадовільній якості його роботи. Поряд з моральними проблемами закритість системи управління підтримується високою вірогідністю опозиції і конфлікту власників у разі перестановок в менеджменті;

- 2) труднощі формування єдиної управлінської команди шляхом поєднання власників і невласників підприємства.

Друга група ризиків очевидно зростає у довгостроковій перспективі, коли станеться природна зміна менеджерів. Відкладений конфлікт власників - істотна риса даної моделі. Не виключено, що інтереси власників з числа колишніх працівників будуть у протиріччі з інтересами працюючих менеджерів. Відповідно поновиться процес перерозподілу власності, і у перспективі може скластися інша модель корпоративного контролю. У цьому контексті форма закритого АТ забезпечує стійкість даної моделі. Для відкритих товариств можлива загроза появи нових власників і конфліктів, причому при благополучному положенні підприємства ці ризики вищі. У ПАТ не виключено відновлення хворобливого і витратного

процесу концентрації власності менеджерами або зовнішніми власниками у збиток самому бізнесу.

На сьогодні процес формування подібної моделі не завжди завершений на підприємствах менш благополучних секторів або відносно великих розмірів; при цьому на невеликих підприємствах є ознаки можливого переходу у форму приватного підприємства. Відзначимо, що при формально рівних правах власності у багатьох випадках генеральний директор має істотні переваги контролю над підприємством у порівнянні з останніми членами команди (ці переваги часто пов'язані з тим, що він підтримує всілякі зовнішні контакти підприємства), хоча не може не враховувати позиції інших акціонерів.

### **Модель III – корпоративний контроль з концентрованим володінням.**

Подібний тип контролю зустрічається в українській промисловості у благосприятливих секторах, причому на підприємствах різних розмірів. Він, безумовно, менш поширений, ніж колективна власність менеджерів. Переваги і недоліки моделі очевидно, залежать від мотивацій зовнішнього власника, контролюючого підприємство. Така структура корпоративного контролю характерна для багатьох розвинених країн.

Основні ризики моделі пов'язані з опортуністичною поведінкою менеджменту підприємства. У „старого” менеджменту витрати по ухилянню від контролю власника нижчі, ніж у новій управлінській команді, внаслідок інформаційних і мережевих переваг, тому він може діяти в своїх інтересах. Стимул-реакцією до подібної поведінки служить невпевненість вищих менеджерів у міцності свого положення на відміну від розглянутих вище моделей. Ці ризики знижуються шляхом заміни менеджменту. У той же час у короткостроковій перспективі заміна може спричинити додаткові ризики некомпетентного управління. Представники приватного бізнесу або банківських структур не завжди володіють достатнім досвідом і знаннями для роботи у виробництві. Прихід нового

керівництва, що представляє зовнішнього власника, багатий на мережеві витрати, оскільки ускладнюються контакти з владними структурами і партнерами. Також необхідно здолати недовіру рядових працівників, а навички формування стосунків з трудовим колективом відсутні. Недаремно зовнішні власники при зміні директора часто делегують на його пост представника колишнього керівництва. Поступово новий менеджмент набуває досвід, зв'язки і репутацію, але при цьому можливості його опортуністичної поведінки зростають.

Обмежується опортунізм менеджерів і іншими внутрішніми механізмами корпоративного управління: переважанням представників власника у раді директорів, надлишковим контролем оперативної діяльності адміністрації.

Інша група загроз пов'язана із залежністю підприємства від інтересів власника. Відповідно для інституційних інвесторів характерний недолік контролю за діяльністю АТ. Інтегровані структури використовують контроль над підприємством для підпорядкування його завданням розвитку свого бізнесу аж до задушення небажаних конкурентів або виведення фінансових потоків підприємства. Не виключено подібне і для іноземного інвестора, і для українського приватного бізнесу. У той же час останній (підприємець або фірма, за якою зазвичай стоять фізичні особи) часто демонструє ризик невідповідності своїх управлінських і фінансових можливостей з масштабами діяльності приватизованого підприємства, орієнтацію на короткострокові результати.

Основні переваги моделі III – поява можливостей для розвитку підприємства. Зовнішні власники вносять нові технології і навички управління (перш за все в області фінансів і маркетингу), підприємницьку ініціативу, залучають додаткові джерела фінансування. Підкреслимо, що йдеться про фінансові кошти, що надаються контрольованим цими власниками структурами. Закритість від інших інвесторів зберігається. Інтегровані структури так само сприяють зниженню

трансакційних витрат, підтримують стійкість постачання і збуту. Орієнтація на економічну ефективність у визначенні напрямів діяльності властива банківським структурам, приватному українському й іноземному бізнесу. Вже у короткостроковому періоді це приносить свої результати, а у довгостроковому – створює базу для зміцнення і розвитку виробництва.

Звичайна недовіра трудового колективу до нових власників висока, для його подолання доводиться йти на додаткові витрати, враховуючи інтереси колективу (наприклад, включати його представників у раду директорів). Ряд дослідників трудових стосунків відзначали, що на великих підприємствах зовнішні інвестори – іноземці або банківські структури – щоб уникнути соціальних конфліктів, свого протистояння з органами влади, уникають масштабних скорочень, надають соціальну підтримку персоналу при звільненні.

У стосунках з владними структурами власники вимушені шукати ґрунт для коаліції, відповідно, – інвестувати у стосунки, у тому числі, за рахунок свого іншого бізнесу (відомо, що банки кредитують регіональні адміністрації, а на їх прохання – й інші промислові підприємства регіону; іноземні інвестори, зазвичай, стають великими платниками податків і не відводять у тінь фінансові потоки; приватний бізнес відгукується на добродійні і політичні ініціативи адміністрації і т. п.). У той же час достатньо сильні інвестори мають у своєму розпорядженні можливості шантажу, загрожуючи перемиканням фінансових потоків і податкових вступів в інші регіони, припиненням інвестицій, відходом з бізнесу. Такі погрози реалізуються, якщо витрати на підтримку коаліції розцінюються як непомірні.

Шляхи формування даної моделі різні: і відразу ж при приватизації, і в ході вторинного перерозподілу власності. Останніми роками часто використовуються процедури банкрутства. Модель внутрішньо стійка, її зміна може статися у ході реорганізації АТ на користь зовнішнього власника.

#### **Модель IV – корпоративний контроль з розпорошеним володінням.**

У загальному вигляді дана модель характеризується тим, що менеджер (команда менеджерів) зазвичай є власником пакету акцій середнього розміру, менш блокуючого. При цьому останні акції частково розпорошені серед найдрібніших акціонерів – інсайдерів і сторонніх осіб, частково знаходяться у вигляді невеликих пакетів державних органів, інституційних інвесторів, інших власників. Розпорошена модель складається на великих підприємствах, що знаходяться у несприятливих секторах економіки, до того ж обтяжених істотними соціальними зобов'язаннями. Вони часто залежні від держзамовлення, працюють у вузьких секторах ринку, зазвичай мають значну заборгованість кредиторам і працівникам, широко використовують бартер й інші негрошові розрахунки. На перший погляд, подібна модель також схожа із спостережуваним в західних країнах типом корпоративного управління, де його ефективність підтримується рядом зовнішніх і внутрішніх механізмів, перш за все розвиненим фондовим ринком, прозорим ринком корпоративного контролю. В українських умовах говорити про наявність таких ринків передчасно.

Доцільно виділити два різновиди моделі: однополюсну і багатопольосну. У першому випадку є один вагомий інвестор – менеджмент підприємства, а останні акції розпорошені в основному між членами трудового колективу, сторонніми особами. У другому випадку є декілька інвесторів (неафілійованих між собою), які можуть контролювати приблизно рівні за розмірами пакети акцій, зазвичай один з них, причому не найбільший, – це керівництво підприємства. Багатопольосний різновид найбільш типовий для дуже великих підприємств, тоді як однополюсна може зустрічатися і на підприємствах менших розмірів.

Витрати звернення до опортуністичної поведінки для менеджерів при такій моделі найменші, причому внутрішні механізми корпоративного контролю (опозицію, раду директорів) вони зазвичай використовують у своїх інтересах. Основні її риси – поєднання безконтрольності менеджменту, його невпевненості у майбутньому і неможливості (або небажання) збільшити свою присутність у власності. Керівництво підприємства не зацікавлене у концентрації значного пакету, оскільки якщо і має у своєму розпорядженні кошти для придбання власності, то потім не зможе провести необхідну реструктуризацію та масштабні інвестиції власними силами. Кошти, виведені ним або власниками з підприємства, знаходять ефективніше застосування в інших сферах. Тому чекати переходу даної моделі у форму колективної власності менеджерів маловірогідно.

Діяльність менеджменту обмежена стосунками з трудовим колективом і органами влади, перш за все регіональними адміністраціями. Великі підприємства – об'єкт їх пильної уваги через потенційну соціальну небезпеку. Менеджери прагнуть зменшити ризик соціальних конфліктів і в той же час шантажують ними владні структури. Звичайна практика – відкрите і приховане перехресне субсидювання, коли регіональні адміністрації надають підтримку підприємствам, а ті у свою чергу зберігають персонал і об'єкти соціальної сфери, частково направляючи кошти на розвиток виробництва.

В однополосній моделі менеджмент більшою мірою безконтрольний, причому чим більш несприятливе положення і перспективи підприємства, тим більше захищені позиції його адміністрації. При появі сприятливих перспектив менеджмент змушений більше інвестувати в стосунки з трудовим колективом, з тим щоб використовувати його як бар'єр для появи зовнішніх власників.

Багатополосна модель збільшує ризики втрати керівництвом свого статусу в результаті погодженого вирішення зовнішніх

акціонерів. З одного боку, це підштовхує менеджмент до встановлення коаліції з іншими власниками, до обліку їх інтересів і прав. Цьому може сприяти сильне переважання аутсайдерської власності, неможливість тим самим заручитися підтримкою дрібних акціонерів з числа інсайдерів. Вірогідна загроза зацікавлює керівництво підприємства у зміцненні стосунків з органами влади. Наявність цих стосунків дозволяє йому сформуванню вигідніших для себе умов довгострокової коаліції з власниками. З іншого боку, в короткостроковій перспективі посилюються стимул-реакції до виведення активів, схильність менеджменту до змови з частиною акціонерів з тим, щоб спільно реалізувати можливості контролю фінансових потоків у збиток останнім власникам. Характерна для українських підприємств непрозорість фінансових потоків, що дає менеджменту додаткові можливості для маніпулювання активами, стимулює акціонерів до участі в цьому процесі, коли іншими можливостями для реалізації прав власності вони не володіють. Багатополісний різновид моделі також супроводиться відносно більшою незалежністю менеджменту від інших власників під час кризового становища підприємства. Поліпшення його положення стимулює зовнішніх акціонерів до збільшення інвестицій у корпоративний контроль.

У довгостроковій перспективі вірогідність формування моделі з концентрованим володінням також невелика, якщо поєднання умов, що склалося у промисловості, кардинально не зміниться. Для трансформації моделі необхідно, щоб витрати зовнішнього інвестора на отримання прав власності (включаючи право доступу до неї і обов'язкові у цьому випадку витрати на реструктуризацію і оновлення підприємства) були менші, ніж результати його діяльності у подальшому. Очевидно, що у цьому випадку мова піде про потенційно привабливий бізнес, втраті контролю над яким чинитиме опір адміністрація підприємства. Її протидія, швидше за все, буде підтримана таким, що загрожує неминучим змінам трудових колективів.



Об'єктивно інтереси забезпечення соціальної стабільності і відповідна практична політика органів влади, зобов'язання перед трудовими колективами відлякують зовнішніх інвесторів від перспективного за умови його реструктуризації і великих інвестицій бізнесу. У цьому сенсі союзниками менеджменту залишаються органи влади: ті та інші сьогодні орієнтовані на досягнення короткострокових цілей.

В українській промисловості та АПК на підприємствах різних галузей і розмірів складаються різні моделі корпоративного контролю. Поряд з об'єктивними характеристиками галузевої належності і розмірами підприємства на становлення моделі за інших рівних умов впливають якість управління і персональні характеристики вищих менеджерів, інтереси інших впливових осіб (регіональних і місцевих адміністрацій, великих трудових колективів).

Названі моделі не вичерпують всього різноманіття форм корпоративного контролю. Процеси концентрації власності і контролю на багатьох корпораціях ще не завершені, стосовно них слід говорити про перехідну, тимчасову достатність. Також поза сферою аналізу свідомо залишилися підприємства, на яких держава володіє контрольним або домінуючим пакетом акцій.

Стосовно першим трьом розглянутим моделям значною мірою справедливе твердження про кореляцію структури корпоративного контролю і структури акціонерної власності, якщо брати до уваги і наявність власності в афілійованих до менеджменту осіб, і неминуче незначне представництво в органах управління компанією дрібних і найдрібніших акціонерів. Для моделі з розпорошеним володінням характерне істотне розузгодження структур власності і контролю, що обумовлене неефективною дією механізмів корпоративного управління. Механізми самозахисту менеджменту, які підтримують його статус власника, дозволяють з успіхом реалізувати опортуністичну поведінку. Кризовий стан української промисловості і інституційні умови, що склалися, сприяли

зміцненню контролю менеджменту на більшості підприємств промисловості. Багато у чому дія механізмів корпоративного управління була зумовлена характером структур власності, що склалися у ході масової приватизації.

У розглянутих моделях корпоративного контролю є спільні риси, що гальмують реструктуризацію підприємств: всі вони орієнтовані на закритість бізнесу від появи нових інвесторів і на непрозорі стосунки власності, хоча найбільшою мірою це відноситься до інсайдерських моделей. Двом першим моделям властиво відсторонення коштів підприємства на його викуп на користь менеджерів, а моделі IV – виведення коштів в інші види бізнесу або вжиток. Саме модель контролю з розпорощеним володінням найбільшою мірою сприяє опортуністичній поведінці менеджменту і „безвідповідальності” власників. У її рамках банкрутству великих підприємств протидіятимуть менеджмент і органи влади, та і кредитори також не дуже у ньому зацікавлені. Поставити під контроль подібне підприємство через процедуру банкрутства скрутно, воно як і раніше знаходитиметься під сильним впливом інших дійових осіб.

Нестабільна на перший погляд рівновага фіксується і перешкоджає реструктуризації тих підприємств, які її перш за все потребують. Оскільки для зовнішніх власників витрати доступу до власності вище, ніж для інсайдерів, то модель розпорощеного володіння отримує додаткові стимули до консервації навіть у разі виробництва, що має перспективи. Це обертається ризиками руйнування бізнесу, хоча влада намагається підтримати його субсидіями й іншими засобами. У ситуації, що склалася, необхідне втручання держави для стимулювання процесів концентрації власності на великих підприємствах. Зокрема, потрібні спеціальні заходи зі зниження витрат придбання акціонерного капіталу потенційними власниками.

У сучасній концепції основна мета бізнесу полягає у збільшенні багатства власника. Ця мета в даний час однаковою мірою сприймається як власником, який є номером один у бізнесі, так і менеджментом, який з неминучістю погоджується, оскільки інакше його просто замінять. Але власник нерідко не може керувати всім „своїм господарством”, хоча б тому, що воно у нього може бути дуже великим або диверсифікованим, і відразу за всім устежити не вдається. Оскільки мета у власника і менеджменту єдина, власник повинен довіряти менеджменту, тобто система управління підприємством повинна будуватися на довірі. Проте добре відома істина, що система довіри будується на системі перевірки. Ще раніше, за старих часів, люди говорили: „довіряй, але перевіряй”. Власник не може довіряти менеджменту безумовно. Така довіра має ризик втрати результативності бізнесу, коли менеджмент починає грати за своїми правилами, забуваючи, хто головний у бізнесі, хто допоможе власникові знайти „слабку ланку” в його бізнесі”?

Подібно до того, як потенційний інвестор або кредитор не довіряє формально представленим даним про підприємство і призначає йому аудит, замовляючи його у великої вісімки і сплачуючи великі гроші, власник, тобто інвестор, що вже відбувся, повинен теж мати можливість „аудіювати”. Але треба перевірити не лише зовнішні фінансові потоки, але, головним чином, економіку бізнесу, під якою розуміється складний комплекс, що включає поведінку підприємства на ринку, внутрішні процеси підприємства, рівень витрат і управління оборотними коштами і так далі. Аудиторські фірми зазвичай не володіють достатнім професійним потенціалом для цього. Можна було б замовити такий аудит консалтинговій фірмі, яка спеціалізується на фінансах. Але консалтингова фірма тільки перевірить і зробить свої висновки, а процес контролю результативності бізнесу повинен носити безперервний характер. Особливо у тому випадку, коли бізнес є

багатопрофільним і є холдингом, можливо навіть юридично не оформлений.

Тому існує необхідність інституту внутрішніх аудиторів, головне призначення якого полягатиме у забезпеченні прозорості економіки бізнесу для його власника.

***Під внутрішнім аудитом розуміється комплекс діагностичних процедур, направлених на виявлення з одного боку слабких сторін бізнесу, а з іншого - встановлення шляхів їх усунення.***

У цьому терміні обидва слова є однаковою мірою ключовими: „аудит” - оскільки необхідна глибока перевірка (ревізія) бізнесу, „внутрішній” – оскільки ревізія проводиться власними ресурсами власника, яким він довіряє. Основна увага приділяється спільним положенням про внутрішній аудит і систему технологій, які могли б стати інструментарієм аудитора.

Основні положення інституту внутрішніх аудиторів:

***Положення 1. Внутрішній аудит підприємства повинен носити комплексний характер.*** Перш за все, всю сферу аналізу діяльності менеджменту підприємства ми розіб'ємо на два модулі. *Перший модуль* включає поточний стан бізнес- процесів, на яких базується менеджмент підприємства. Внутрішній аудитор або команда аудиторів повинна проаналізувати стан процесів, як вони є, або, як прийнято в технології BPR (реінженіринг бізнес-процесів) скласти опис процесів „As is”. На підставі цього опису аудитор демонструє власникові слабкі сторони процесу управління підприємством.

*Другий модуль* включає комплекс процедур перевірки результативності бізнесу. Тут аудитор повинен продемонструвати власникові, наскільки ефективно працює менеджмент відповідно до бізнес-процесів. Іншими словами, наскільки вмілими і надійними є ті руки, в які власник передав свої гроші, матеріалізувавши їх у відповідних активах. Традиційно аналітики

бізнесу вміють аналізувати фінансові показники. Як правило, власника цікавлять саме фінансові результати. Зазвичай він хоче знати, скільки центів прибутку генерує йому одна гривня вкладених коштів. Цих показників явно недостатньо. Вони показують лише кінцевий результат, але не дають відповіді на законне питання, як же бізнес „дійшов до такого життя”. Представляється, що експертиза бізнесу повинна спочатку оцінити маркетингову компоненту бізнесу, досконалість його операційних і інноваційних процесів, здібність до зростання і вчення, а потім вже на виході оцінити і проаналізувати бізнес процеси. Лише така оцінка може вважатися посправжньому комплексною.

**Положення 2. Внутрішній аудит підприємства повинен носити конструктивний характер.** Якщо традиційний фінансовий аудит носить формальний і відособлений характер, то внутрішній аудит, на протилежність цьому, повинен переслідувати мету поліпшення діяльності підприємства. Важливо забезпечити конструктивність внутрішнього аудиту, яка є наслідком того, що внутрішній аудитор також є членом команди власника. І якщо менеджмент постійно грає на полі, приносячи власникові дохід, то група внутрішніх аудиторів спостерігає за цією грою, підказуючи власникові, коли і кого слід замінити в команді і, взагалі, як поліпшити гру. Висновки внутрішнього аудитора завжди повинні закінчуватися рекомендаціями, направленими на поліпшення результативності бізнесу.

**Положення 3. Внутрішній аудит підприємства повинен носити незалежний характер.** Якщо у попередньому положенні ми відзначили командність діяльності внутрішнього аудитора, то зараз необхідно обмежити міру реалізації цієї командності. Внутрішній аудитор має бути незалежний від менеджменту підприємства, лише у цьому випадку від його діяльності не буде ризика для власника. Інакше менеджмент і внутрішній аудит просто домовляться і результати експертизи не носимуть незалежний характер. Власника це явно не влаштує, оскільки більше всього він боїться бути обдуреним, і не лише у сенсі

крадіжки його грошей, але і в складнішому розумінні. Власник повинен більше всього боятися того, що бізнес втратить свою результативність, а власник втратить всі свої гроші, вкладені в бізнес. У цьому мислиться найбільша небезпека бізнесу і головне завдання внутрішнього аудиту полягає, якраз, у тому, щоб сигналізувати про таку небезпеку і спільними зусиллями не допустити її розвитку.

Методичний інструментарій внутрішнього аудиту повинен слідувати ієрархії цінностей власника. Головною метою власника є **збільшення власного багатства**. Даній меті найбільшою мірою відповідає *критерій доданої вартості*, EVA (Economic Value Added). Сутьність цього критерію дуже проста. Зіставимо вартість капіталу, використововуваного в бізнесі з віддачею (прибутковістю) від використання цього капіталу. Перше зазвичай називається *зваженою середньою вартістю капіталу*, позначається WACC (Weighted Average Cost of Capital) і розраховується за формулою:

$$WACC = w_1 \times c_1 + w_2 \times c_2 + \dots + w_n \times c_n, \quad (6.1)$$

де  $w$  позначає частку компоненти капіталу, а  $c$  - її вартість (інколи говорять, ціну), або прибутковість для інвестора.

Частка кожного компонента розраховується як відношення середньої величини компонента капіталу за рік до середньої величини сумарного капіталу за рік.

*Прибутковість використововуваного капіталу ROCE (Return on Capital Employed)* розраховується як відношення чистого прибутку на середнє за рік значення залученого в бізнес капіталу.

Якщо прибутковість використововуваного капіталу в XX-м році склала 24,5%, а у XY-му році вона вже оцінювалася на рівні 23,9%, то ситуація практично не змінилася. Добре це або погано, знає лише власник. Якщо його амбіції (у доброму раціональному сенсі) стають агресивнішими, то його це не влаштує.

Зі всією очевидністю можна стверджувати, що різниця (*ROCE - WACC*) має бути позитивною і як можна більшою.

Якщо цю різницю помножити на суму залученого в бізнес капіталу, то вийде показник, який і називається EVA, або доданою економічною вартістю капіталу:

$$EVA = (ROCE - WACC) \times CAPITAL \quad (6.2)$$

Саме цей показник у першу чергу повинен цікавити власника, як індикатор, що відображає збільшення його багатства. Якщо EVA з року в рік зростає, власник отримує задоволення через те, що його багатство примножується. Якщо темпи зростання EVA починають падати, то це повинно викликати занепокоєння у власника (легке або сильне, залежно від його характеру). Якщо ж EVA стала негативною, то треба терміново шукати шляхи виправлення ситуації.

Для того, щоб передбачати подібну ситуацію і не допустити її появи, необхідно провести глибок експертизу бізнесу. Краще всього це здійснити по сегментах. Вельми зручну сегментацію критеріїв діяльності пропонує збалансована система індикаторів діяльності BSC (*Balanced Scorecards*). Слід підкреслити, що BSC позиціюються як засіб управління бізнесом, головним чинником якого є стратегія його власників або топ-менеджменту. Прагнення забезпечити комплексність внутрішнього аудиту бізнесу заставляє звернутися до деякого системного засобу аналізу, яким і є BSC. Згідно формалізації BSC експертиза бізнесу проводиться по чотирьох сегментах:

- споживчий напрям, що включає комплекс ринкових показників;
- спрямування внутрішніх процесів підприємства;
- навчання і зростання;
- фінансові показники.

Основні напрями експертизи бізнесу по першому напрямку включають показники:

- задоволення клієнта;
- утримання клієнта;
- придбання нового клієнта;
- прибутковість клієнта;
- обсяг ринку і ринкову частку в цільовому сегменті.

У процесі експертизи другого напрямку аналізується ефективність наступних основних процесів бізнесу:

- інноваційний процес;
- розробка продукту;
- операційний процес;
- виготовлення;
- збут;
- післяпродажне обслуговування.

Перші два процеси визначають довгу хвилю створення і збільшення вартості бізнесу, тоді як останні утворюють коротку хвилю створення вартості фірми. Власник усвідомлює те, що в сучасних умовах вимагати від менеджменту лише бездоганного виконання своїх „лінійних” функцій мало. Менеджмент, не здібний до інновацій, гідний засудження так же, як і менеджмент, що здійснює поточні операційні помилки. На основі поточних даних внутрішній аудитор повинен виявити здібність менеджменту до інновацій. Зрозуміло, слід оцінити також ступінь операційної досконалості поточних операцій.

Основні аспекти третього розділу збалансованої системи показників - це:

- Люди
  - їх здібності;
  - вчення і навички;
  - мотивація;
- Інформаційні системи
  - здібності поставляти критичну інформацію;
  - робота в реальному часі;
- Організаційні процедури
  - взаємодія між учасниками процесу;



○ система ухвалення рішення.

Якщо попередні напрями не мають однозначного уявлення про показники, які могли б об'єктивно представити основні аспекти уваги, то у фінансовому блоці проблема якраз в іншому: вже дуже багато останнім часом з'явилося фінансових показників. Важливо не дуже захоплюватися розрахунком фінансових коефіцієнтів, а вибрати лише найбільш важливі й інформативні для аналізу. Представляється, що фінансовий напрям можна було б представити у вигляді наступних груп:

- динаміка доходу і його структура;
- рівні витрат і показники прибутковості;
- управління робочим капіталом і грошові потоки;
- використання активів і інвестиційна ефективність.

Якщо на підприємстві вже працює збалансована система показників, то внутрішній аудитор повинен перевірити правильність оцінки відповідних показників, зробити адекватну інтерпретацію і „доповісти” власникові про успіхи і промахи бізнесу. Інакше, внутрішній аудитор повинен розробити систему показників по кожному напрямку BSC і створити процедуру їх оцінки. Істотно підкреслити, що перш ніж приступити до формування показників він повинен скласти для себе чітке уявлення про основні переваги власника. Раціональніше всього запропонувати внутрішньому аудиторові самому розробити проект BSC і представити його власникові, а потім шляхом послідовних ітерацій спілкування з власником створити остаточну версію.

Як би ми не були упевнені у важливості збалансованої системи оцінки бізнесу, власника завжди більш за все цікавитимуть фінансові показники, оскільки вони найбільш близькі до основної його мети - збільшити власне багатство. Тому зупинимось детальніше на структурі і особливостях фінансового блоку. Внутрішній аудитор покаже власникові лише верхівку айсберга фінансових характеристик, сам же він повинен „занирнути” набагато глибше.

Перш за все треба „розібратися” з **витратами підприємства**: перевірити правильність розрахунку нормативів за прямими витратами і правильність розділення всіх інших (накладних) витрат на змінні і постійні. Потім необхідно перевірити принципи, покладені в основу локалізації постійних накладних витрат за видами продукції. Якщо на підприємстві існує ефективна система управлінського обліку, то така робота не повинна викликати великої проблеми. Інакше доведеться змусити фінансовий менеджмент підприємства попрацювати і зібрати необхідну для цього інформацію. Тут важливо не „переборщити” в деталізації, а максимально використовувати агрегацію витрат по групах. Компроміс між простотою і інформативністю буде головним у процесі такої роботи.

Наступним (після аналізу витрат) етапом експертизи є *аналіз ефективності управління оборотними коштами корпорації і його здатністю генерувати позитивні грошові потоки від операційної діяльності*. Кажучи мовою математики, „прибуток є лише необхідною, але не достатньою умовою позитивних грошових потоків”. Тут найбільш інформативними є показники оборотності товарних запасів, дебіторської і кредиторської заборгованостей. Ці показники збираються разом у показнику тривалості фінансового циклу. Під *фінансовим циклом* прийнято розуміти період, який починається з моменту оплати постачальникам за матеріали (погашення кредиторської заборгованості) і закінчується у момент здобуття грошей від покупців за відвантажену продукцію (погашення дебіторської заборгованості). Середнє значення *тривалості фінансового циклу розраховується як сума періоду звороту (погашення) дебіторської заборгованості і товарно-матеріальних запасів за вирахуванням періоду звороту (виплати) кредиторської заборгованості*. По суті даного фінансового показника виходить, що, чим вище значення фінансового циклу, тим вище потреба корпорації в грошових коштах для придбання оборотних коштів.

## 6.2 КОРПОРАТИВНА КУЛЬТУРА

---

Однею з причин неопрацьованості теорії і практики корпоративного управління в Україні є той факт, що „в Україні система корпоративного законодавства, що називається, склалася „зверху“: спочатку були написані закони, потім багато в чому почала формуватися практика, ділова етика і діловий оборот. Тому в Україні існує великий розрив між тим, що написано у законодавстві, і тим, чого дійсно потребує бізнес, у чому полягають його потреби. Рішенням даного питання може бути приведення до норми прямої дії ділових звичаїв, що вже склалися, з урахуванням тих потреб, які вимагає бізнес, тобто прописання положень корпоративного управління у нормативних актах вищого рівня – законах.

У корпораціях, де часто має місце відділення власності від управління, найбільш вірогідне виникнення конфліктів, пов'язаних з корпоративною поведінкою, тому прийняття певних **стандартів корпоративної поведінки** найбільшою мірою важливе для акціонерних товариств. Кодекс був розроблений, перш за все, для акціонерних товариств, що виходять на ринок капіталу, проте, це не виключає можливість використати цей Кодекс будь-якими іншими господарськими товариствами.

Згідно Кодексу, метою використання стандартів корпоративної поведінки є захист інтересів всіх акціонерів, незалежно від розміру пакету акцій, яким вони володіють. Чим більш високий рівень захисту інтересів удасться досягти акціонерам, тим на більший розмір інвестиції зможуть розраховувати українські корпорації, що зробить позитивний вплив на українську економіку в цілому. Корпоративна поведінка повинна забезпечувати високий рівень ділової етики у відносинах між учасниками ринку.

Положення Кодексу базуються на визнаних у міжнародній практиці **принципах корпоративного управління**, розроблених Організацією економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР), відповідно до яких останніми роками іншими

державами були прийняті кодекси корпоративного управління і аналогічні принципам документи.

Кодекс носить рекомендаційний характер, і заради використання товариством положень Кодексу може бути тільки добровільним, базуватися на прагненні підвищити привабливість товариства в очах існуючих і потенційних інвесторів.

У Кодексі розкриваються основні принципи якнайкращої практики корпоративної поведінки, відповідно до яких українські товариства можуть будувати свою систему корпоративної поведінки, а також містяться рекомендації з практичної реалізації даних принципів і розкриття відповідної інформації.

Кодекс корпоративної поведінки регламентує, насамперед, поведінку і діяльність управлінських органів товариства, тому звернемося до органів управління корпорації. Світовий досвід управління корпорацією базується на трьох **принципах**:

1) *принцип розділення володіння і управління капіталом*: акціонер, з одного боку, не зобов'язаний, а з іншого - не має права вести справи товариства. Для цього він має бути обраний до виконавчого органу товариства на рівних підставах з іншими кандидатами на цю посаду, котрі не обов'язково є акціонерами.

2) *принцип розділення влади*: передбачає невтручання загальних зборів акціонерів у здійснення виконавчим органом своїх повноважень з ведення справ корпорації. Загальні збори акціонерів є волеутворюючим органом управління, носієм так званої законодавчої влади в товаристві, що визначає стратегію розвитку товариства (здійснює стратегічну функцію). Виконавчим органом є орган управління корпорації, що виявляє волю, і носієм так званої виконавчої влади у товаристві. Виконавчий орган у рамках реалізації затвердженої спільними зборами акціонерів стратегії (рішень) веде справи товариства, у тому числі представляє його інтереси у стосунках з третіми особами (здійснює операційну функцію).

3) *принцип відповідальності виконавчого органу за ведення справ корпорації*: відповідальність виконавчого органу покликана

врівноважувати ту міру свободи, яка надана виконавчому органу для здійснення операційної функції. Тим самим корпорація набуває право вимагати від членів виконавчого органу відшкодування збитку, заподіяного корпорації внаслідок їх безглузких і недобросовісних дій (бездіяльності).

З урахуванням світового досвіду і національної специфіки побудови стосунків на основі принципів ринкової економіки, Закон України „Про акціонерні товариства” визначає структуру органів управління АТ таким чином: головним органом акціонерного товариства є спільні збори акціонерів, що формують виконавчі і контрольні органи. Виконавчим органом може бути правління, дирекція - колегіальні виконавчі органи, або директор, генеральний директор - одноосібний виконавчий орган. Поточна діяльність виконавчих органів знаходиться під контролем створюваними спільними зборами акціонерів радою директорів (наглядової ради).

Щодо нейтралізації наслідків негативного впливу проблеми неврегульованості у роботі елементів в основному внутрішнього середовища аграрних корпорацій, необхідним є дотримання принципів корпоративного управління (наявність і рівень обов'язковості виконання норм, які наведено у табл. 6.1, що неодноразово вже обґрунтовувалося. Так основні вимоги кодексу обов'язкові в Гонконзі, ЮАР, США, Малайзії, в окремих випадках - у Великобританії та інших країнах світу. У Франції, Індії, Мексиці, Бразилії, Греції, Німеччині, Російській Федерації, Україні, Казахстані та інших країнах світу - норми принципів корпоративного управління добровільні для дотримання. Нами виявлені проблемні моменти даного управління через визначення РКУ. Спостерігаються наступні залежності - РКУ найбільший у об'єктів дослідження з найвищим рівнем практики розкриття інформації, оцінки менеджменту компанії; а найнижчий – у об'єктів дослідження з найвищим рівнем доступності інформації про структуру власників акціонерного капіталу, прав акціонерів, найнижчими ризиками корпоративного управління у компанії.

Таблиця 6.1

## Наявність та рівень обов'язковості виконання норм принципів корпоративного управління у країнах світу

| Країна         | Кодекс корпоративного управління   | Розробник  | Рік розробки | Примітки   |
|----------------|--|--|--------------|--|
| Гонконг        | Кодекс найкращої практики і рекомендації для директорів публічних компаній | Гонконгська фондова біржа  | 1989         | Основні вимоги кодексу обов'язкові   |
| Великобританія | Кодекс Кедбері   | Комітет, сформований Радою з фінансової інформації Лондонської фондової біржі і професійним союзом бухгалтерських службовців               | 1991         | Рекомендації не обов'язкові, але компанії, що пройшли лістинг на Лондонській фондовій біржі, зобов'язані вказати, чи дотримуються вони рекомендацій цього документу, та пояснити причини відхилень від рекомендованих стандартів в системі корпоративного управління |
| ЮАР            | Кодекс корпоративної практики і поведінки                                  | Інститут директорів ЮАР при підтримці підприємницької палати ЮАР і фондової біржі Йоганнесбурга  | 1994         | Основні вимоги кодексу обов'язкові   |
| США            | Тези „Основні напрямки і проблеми корпоративного управління”               | Рада директорів „Дженерал-Моторс”  | 1994         | Інституціональні інвестори відмовляються, всі американські компанії його дотримуються  |
| Франція        | Рекомендації комітету з корпоративного управління                          | Група, створена національною радою французької промисловості, французькою асоціацією приватних підприємств і рухом французьких підприємців | 1995, 1999   | Добровільні для дотримування   |

Продовження табл. 6.1

| Країна    | Кодекс корпоративного управління                            | Розробник   | Рік розробки | Примітки                           |
|-----------|---|---|--------------|------------------------------------|
| Індія     | Кодекс рекомендованого корпоративного управління            | Конференція промисловості Індії   | 1998         | Добровільні для дотримання         |
| США       | Основні принципи і напрямки корпоративного управління в США | Каліфорнійський пенсійний фонд цивільних службовців у відставці                 | 1998         | Основні вимоги кодексу обов'язкові |
| Малайзія  | Кодекс корпоративного управління                            | Вищий фінансовий комітет Малайзії   | 1999         | Основні вимоги кодексу обов'язкові |
| Мексика   | Кодекс найкращої практики                                   | Комітет з корпоративного управління Підприємницької координаційної ради Мексики | 1999         | Добровільні для дотримання         |
| Бразилія  | Кодекс належної практики                                    | Бразильський інститут корпоративного управління                                 | 1999         | Добровільні для дотримання         |
| Греція    | Принципи корпоративного управління Греції                   | Комітет з фінансових ринків   | 1999         | Добровільні для дотримання         |
| Німеччина | Кодекс найкращої практики корпоративного управління         | Німецька група з корпоративного управління                                      | 2000         | Добровільні для дотримання         |
| Росія     | Кодекс корпоративного управління                            | Федеральна комісія з цінних паперів   | 2001         | Добровільні для дотримання         |
| Україна   | Принципи корпоративного управління                          | Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку                            | 2003         | Добровільні для дотримання         |
| Казахстан | Кодекс корпоративного управління                            | Асоціація фінансистів Казахстану  | 2004         | Добровільні для дотримання         |

Це визначає факт приховування від широкого загалу відомостей про структуру власників акціонерного капіталу та недостатній рівень захищеності прав акціонерів, що характерно не тільки для аграрного сектору, а й для всіх секторів економіки України.

Дані проблеми вирішуються еволюційним шляхом через підвищення відкритості роботи адміністрацій корпоративних утворень у напрямку більш чіткої їх структуризації, прийняття компромісних варіантів та виконання положень принципів корпоративного управління, що враховували б інтереси всіх елементів внутрішнього середовища. Складна організаційна і управлінська структури вимагають прийняття положення про структурні підрозділи, що буде основою для подальших розробок Принципів корпоративного управління.

Слід зазначити, що за нормами українських Принципів корпоративного управління у порівнянні з правилами розкриття фінансової інформації у корпораціях країн світу є різниця. Вони стосуються, в основному, інформації про посадових осіб корпорації та її акціонерів, соціальну відповідальність та структуризацію корпорації. На даний момент ситуація з розкриттям інформації влаштовує більшість її учасників. Однак, непрозорість у структурі корпорації та її капіталі має певні ризики в незбалансованості підкомплексів національної економіки, в т. ч. продуктових; а ситуативний підхід при формуванні соціальної політики в умовах значної диференціації у доходах громадян в Україні та за кордоном загрожує дефіцитом кадрів.

Вищезазначені проблеми знівелює робота інституціональних інвесторів, що будуть приймати за основу високі вимоги до корпоративної культури структур, в які вони будуть вкладати кошти. Успішна робота цих формувань можлива лише за підвищення доходів населення, частина яких може спрямовуватися на заощадження. До діючих правил розкриття фінансової інформації в Україні доцільно додати більшої відструктурованості, що і відображено у табл. 6.2.



Таблиця 6.2

**Правила розкриття фінансової інформації в корпораціях (річний звіт або порядок денний для щорічних загальних зборів акціонерів)**

| Правила   | США | РФ             | Казахстан | Україна |            |
|---|-----|----------------|-----------|---------|------------|
|   |     |                |           | факт    | пропозиція |
| <b>I. Організація роботи</b>  |     |                |           |         |            |
| 1. Статут та внутрішні документи  |     | + <sup>1</sup> |           |         | +          |
| 2. Цілі та стратегія товариства   |     | +              |           | +       | +          |
| 3. Будь-яка інформація щодо порядку денного при загальних зборах акціонерів   | +   | +              | +         | +       | +          |
| 4. Дотримання товариством принципів корпоративного управління   |     |                |           | +       | +          |
| <b>II. Керівництво корпорацією</b>  |     |                |           |         |            |
| 1. Довідка про попередню діяльність призначених директорів (імена, посади, що обіймалися, відносини з компанією, володіння її акціями)                                  | +   |                |           |         | +          |
| 2. Розмір зарплати, що сплачувався виконавчим директорам, а також дані про виплату винагород кожному з 5 найбільших високооплачуваних керівників (із вказівкою прізвищ) | +   |                |           |         |            |
| 3. Інформація про структуру органів управління і контролю товариства  |     | + <sup>2</sup> | +         | +       | +          |
| 4. Інформація про кандидатів на посади, що обираються   |     |                |           | +       | +          |
| 5. Посадових осіб органів управління, розмір їх винагороди, володіння акціями товариства  |     |                |           | +       | +          |
| <b>III. Капітал корпорації</b>  |     |                |           |         |            |
| 1. Дані про структуру капіталу  | +   | +              | +         | +       |            |
| 2. Дані про акціонерів, які володіють більш ніж 5% акціонерного капіталу  | +   |                |           |         | +          |
| 3. Дочірні та залежні від товариства підприємства   |     | +              | +         |         | +          |
| 4. Про випуск цінних паперів  |     |                | +         | +       | +          |

Продовження табл. 6.2

| Правила  | США <sup>1</sup> | РФ           | Казахстан | Україна |            |
|--|------------------|--------------|-----------|---------|------------|
|  |                  |              |           | факт    | пропозиція |
| <b>IV. Фінансова звітність</b>   |                  |              |           |         |            |
| 1. Звіт про прибутки і збитки  | +                | +            |           | +       |            |
| 2. Річні та щоквартальні звіти   |                  | <sup>1</sup> |           | +       | +          |
| 3. Фінансова звітність у відповідності зі стандартами фінансової звітності                   |                  | <sup>1</sup> | +         | +       | +          |
| 4. Про виплату дивідендів по акціях товариства   |                  | <sup>1</sup> | +         |         | +          |
| 5. Фінансовий стан товариства  |                  | <sup>1</sup> |           | +       | +          |
| 6. Результати операційної діяльності товариства  |                  | <sup>1</sup> |           | +       |            |
| 7. Звіт про рух грошових коштів  |                  |              |           | +       |            |
| 8. Звіт про власний капітал і примітки до звітів   |                  |              |           | +       |            |
| <b>V. Суттєві факти</b>  |                  |              |           |         |            |
| 1. Дані про можливе злиття або реорганізацію   | +                | +            | +         |         |            |
| 2. Дані про можливі зміни і доповнення в Статуті   | +                | +            | +         |         |            |
| 3. Дані про суттєві факти  |                  | <sup>2</sup> | +         | +       | +          |
| 4. Відомості про дані, що можуть чинити суттєвий вплив на вартість цінних паперів товариства |                  | +            | +         | +       | +          |
| 5. Інформація про афільованих осіб товариства  |                  | <sup>2</sup> |           |         | +          |
| 6. Істотні факти ризику, що впливають на діяльність товариства                               |                  |              |           | +       | +          |
| <b>VI. Контроль за діяльністю</b>  |                  |              |           |         |            |
| 1. Імена осіб і компаній, що запрошені до аудиторської перевірки                             | +                |              | +         |         | +          |
| 2. Висновки ревізійної комісії та аудиторської фірми   |                  |              | +         | +       | +          |
| <b>VII. Соціальні гарантії</b>   |                  |              |           |         |            |
| 1. Корпоративна соціальна відповідальність   |                  | +            | +         |         | +          |

<sup>1</sup> У річному звіті, який надається щорічно акціонерам;

<sup>2</sup> на корпоративному Інтернет-сайті

Так, в існуючих Принципах корпоративного управління в Україні у правилах розкриття фінансової інформації в корпораціях фактично присутні пункти: цілі та стратегія товариства; будь-яка інформація щодо порядку денного при загальних зборах акціонерів; дотримання товариством принципів корпоративного управління; інформація про структуру органів управління і контролю товариства; інформація про кандидатів на посади, що обираються; посадових осіб органів управління, розмір їх винагороди; володіння акціями товариства; дані про структуру капіталу; про випуск цінних паперів; звіт про прибутки і збитки; річні та щоквартальні звіти; фінансова звітність у відповідності зі стандартами; фінансової звітності; фінансовий стан товариства; результати операційної діяльності товариства; звіт про рух грошових коштів; звіт про власний капітал і примітки до звітів; дані про суттєві факти; відомості про дані, що можуть чинити суттєвий вплив на вартість цінних паперів товариства; істотні факти ризику, що впливають на діяльність товариства; висновки ревізійної комісії та аудиторської фірми.

Поряд з вилученням даних про структуру капіталу та звіту про прибутки і збитки доцільно додати наступні пункти: статут та внутрішні документи; довідка про попередню діяльність призначених директорів (імена, посади, що обіймалися, відносини з компанією, володіння її акціями); дані про акціонерів, які володіють більш ніж 5% акціонерного капіталу; дочірні та залежні від товариства підприємства; про виплату дивідендів по акціях товариства; інформація про афільованих осіб товариства; імена осіб і компаній, що запрошені до аудиторської перевірки; корпоративна соціальна відповідальність.

Поряд з типовими Принципами корпоративного управління України, щодо організації роботи (статут і внутрішні документи); керівництві корпорацією (інформація про призначення директорів); капіталі корпорації (дані про мажоритарних акціонерів, дочірніх та залежних від товариства

підприємств); бухгалтерській звітності (про виплату дивідендів); суттєвих фактах (інформація про афілійованих осіб товариства); контролі за діяльністю (інформація про аудиторів) доцільно сконцентрувати увагу на соціальних гарантіях (корпоративна та соціальна відповідальність). Сам Кодекс корпоративного управління містить, крім інших, підрозділи: екологічний аудит та соціальні гарантії. Висока принциповість за рядом позицій підвищує рейтинг привабливості даної корпорації для суб'єктів зовнішнього і внутрішнього середовища.

Ефективність діяльності компанії визначається наступними чинниками: технічним і організаційним рівнем виробництва, кваліфікацією персоналу, рівнем мотивації і оплати праці, наявністю стратегії розвитку. Ці механізми, зазвичай, регламентуються в різних нормативних документах (технічних паспортах, планах, програмах, тарифній системі та ін.). У той же час у колективі будь-якої корпорації є така сфера стосунків, яка не піддається формальній регламентації. Ці стосунки складаються протягом років за неписаними правилами під впливом історичного досвіду, менталітету людей, місцевих звичаїв і традицій, духовних цінностей і смаків.

У менеджменті підприємств названі стосунки виявляються у неформальному розподілі праці, наявності неформальних лідерів, сталих звичок і традицій, а також особливого мікроклімату у колективі. Вся вказана сфера об'єднується поняттям „*Корпоративна (або організаційна) культура*”.

***Корпоративна (організаційна) культура базується на основоположних цінностях, що розділяються членами компанії.*** Ці цінності в різних корпораціях можуть бути різними і у тому числі залежно від того, чий інтереси лежать в основі діяльності компанії: самій компанії вцілому або окремих її членів. З названих вище цінностей витікають стилі керівництва, поведінки, спілкування, діяльності.

Високий рівень корпоративної культури є важливим стратегічним чинником, мобілізуючий всі структурні ланки

корпорації й її окремих працівників на досягнення поставлених цілей у рамках продекларованої місії компанії.

До найбільш значущих характеристик корпоративної культури відносяться:

- усвідомлення працівником свого місця в компанії (групі);
- тип спільної діяльності;
- норми поведінки;
- тип управління;
- культура спілкування;
- система комунікацій;
- діловий етикет;
- традиції компанії;
- особливості трактування повноважень і відповідальності;
- трудова етика.

Вирішальним чинником у становленні корпоративної культури є філософія компанії або іншими словами, принципи, яким слідує керівництво компанії. Ці принципи формуються в рекламних матеріалах, у виступах засновників компанії і інформаційних документах. Формування таких принципів переслідує мета створити в очах своїх співробітників і у зовнішній середі певний імідж корпорації.

***Імідж корпорації – це своєрідна медаль, одна сторона якої є внутрішнім образом компанії, тобто що існує у свідомості членів корпорації, а друга - її зовнішній образ, призначений для партнерів, конкурентів, фінансово-кредитних організацій податкової служби і т.п.***

*Основна турбота керівництва компанії – це зовнішній вигляд організації, оскільки від цього багато в чому залежить успіх її діяльності в конкурентному середовищі. Ця зовнішність формується у свідомості осіб і організацій під впливом контактів з компанією, як безпосередньо із співробітниками фірми, так і в ході знайомства з рекламою, відвідин виставок, презентацій.*

Імідж компанії може формуватися стихійно і цілеспрямовано. Часто у керівників „не доходять руки” до того, щоб відстежувати виникаючий образ своєї компанії. Всі сили віддаються формуванню, головним чином, виробничого потенціалу підприємства. У таких випадках складається стихійний імідж, що має зазвичай як позитивні, так і негативні риси, через що про одну і ту ж компанію можна почути прямо протилежні думки. Природно правильніше починати роботу з формування іміджу компанії одночасно із створенням підприємства.

Таким чином, робота над іміджем тонка і складна, така, що охоплює багато процесів і багатьох людей, але абсолютно необхідна, якщо корпорація хоче закріпитися на ринку і мати хороші перспективи подальшого розвитку.

### **Основні елементи корпоративної культури:**

***1. Тип спільної діяльності - характер взаємодії працівників у рамках колективної праці, спосіб організації такої праці.***

Існує декілька типів спільної діяльності (табл. 6.3).

***2. Тип управління - характеризує те, як приймаються і реалізуються в компанії управлінські рішення.***

Тип управління повинен відповідати організаційній (корпоративній) культурі фірми і, насамперед, особливостям менталітету персоналу. Тобто не можна, наприклад, управляти науковим колективом методами, прийнятими в армії, також як не можна керувати виробничим підприємством методами театрального режисера.

Таблиця 6.3

### Характеристика окремих типів спільної діяльності в корпорації

| Тип спільної діяльності | Основні риси  |
|-------------------------|---|
| Індивідуальний          | Мінімальна взаємодія між учасниками праці. Кожен виконавець має свій обсяг робіт відповідно до професійної позиції. Особисте спілкування здійснюється в основному в непрямій формі: через комп'ютерні мережі, телефон, телетайп і т.п. Спільним є лише предмет праці, до обробки якого кожен вносить свій внесок. Висока ініціативність, орієнтація на індивідуальні досягнення |
| Послідовний             | Послідовне включення в роботу виконателів одного за іншим відповідно до специфіки технологічного процесу і кваліфікації кожного. Міжособове спілкування виражене більшою мірою, чим при індивідуальному типі спільної діяльності. Висока технологічна дисципліна. Чітке дотримання нормативів   |
| Взаємодіючий            | Участь кожного працівника у рішенні спільної задачі. Характер праці окремих працівників визначається керівником. Ефективність спільної трудової діяльності у рівній мірі залежить від вкладу кожного члена колективу. Висока орієнтація на авторитет лідера, колективні цілі, групову моральність   |
| Творчий                 | Особливий тип діяльності - спільна творчість; кожен учасник в рівній мірі творець чогось нового, унікального. Особлива активність учасників, гнучкість групи, мінливість її складу. Орієнтація на професійний розвиток. Даний тип особливо характерний для сфер науки і мистецтва   |

Основні типи управління представлені в табл. 6.4.

Таблиця 6.4

**Характеристика основних типів управління в корпорації**

| Тип управління   | Характеристика   |
|------------------|--|
| Бюрократичний    | Рішення ухвалюються вищестоячим керівником. Головний важіль дії на підлеглих - накази, покарання (тобто сила). Вказаний тип передбачає наявність технологічно і організаційно дисциплінованих співробітників, що беззаперечно виконують розпорядження керівництва. Ініціатива мінімальна |
| Демократичний    | Головним важелем управління є закон, демократичний за своїм змістом, забезпечуючий інтереси як більшості, так і законопослідуваної меншості  |
| Авторитарний     | Головний важіль управління – авторитет керівника при беззаперечному підпорядкуванні виконавців   |
| Ринковий         | Рішення ухвалюються відповідно до законів ринку, який і є мірилом ефективності цих рішень. Основний важіль дії на виконавців – гроші   |
| Колективістський | Головний важіль управління – знання, компетентність. Активна і рівноправна участь всіх високопрофесійних виконавців в ухваленні рішень   |

Нижче показаний взаємозв'язок типів спільної діяльності, типів і важелів управління (табл. 6.5).



Таблиця 6.5

**Взаємозв'язок типів спільної діяльності, типів і важелів управління корпорації**

| Тип спільної діяльності | Тип управління   | Важіль управління |
|-------------------------|------------------|-------------------|
| Індивідуальний          | Ринковий         | Гроші             |
| Послідовний             | Бюрократичний    | Сила              |
| Взаємодіючий            | Авторитарний     | Авторитет         |
| Творчий                 | Демократичний    | Закон             |
|                         | Колективістський | Знання            |

**3. Корпоративні стандарти є часткою корпоративної культури і є правилами, які прийнято виконувати.**

У різних компаніях ці правила можуть бути різними, але їх усереднений перелік зводиться до наступного:

- стосунки з колегами (стосунки керівників і підлеглих, поведінка в конфліктних ситуаціях, правила взаємозамінюваності, спілкування при замовнику, порядок підвищення кваліфікації і навчання нового співробітника);

- стосунки з клієнтами (вітання, ведення переговорів, розмови за телефоном, розрахунки, поведінка у конфліктній ситуації, вибачення, прощання);

- робоче місце (оформлення, підтримка ладу, поведінка на робочому місці, передача його іншому виконавцеві); стосунки із зовнішнім середовищем (захист інтересів компанії, збереження комерційної таємниці, способи представлення компанії).

## **6.3 РЕЙТИНГУВАННЯ КОРПОРАТИВНИХ СТРУКТУР**

---

Еволюція в ОПФ сільському господарстві у напрямку створення корпоративних структур доволі динамічна. Однак, як у будь-яких економічних системах, при певних рівнях концентрації факторів виробництва (праця, земля й інші природні ресурси, капітал) відбувається необхідність пошуку нових форм і методів заохочення персоналу, налагодження координаційних і субординаційних зв'язків усередині об'єднань корпоративного типу і, що найголовніше, запобігання загроз невідповідності інтересів власників, менеджерів і найманих робітників.

У теорії існують і на практиці вже використовується ряд інструментів вирішення даних проблем, зокрема дотримання норм Принципів корпоративного управління, визначення рейтингів корпоративного управління тощо. Останні, окрім врегулювання вищезгаданих проблем, додають (або збавляють) інвестиційну привабливість структури корпоративного типу, оскільки будь-який рейтинг є нематеріальним активом, що може бути використаний нею для досягнення поставлених цілей.

Існує чимало методик визначення даного рейтингу без урахування галузевих особливостей. Система міжнародних стандартів корпоративного управління, яка перш за все базується на Принципах корпоративного управління Організації Економічного Співробітництва і Розвитку, вимагає дотримання корпораціями таких критеріїв у своїх діях: чесність, прозорість, підзвітність, відповідальність. Саме за цими напрямками у міжнародній практиці корпоративного управління здійснюється оцінка організації діяльності корпорацій. Рейтинги корпоративного управління є базою для оцінки правової основи регулювання корпоративних відносин, стану системи корпоративного управління як у корпорації, так і у кожній конкретній країні. Однією з перших розробок у галузі оцінки

системи корпоративного управління є рейтинг міжнародного агентства „Стандард енд Пауз”, здійснений у співробітництві з Московською міжнародною валютною біржею.

Використовуючи відповідну методологію, служба рейтингу й оцінки корпоративного управління „Стандард енд Пауз” запропонувала аналіз взаємодії між керівником компанії, радою директорів, акціонерами й іншими зацікавленими особами.

**Рейтинг корпоративного управління** передбачає проведення аналізу за такими двома напрямками:

1. *Корпоративне управління у внутрішньому середовищі суб'єкту ринку*, тобто аналіз ефективності взаємодії між керівництвом, правлінням, акціонерами та працівниками. Головним об'єктом вивчення є внутрішня структура і методи корпоративного управління в компанії, співвідношення з кращими зразками світової практики. Поза межами такого аналізу залишаються зовнішні зацікавлені сторони - громадськість, місцева адміністрація, держава, споживачі, постачальники.

2. *Корпоративне управління у зовнішньому середовищі*, тобто аналіз ефективності правової, регулюючої й інформаційної інфраструктури конкретної країни. Об'єктом вивчення є ступінь можливого впливу факторів зовнішнього середовища макроекономічного рівня на якість корпоративного управління у тому чи іншому корпоративному утворенні.

Оцінювання системи корпоративного управління в компанії здійснюється експертами за 10-бальною шкалою (10 - найвищий бал, 1 - найнижчий бал) як за окремими чотирма напрямками, так і в цілому. На підставі експертної оцінки виводиться підсумковий рейтинг корпоративного управління (РКУ). Основними компонентами, за якими здійснюється оцінювання, є:

1. *структура власності і вплив з боку власників*: прозорість структури власності, концентрація власності і вплив з боку власників;

2. *відносини із зацікавленими сторонами*: регулярність проведення зборів акціонерів, можливість участі у них й

одержання відповідної інформації, процедури голосування і регламент ведення зборів акціонерів, права власності (реєстрація і передача, рівність прав власності);

3. *фінансова прозорість і розкриття інформації*: прийняті стандарти розкриття інформації, своєчасність і доступність інформації, що розкривається, незалежність аудитора, його статус;

4. *структура, методи роботи правління і менеджменту*: структура і склад ради директорів, роль і ефективність ради директорів, роль і незалежність виконавчих директорів, політика щодо винагород, оцінки результатів роботи і посадових переміщень директорів і менеджерів.

Інший рейтинг корпоративного управління, відомий як „CORE-рейтинг”, запропонував російський Інститут корпоративного права і управління. Розробка методики проводилася фахівцями даного інституту за участі членів Експертної ради, до якої входять західні та російські фахівці у галузі корпоративного управління, глави найбільших інвестиційних фондів, експерти Світового банку, Міжнародної фінансової корпорації, Європейського банку реконструкції і розвитку.

Оцінка стану корпоративного управління в компанії здійснюється за 200-бальною шкалою, від 1 (найнижчий рівень) до 200 (найвищий рівень) балів, за такими критеріями (блоками питань):

I. Відкритість корпоративної структури щодо подання інформації.

II. Структура акціонерного капіталу.

III. Діяльність правління і менеджменту корпоративної структури.

IV. Дотримання прав акціонерів.

V. Ризики корпоративного управління у корпоративній структурі (розмивання капіталу, трансфертне ціноутворення, виведення активів, реорганізація і т.п.).

Саме даний метод через найбільшу пристосованість до умов економічного середовища України є найбільш сприйнятним при визначенні рейтингу корпоративного управління в аграрному секторі.

Для проведення відповідного дослідження з генеральної сукупності підприємств аграрного сектору економіки досліджуваної області відокремлюються ті, що відповідають ознакам підприємств корпоративного типу або об'єднання корпоративного типу (з наявністю у об'єднанні спеціалізованої керуючої компанії). Подальший аналіз проводиться поетапно.

*I етап.* Дані об'єкти дослідження структуруються за питомою вагою у товарній продукції виручки від реалізації сільгосппродукції, що є визначальним показником (при значенні більше 75% у відповідності до сучасної редакції Закону України „Про фіксований сільськогосподарський податок” № 320-XIV від 17 грудня 1998 р.) при віднесенні до сільськогосподарських чи несільськогосподарських підприємств.

У вибірку мають входити всі 4 категорії за рівнем сільськогосподарської спеціалізації, а саме: I категорія – до 25%; II категорія – 25,1 – 50%; III категорія – 50,1-75%; IV категорія – більше 75%. Після групування об'єктів дослідження з дозволу їх адміністрацій мають бути складені довідки щодо історії формування, структури, субординаційно-координаційних зв'язків, ряду положень установчих документів та інформації аналітичного характеру з виробничого, економічного і фінансового стану, що не є комерційною таємницею (*II етап*).

Наступний *III етап* - визначення кола експертів, що відповідали б вимогам:

1. освіченість у діяльності всіх запропонованих об'єктів дослідження;
2. профіль роботи за спеціалізацією, зокрема на зв'язках субординаційного та координаційного плану;
3. неупередженість фахівців, відсутність „родинних” зв'язків з адміністраціями об'єктів дослідження.

Всі обрані експерти попередньо мають заповнити анкету (*IV етап*), відповідно до якої уточнюються остаточне коло об'єктів дослідження, перелік та формулювання питань щодо них (20 питань – по 4 у 5 блоках). Одночасно уточнюється коло експертів, що дійсно мають намір плідно співпрацювати у даному напрямку дослідження. Остаточна вибірка експертів структурується за трьома профілями: I оцінка – науковці (наприклад 5 чол.); II оцінка – практики (наприклад 5 чол.); III оцінка – держслужбовці (наприклад 5 чол.). Всі експерти отримують чіткі методичні інструкції щодо заповнення бланків (окремих за кожним з об'єктів дослідження) „Рейтингу корпоративного управління (приклад наведено у табл. 6.6).

*П'ятим етапом* дослідження є заповнення бланків, а наступним (*VI етапом*) – є їх обробка і підведення підсумків. При цьому заключні параметри оцінювання диференціювалися за шкалою, узгодженою з самими ж експертами:

- 1) слабкий рівень корпоративного управління – до 100 балів;
- 2) середній рівень корпоративного управління – від 101 до 150 балів;
- 3) високий рівень корпоративного управління – від 151 до 200 балів.

Бали за I-IV блоками питань оцінюються як позитивні числа, V блоку – за формулою:

$$O = 10 - B,$$

де O – оцінка до розрахунків;

10 – максимально можливий рівень балів;

B – фактичний бал, що виставив експерт.

Таблиця 6.6

**Рейтинг корпоративного управління (назва об'єкту дослідження)  
(позитивна відповідь у кожному рядку зазначається „X”)**

| Основні критерії, за якими здійснюється оцінювання  | Бальна шкала   |   |                              |   |                                  |   |   |                                    |   |    | Усього балів |
|---|----------------|---|------------------------------|---|----------------------------------|---|---|------------------------------------|---|----|--------------|
|   | явище відсутнє |   | явище спостерігається інколи |   | явище спостерігається періодично |   |   | явище спостерігається систематично |   |    |              |
|   | 1              | 2 | 3                            | 4 | 5                                | 6 | 7 | 8                                  | 9 | 10 |              |
| <b>Блок I. Відкритість корпоративної структури щодо подання інформації</b>  |                |   |                              |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| 1. Наявність економічної інформації про підприємство в ЗМІ (періодичні видання, телебачення, радіо) і спеціальних інформаційних джерелах (Інтернет, офіційне видання державної комісії з ЦПФР, фондових бірж, аудиторських фірм, буклетів тощо) |                |   |                              |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| 2. Наскільки Ви довіряєте цій інформації щодо конкретного підприємства?   |                |   |                              |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| 3. Чи може, на Ваш погляд, повнота цієї інформації задовольнити потенційного інвестора?   |                |   |                              |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| 4. Як Ви оцінюєте рівень оперативності інформації?  |                |   |                              |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| <b>Блок II. Структура власників акціонерного капіталу</b>   |                |   |                              |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| 1. Чи відома Вам інформація про засновників підприємства?   |                |   |                              |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| 2. Чи відома Вам інформація про акціонерів підприємства, які володіють більш ніж 5% акцій?  |                |   |                              |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| 3. Чи відома Вам інформація про загальну кількість акціонерів і їх склад (робітники, менеджери, зовнішні інвестори і т.д.)?   |                |   |                              |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| 4. Чи відомі Вам акціонери або їх групи, які володіють контрольним пакетом акцій?   |                |   |                              |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| <b>Блок III. Діяльність правління і менеджменту в корпоративній структурі</b>   |                |   |                              |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| 1. Чи є менеджери одночасно і власниками (акціонерами) підприємства?  |                |   |                              |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| 2. Наскільки, на Ваш погляд, професійна діяльність менеджерів в управлінні даним підприємством?   |                |   |                              |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |

Продовження табл. 6.6

| Основні критерії, за якими здійснюється оцінювання  | Бальна шкала   |                              |   |   |                                  |   |   |                                    |   |    | Усього балів |
|---|----------------|------------------------------|---|---|----------------------------------|---|---|------------------------------------|---|----|--------------|
|   | явище відсутнє | явище спостерігається інколи |   |   | явище спостерігається періодично |   |   | явище спостерігається систематично |   |    |              |
|   | 1              | 2                            | 3 | 4 | 5                                | 6 | 7 | 8                                  | 9 | 10 |              |
| 3. Наскільки чітко делеговані повноваження менеджерам компанії?   |                |                              |   |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| 4. Чи стимулює матеріальне заохочення ефективну роботу менеджерів?  |                |                              |   |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| <b>Блок IV. Дотримання прав акціонерів</b>  |                |                              |   |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| 1. Чи задоволені акціонери дивідендною політикою підприємства?  |                |                              |   |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| 2. Чи виконуються в повному обсязі всі рішення загальних зборів акціонерів?   |                |                              |   |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| 3. Чи існує змога безперешкодної купівлі та продажу акцій (не нижче номінальної вартості)?  |                |                              |   |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| 4. Чи виконується право акціонерів на надання їм повної, своєчасної і достовірної інформації про діяльність підприємства (поточний і прогнозний стан, інформація про менеджерів і великих акціонерів, запрошення на загальні збори і т.д.)? |                |                              |   |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| <b>Блок V. Ризики управління у корпоративній структурі</b>  |                |                              |   |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| 1. Чи існує можливість розпорощення (розмивання) капіталу?  |                |                              |   |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| 2. Чи існує ризик зменшення тисноти зв'язку між підрозділами корпорації (проблеми в трансфертному ціноутворенні, субординації і координації, міжособистих конфліктів)?  |                |                              |   |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| 3. Чи існує ризик недружного поглинання (виведення активів)?  |                |                              |   |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| 4. Чи спостерігається ризик реорганізації підприємства?   |                |                              |   |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| <b>Сума балів</b>   |                |                              |   |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |
| <b>В цілому оцінка за бальною шкалою</b>  |                |                              |   |   |                                  |   |   |                                    |   |    |              |



Дослідження зазвичай проводиться повторно. Отримані дані усереднюються. Заключним етапом (VII) є ознайомлення експертів і адміністрації об'єктів дослідження з його результатами та визначення пріоритетних напрямків наукових розробок для впровадження у практику корпоративного управління.

### **Питання для самоконтролю:**

1. Поняття комунікацій і їх роль в управлінні корпорацією.
2. Види комунікацій у корпорації.
3. Комунікаційні проблеми і шляхи їх вирішення у корпораціях.
4. Стили міжособових комунікацій в корпораціях.
5. Поняття невербальної комунікації у корпорації.
6. Сформулюйте основні завдання кадрового менеджменту корпорації на стадіях формування організації, інтенсивного зростання організації, стабілізації і спаду.
7. Поясніть, від чого залежить структура кадрової служби корпорації.
8. Як розрахувати кількість персоналу кадрової служби корпорації?
9. Які елементи корпоративної культури Ви знаєте?
10. Сформулюйте, в чому сила корпоративної культури.
11. Які заходи можуть сприяти утриманню корпоративної культури?
12. Які організаційні особливості і характеристики персоналу можуть свідчити про готовність організації до змін?
13. Що потребує великих витрат часу і подолання більшого опору - індивідуальна або групова зміна поведінки співробітників корпорації?
14. Які заходи щодо впровадження змін у корпораціях Ви могли б запропонувати?

15. Які кризи може переживати організація в процесі свого розвитку?

16. Які параметри детермінують людську складову кризи в корпорації?

17. Відмінність внутрішнього і зовнішнього корпоративного аудиту.

### **Терміни і поняття:**

*1. Акціонерним контролем є можливість приймати або відхиляти акціонерами, що мають необхідну кількість голосів, ті або інші рішення. Є первинною формою контролю і відображає інтереси акціонерів товариства.*

*2. Управлінський контроль представляє собою можливість фізичних і (або) юридичних осіб забезпечувати управління господарською діяльністю підприємства, приймати управлінські рішення і структури. Він є похідною формою від акціонерного контролю.*

*3. Фінансовий контроль - можливість впливати на рішення акціонерного товариства шляхом використання фінансових інструментів і спеціальних засобів.*

*4. Імідж корпорації – це своєрідна медаль, одна сторона якої є внутрішнім образом компанії, тобто що існує у свідомості членів корпорації, а друга - її зовнішній образ, призначений для партнерів, конкурентів, фінансово-кредитних організацій податкової служби і т.п.*

*5. Тип спільної діяльності - характер взаємодії працівників у рамках колективної праці, спосіб організації такої праці.*

# ТЕМА 7. АНТИКРИЗОВИЙ КОРПОРАТИВНИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

---

## 7.1 РИЗИКИ СТВОРЕННЯ І ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАТИВНИХ СТРУКТУР

---

Господарська діяльність будь-якого учасника ринку відбувається в умовах наявності тієї або іншої невизначеності, яка виникає або через відсутність у керівника компанії повної інформації про ситуацію усередині і поза організацією, або через існування прихованого суб'єктивного чинника, протидіючого інтересам компанії. Ці причини доповнюються наявністю чинника випадковості, тобто вірогідністю появи обставин, які неможливо передбачити. Природно, що чинник невизначеність породжує ризики опинитися не в тій ситуації і не з тими результатами, на які розраховувало керівництво корпорації, що особливо стосується сільського господарства, яке залежить від природно-кліматичних умов.

*Ризик в корпорації – це потенційна можливість виникнення непередбачених несприятливих обставин, що призводить до матеріальних, трудових, фінансових або інформаційних втрат корпорації.*

Ризики в корпорації можна поділити на усвідомлені і неусвідомлені. Усвідомлені – це ті ризики, на які керівництво корпорації йде свідомо, розуміючи, що оборотною стороною цього ризику є можливість отримання додаткового прибутку. Такі ризики несуть у собі певний позитивний „заряд”, оскільки:

- створюють у собі інноваційний імпульс (ризиковане освоєння і виведення на ринок чогось принципово нового може у разі успіху зробити корпорацію лідером на ринку);

- стимулюють аналітичну діяльність (тобто ретельне вивчення поточного стану і тенденцій розвитку ринкової ситуації, обґрунтований вибір подальших дій компанії, що забезпечують сумірність можливих майбутніх позитивних результатів і можливих ризиків);

- грають важливу виховну роль (привчають менеджерів, з одного боку, до обачності, а з іншого, – формують здатність „тримати удар” у разі невдачі).

Джерела виникнення ризиків можуть бути як усередині, так і поза компанією.

**Внутрішні ризики** пов’язані із станом технічної бази організації, а також з її кадровим потенціалом.

**Зовнішні ризики** формуються під впливом спільного соціально-економічного перебування, ситуації на ринку, явищ природного характеру. Детальніше класифікація ризиків в корпораціях надана у таблиці 7.1.

Поняття ризику, а також його величини багато у чому суб’єктивна і стосовно господарського керівника залежать від його професійної підготовленості, інформованості, психологічного типу і навіть настрою у даний момент. Поведінка більшості господарських керівників в даному випадку укладається в одну з двох моделей: або активна діяльність „з викликом вогню на себе”, або спокійніша діяльність - з невеликою часткою ризику. Перша модель – це усвідомлений ризик надії отримати додатковий прибуток, друга – прагнення уникнути втрат. Керівники другого типу керуються наступним цілком розумним міркуванням: „Хай я мало виграю, зате небагато і програю”. У той же час багато у чому справедлива і відома російська присказка: „Хто не ризикує, той не п’є шампанське”.

Відомо, що одні і ті ж ситуації одній людині здаються ризикованими, а іншій ні. Цьому є декілька пояснень.

Таблиця 7.1

**Класифікація ризиків в корпораціях**

| Види ризиків         | Характеристика   |
|----------------------|--|
| Природно-кліматичні  | Урагани, повені, землетруси, засухи, град, люті морози або дощі і тому подібне   |
| Виробничо-технічні   | Порушення технології, вибухи, пожежі, катастрофи, аварії, наднормативні простои і знос устаткування, зниження обсягів виробництва і якості продукції                                   |
| Комерційні           | Падіння попиту або зниження цін на продукцію корпорації, різке посилення конкуренції, падіння обсягів реалізації, зміна курсу валют і процентних ставок, неплатоспроможність партнерів |
| Соціально-економічні | Націоналізація власності, війни, конфлікти, страйки, зміни (у бік обмежувальних заходів) економічного законодавства, криміналізація бізнесу, тероризм                                  |
| Підприємницькі       | Неефективний менеджмент, необов'язковість партнерів, мінливість нормативних актів, висока інфляція, бюрократизація, економічна неписьменність населення                                |
| Інноваційні          | Невдачі у розробці нових видів продукції або нових технологій  |
| Інвестиційні         | Втрата (повна або часткова) капіталу, інвестованого в освоєння нової продукції, нової технології або нових ринків  |

На індивідуальну оцінку ризику діє попередній практичний досвід людини (характер і стаж роботи, частота попадання у кризові ситуації і відсоток благополучного виходу з них). Позитивний досвід притупляє пильність, негативний, навпаки, схиляє до перестраховки.

Іншою причиною різної оцінки ступеня ризику є використання різних (деколи недостовірних) джерел інформації, а також неоднакове трактування цієї інформації.

І нарешті, багато що в оцінці ризику залежить, як вже наголошувалося, від психологічного типу людини, від ступеня авантюристичності його характеру.

Очевидно, що проводити успішну господарську діяльність у ринкових умовах і повністю уникнути ризику неможливо. Але важливо дотримати якийсь баланс між можливим прибутком і ціною, яку доведеться заплатити у разі невдачі. Набуває поширення ще одна приказка: „не ризикнеш – прогориш”. Тобто без ризику не буває великих доходів і пов’язаних з ними переваг. Облік і грамотна оцінка ризику – це спосіб гнучкого пристосування до ринку.

**Управління ризиками або ризик-менеджмент** є підсистемою корпоративного менеджменту, її структура наведена на рис. 7.1.

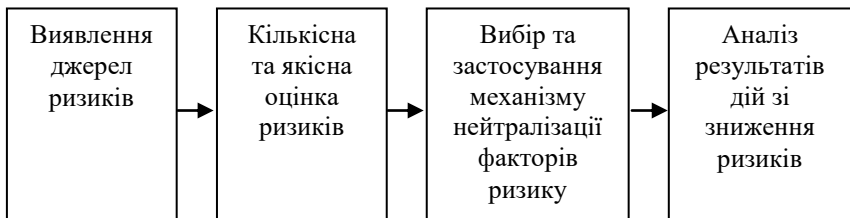


Рис. 7.1. Принципова схема управління ризиками у корпораціях

**Управління ризиками – це діяльність з попередження і послаблення дії несприятливих обставин на компанію.**

Можна також сказати, що управляти ризиками – це тримати їх рівень у розумних межах. Розрізняють економічні і правові межі ризику.

**Економічні межі ризику** схематично представлені на рис. 7.2.

На економічний ризик керівництво йде, якщо у корпорації:

- підтримується раціональна структура капіталу;

- забезпечується необхідна якість продукції;
- немає зайвих запасів сировини і готової продукції;
- високий рівень менеджменту;
- є страховий фонд для відшкодування припустимих втрат;
- сприятливий зовнішній і внутрішній стан.

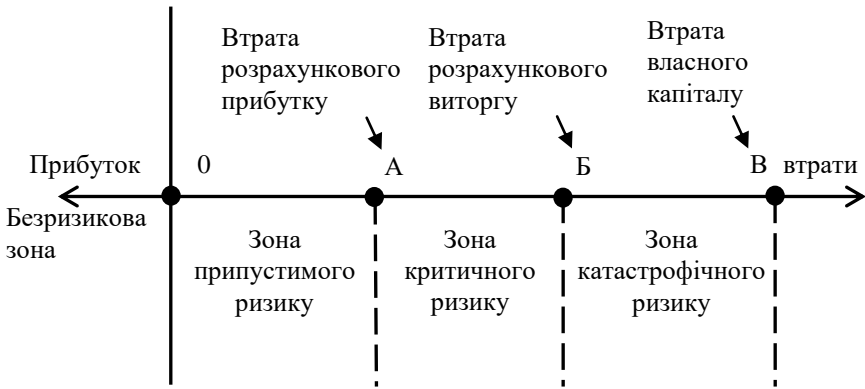


Рис. 7.2. Економічні мережі ризику в корпораціях

Як видно з рис. 7.2, економічний ризик має чотири зони. Область, де втрати не передбачаються, називається безризиковою, тобто практично це область прибуткової діяльності корпорації. **Зона припустимого ризику** – це область, у межах якої даний вид бізнесу зберігає свою доцільність, оскільки можливі втрати в ній менші очікуваного прибутку. Межа цієї зони (крапка А) відповідає величині втрат, рівної розрахунковому прибутку від діяльності корпорації.

Найнебезпечнішою є зона **критичного ризику**, оскільки в його межах (у крапці В) корпорація ризикує втратити не лише прибуток, але і всю виручку (тобто, окрім втрати прибутку, ще і не відшкодувати всі витрати на виробництво і реалізацію продукції).

Ще більш екстремальним є ризик, званий *катастрофічним*. У його крайній правій крапці В корпорація втрачає не тільки кошти, інвестовані у конкретну операцію, але і весь свій капітал, що неминуче веде до економічного краху, банкрутства, ліквідації бізнесу, розпродажу майна.

Типовий характер кривої вірогідності виникнення втрат представлений на рис. 7.3.

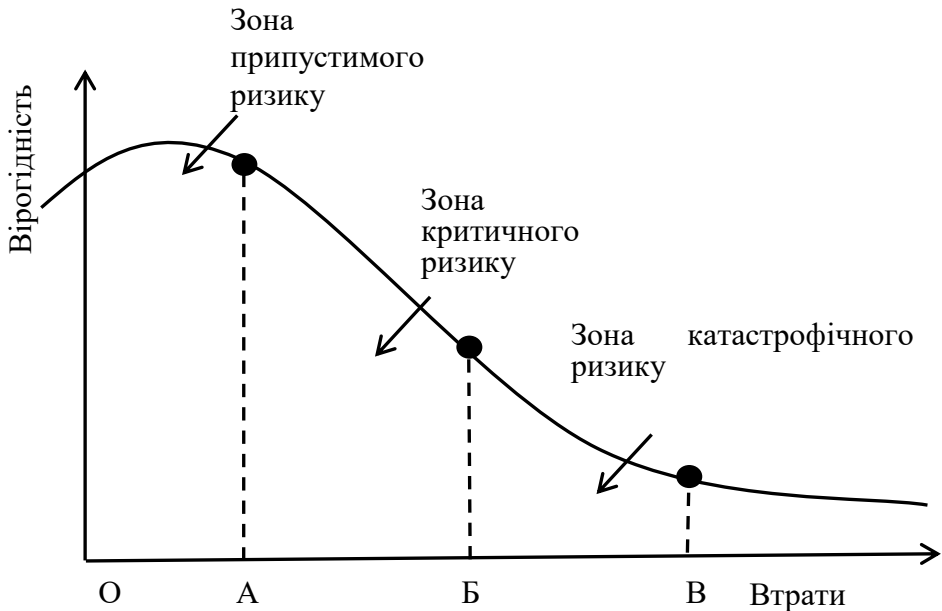


Рис. 7.3. Типова крива розподілу вірогідності втрат

У ринковій економіці особливу небезпеку представляють *фінансові ризики*, оскільки без фінансової стійкості корпорація не може вільно маневрувати своїми грошовими коштами для забезпечення платежів і розвитку виробництва. У той же час фінансова стійкість повинна забезпечуватися мінімально необхідними ресурсами, оскільки надлишкові кошти умертвляються і не сприяють розвитку бізнесу.



Фінансовий стан корпорації можна оцінити за допомогою наступних основних показників:

- динаміки балансу корпорації (зокрема, співвідношення темпів зростання обсягу виробництва і прибутку);
- фінансової ліквідності (здібності наявними коштами покрити свої зобов'язання);
- наявності надлишків джерел коштів для формування запасів і поточних витрат;
- платоспроможності.

**Методи зниження ризику** можна розбити на три основні групи:

- *Диверсифікація видів діяльності корпорації.* Цей напрям передбачає освоєння корпорацією незв'язаних один з одним видів бізнесу і розподілу між останніми ризиків, що пов'язані з ними.

- *Підвищення рівня менеджменту.* Мова йде про глибоке економічне опрацювання всіх видів господарських рішень, про ретельне вивчення партнерів і їх фінансових станів, про включення в договори з постачальниками, споживачами і іншими організаціями пунктів, нейтралізуючих наслідки несприятливих відхилень від умов договорів, про цілеспрямовану підготовку кадрів ризик-менеджерів і захисту комерційної таємниці.

- *Резервування коштів на покриття непередбачених витрат.* Зарубіжний досвід допускає збільшення вартості проекту на 7–12% за рахунок резервування коштів на форс-мажорні обставини. В українських умовах величина резерву має бути вище (експерти рекомендують рівень 20%).

Управління ризиками повинне здійснюватися на всіх етапах життєвого циклу продукції за допомогою керуючих заходів (рис. 7.4).



Рис. 7.4. Модель організації робіт з управління ризиками корпорації

У господарській практиці, як і у звичайному житті, не всі ризики вдається попередити. І для того, щоб забезпечити хоча б часткове відшкодування збитків, що зазнали, використовується така форма як їх страхування.

**Страхування** – система заходів щодо захисту інтересів юридичних і фізичних осіб за рахунок коштів створюваних ними фондів. Ці фонди знаходяться у розпорядженні страховика, що переймає на себе зобов’язання відшкодувати застрахованій особі при виникненні страхового випадку повністю або частково його збиток. Сума, що виплачується як покриття збитку, називається **страховим відшкодуванням**. Останнє, як правило, нижче за вартість ризику, тобто реальних збитків, витрат по їх попередженню або відшкодуванню. Проте страхування надає позитивну дію на підприємницьку діяльність, оскільки страхувальник отримує впевненість, що одержить компенсацію у разі збитку. У результаті господарюючий суб’єкт може активніше діяти на ринку.

Розрізняють наступні види страхування в бізнесі:

- страхування комерційних ризиків (їх види представлені у таблиці 7.2);
- майнове страхування;
- особисте страхування (зокрема, працівників компанії,

пов'язаних з небезпечними умовами праці);

- страхування цивільної відповідальності. Воно дозволяє особі, винній у спричиненні якого-небудь збитку, відшкодувати його.

Розмір збитку, понесеного страхувальником, визначається професійними експертами-оцінювачами. При цьому розрізняють повну загибель майна (ліквідацію бізнесу) або часткове пошкодження (збитки). Витрати на покриття збитків діляться на дві частки: компенсаційні і додаткові.

**Компенсаційні** – це витрати, пов'язані з порятунком майна, приведенням його до ладу, запобіганням ще більшому збитку.

**Додаткові** – це витрати на модернізацію відновленого устаткування і тому подібне. Такі витрати, зазвичай, не відшкодовуються, якщо це не передбачено договором про страхування. Характер взаємин страхувальника і страховика в різних страхових випадках показаний у таблиці 7.2.

Таблиця 7.2

### Характер взаємин учасників страхування ризиків корпорації

| Страховий випадок   | Характер взаємовідносин   |
|---|---|
| Збиток технічного походження (аварії, поломки і тому подібне) | Збитки підлягають відшкодуванню, якщо виникли внаслідок випадкових помилок персоналу, який має необхідну професійну підготовку  |
| Збиток навколишньому середовищу                               | Страхове відшкодування відповідних штрафів виплачується, якщо збиток навколишньому середовищу завданий неавтоматично, в результаті раптового нещасного випадку, при тому, що всі правила техніки безпеки дотримувалися повністю |
| Комерційні невдачі  | Відшкодовуються втрати через непередбачувані і несприятливі зміни кон'юнктури ринку, неповернення кредиту і тому подібне  |
| Збиток від стихійних лих                                      | Ставки страхових платежів розраховуються для кожного страхувальника індивідуально   |

Специфічною формою страхування є хеджування. *Хеджування* – це спосіб страхування ціни реальних і фінансових активів (цінних паперів, валюти) від ризику небажаної зміни в майбутньому цієї ціни. Небажаним для володаря активів у даному випадку є зниження ціни, а для потенційного покупця активів – підвищення їх ціни.

Хеджування здійснюється за допомогою ф'ючерсних і опційних операцій.

**Ф'ючерсна операція** передбачає, що одна сторона зобов'язалася у встановлений термін продати, а інша сторона – купити активи за обумовленою ціною. Сама операція також страхується від одностороннього розірвання шляхом внесення застави (депозиту), що повертається після здійснення операції.

Страхувати реальні операції можна, як вже вказувалося, через опціон.

**Опціон** – це контракт, при якому продавець за певну безповоротну плату (премію) надає покупцеві право зробити операцію (в обумовлені терміни і з обумовленою ціною) або відмовитися від неї. Розмір премії залежить при цьому від наступних чинників:

- динаміки цін на реальні активи (чим більше їх коливання, тим вище премія, оскільки в подібних умовах продаж активів зазвичай буває вигідним);
- співвідношення попиту і пропозиції на ринку опціонів;
- терміну виконання опціону (при його віддаленні премія збільшується, оскільки за триваліший період можливі різкі коливання цін);
- величини відсоткових ставок на короткострокові депозити - при зменшенні ставок премія збільшується і навпаки, при зростанні ставок премія знижується, оскільки гроші можна замість операції розмістити на банківському депозиті).

Характерною особливістю опціону є те, що величина ризику визначається тільки розміром премії. Цим опціон нагадує страховий поліс.

*Процедура опціону має чотири варіанти:*

1. Продаж опціону на продаж активу (так званий „короткий шлях”);
2. Продаж опціону на покупку активу („короткий колл”);
3. Покупка опціону на продаж активу („довгий пул”);
4. Покупка опціону на покупку активу („довгий колл”).

На практиці корпорації можуть страхувати себе таким чином: при покупці реальних активів можна одночасно придбати опціон на їх продаж (ця стратегія носить назву „Синтетичний довгий пул”), а зобов’язання на продаж реальних активів застрахувати покупкою опціону на їх покупку („синтетичний довгий колл”). У цих випадках втрати не перевищуватимуть розмір премії.

Ризик недобросовісної поведінки виникає після здійснення операції: кредитор несе ризик того, що позичальник почне займатися діяльністю, небажаною для кредитора. Вирішення даних проблем полягає у створенні і продажу інформації, у державному регулюванні, направленому на збільшення інформаційної прозорості фінансових ринків, у необхідності надання забезпечення при висновку боргового зобов’язання або наявності значного власного капіталу фірми, а також у проведенні моніторингу і введенні обмежень на можливі види діяльності.

Фінансова криза спричиняє найбільший збиток фінансовим ринкам. Причиною цього служить загострення проблем хибного вибору і ризик недобросовісної поведінки, через що фінансові ринки не в змозі здійснювати перекачування коштів особам з ефективними інвестиційними можливостями. Це веде до різкого спаду економічної активності. Можна виділити п’ять основних чинників, що призводять до фінансової кризи:

- 1) зростання процентних ставок; падіння цін на фондовому ринку (що означає, скорочення власного капіталу корпорацій);

- 2) різке і неочікуване зниження рівня цін, що збільшує зобов'язання фірми в реальному вираженні (оскільки боргові виплати фіксовані угодою в номінальному вираженні);
- 3) ризик невизначеності, пов'язаний з банкрутством великої фінансової або нефінансової установи;
- 4) з економічним спадом або крахом фондового ринку;
- 5) банківська паніка, при якій багато банків припиняють своє існування.

## **7.2 ОСОБЛИВОСТІ АНТИКРИЗОВОГО УПРАВЛІННЯ В КОРПОРАЦІЯХ**

---

Нерівномірний розвиток економіки, її окремих галузей, що виражається в коливаннях обсягів виробництва і збуту, рівня цін на ресурси, курсів валют і тому подібне, може породжувати кризові ситуації як для цілих країн і регіонів, так і для окремих господарюючих одиниць. Кризові ситуації можуть посилитися (а інколи і породжуватися) некомпетентним менеджментом компанії.

Запобігати, а у разі їх виникнення, нейтралізувати такі ситуації покликаний *антикризовий менеджмент*. Тракткування змісту антикризового управління пройшло декілька етапів. Спочатку під цим розуміли управління нерентабельними, збитковими підприємствами, банкрутами, такими суб'єктами бізнесу, що вимагають фінансового оздоровлення під контролем державних органів. Потім антикризове управління почали розуміти швидше як превентивне, що заробігає виникненню кризової ситуації. Надалі антикризове управління почали розглядати у ширшому плані, а саме як процеси управління економічними об'єктами у напрямі запобігання або знеслабленні можливості виникнення кризових ситуацій, загрозливих існуванню організації.

Відомо, що будь-яка економічна діяльність пов'язана з ризиком. Тому управлінню економічними об'єктами властива антикризова спрямованість, як мовиться, „за визначенням”.

Виходячи зі сказаного вище, під **антикризовим управлінням (менеджментом)** слід розуміти систему заходів з виявлення, запобігання і подолання кризових ситуацій.

Поняття „криза” і „кризова ситуація” включають різні події в діяльності корпорації від збоїв у виробничій сфері до серйозних фінансових і соціальних проблем. Слід зазначити, що суть кризи у тому, що це не одномоментна подія, а більш менш тривалий процес накопичення (накладення один на одного) різних несприятливих для корпорації чинників як зовнішнього, так і внутрішнього характеру. Важливо своєчасно виявити несприятливі тенденції в розвитку корпорації і нейтралізувати їх.

Зазвичай кризові ситуації розвиваються таким чином:

- *перша стадія*: окремі випадки неефективності у виробничій і збутовій сфері (збільшення запасів при стабільних або таких, що знижуються обсягах продажів, проблеми з постачаннями і якістю продукції);

- *друга стадія*: прискороеного виникнення проблем з якістю продукції, браком матеріалів, затримкою з виплат зарплати, посилюванням позиції постачальників і кредиторів;

- *третья стадія*: невиконання виробничих графіків, реклаमाції споживачів, серйозний брак власних оборотних коштів, повна втрата довіри постачальників і кредиторів і у результаті – хаос.

Природно, що краще не доводити ситуацію до хаосу, а наладити систему раннього виявлення симптомів майбутнього неблагополуччя корпорації. Такими *симптомами* можуть бути:

- падіння доходів і прибутковості корпорації, а також курсової вартості її акцій;

- негативна реакція на ті або інші заходи корпорації її постачальників, споживачів, кредиторів, банків (наприклад, на зміну стратегії або реорганізацію корпорації, на створення

нових або припинення традиційних видів бізнесу і тому подібне);

- порушення структури бухгалтерського балансу корпорації, а також затримки у наданні бухгалтерської звітності;
- зростання заборгованості корпорації постачальникам і кредиторам;
- позачергові перевірки корпорації органами державного управління.

Як відомо, інтереси різних учасників господарської діяльності неоднакові, а тому неоднакові для них і „сигнали” про неблагополуччя компанії, що наближається (табл. 7.3).

Таблиця 7.3

**Показники наближення кризової ситуації  
для різних учасників господарської діяльності**

| Група учасників | Показники   |
|-----------------|---|
| Власники        | Падіння ринкової вартості власного капіталу корпорації, тобто коли $ПРВВК + ПД < ПВВК$ , де ПРВВК – поточна ринкова вартість власного капіталу; ПД – розмір поточних дивідендів; ПВВК – первинна вартість власного капіталу |
| Кредитори       | Прострочення платежів на термін більше трьох місяців, а також, якщо прострочена сума перевищує 500 мінімальних розмірів оплати праці (відповідно до законодавства)  |
| Державні органи | Несплата податків і інших обов’язкових платежів, соціальні конфлікти в колективі корпорації, подання кредиторами позову до господарського суду про визнання корпорації банкрутом  |

*Головна мета антикризового управління – виведення корпорації з ситуації, що склалася. Основний напрям у процесі цього виведення – **максимізація вартості бізнесу корпорації**. Саме збільшення вартості бізнесу можливе за рахунок *трьох груп чинників: виробничих, інвестиційних і фінансових.**

У рамках *виробничих чинників* слід вирішити про номенклатуру і якість виготовленої продукції, і раціональність



поточних витрат, про ринки збуту і ціноутворення, систему збуту і післяпродажний сервіс.

У сфері *інвестиційних чинників* ризик-менеджерам слід вирішувати питання управління вкладеннями в основні і оборотні засоби, оптимізації рівня і структури власного оборотного капіталу (зокрема, розмірів запасів, дебіторської і кредиторської заборгованості).

До *фінансових чинників* у даному випадку відносяться вартість власного капіталу, його структура, сума боргів, дивідендна політика компанії, ступінь ділового ризику.

Іншим напрямом антикризового менеджменту є **реструктуризація** корпорацій, що передбачає принципові зміни в характері виробництва, структурі власності і капіталу. Головна мета реструктуризації корпорації, що знаходиться у кризовій ситуації, це – максимально можливе задоволення вимог кредиторів. Інтереси власників (акціонерів) у цьому випадку відступають на другий план. У менш драматичній для компанії ситуації використовують стратегію реструктуризації із задоволенням інтересів як кредиторів, так і мінімальних вимог власників.

Використання реструктуризації корпорацій як способу виходу з кризової ситуації можна віднести до так званої захисної (або пасивної) тактики, оскільки основні зусилля тут направляються на скорочення всіх витрат компанії, а звідси - і виробництва в цілому. Така тактика застосовується зазвичай в дуже „запущених” випадках. Ясно, що масове вживання захисної тактики призведе тільки до ще масштабнішої кризи.

Ефективнішою є наступальна тактика, заснована не стільки на оперативних, скільки на стратегічних рішеннях (рис. 7.5).

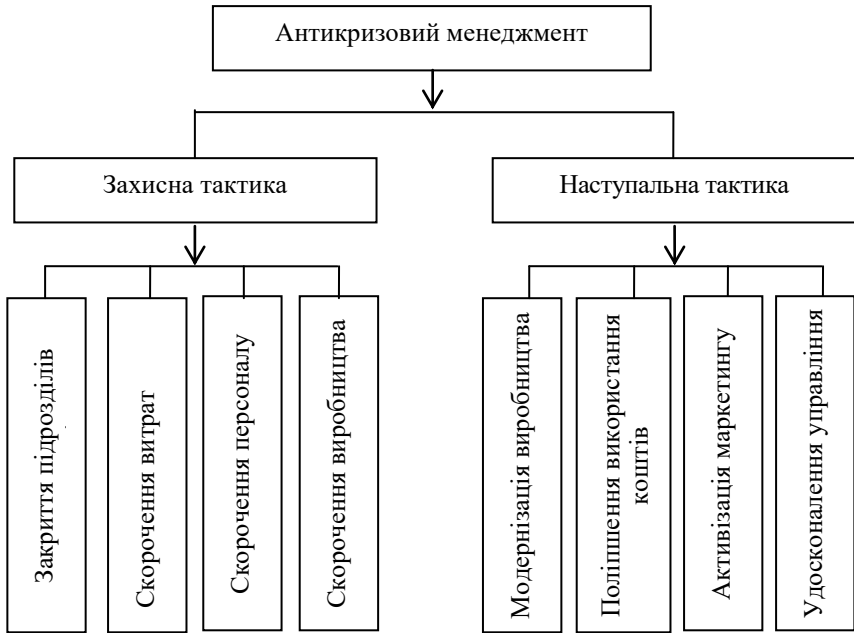


Рис. 7.5. Тактичні варіанти антикризового менеджменту

Крайнім вираженням кризової ситуації є **банкрутство корпорації**.

*Під банкрутством (неспроможністю) корпорації розуміється нездатність задовольнити вимоги кредиторів з оплати товарів, забезпечити обов'язкові платежі до бюджету і позабюджетні фонди у зв'язку з перевищенням зобов'язань над вартістю майна або у зв'язку з незадовільною структурою балансу боржника.*

Фактом банкрутство стає після відповідного рішення господарського суду, або після офіційного оголошення про нього боржником при його добровільній ліквідації. Причини

банкрутства бувають різні: як ті що знаходяться усередині корпорації, так і ті, що лежать за її межами. У разі абсолютної збиткової діяльності корпорації постає питання про її ліквідацію.

Найбільш ефективним профілактичним засобом у плані запобігання банкрутству корпорації є систематичний аналіз її фінансового стану. Основні оціночні показники такого аналізу:

#### **Коефіцієнт забезпечення власними коштами ( $K_{ЗВК}$ )**

$$K_{ЗВК} = (D_{ВК} - \Phi B_{OЗ}) / A_{об} ; \quad (7.1)$$

де  $D_{ВК}$  – обсяг джерел власних коштів;

$\Phi B_{OЗ}$  – фізична вартість основних засобів та інших необоротних активів;

$A_{об}$  – фактична вартість оборотних активів компанії.

Корпорація визнається неплатоспроможністю, якщо  $K_{ЗВК}$  наприкінці звітного періоду менший 0,1.

#### **Коефіцієнт поточної ліквідності ( $K_{ПЛ}$ )**

$$K_{ПЛ} = A_{об} / Z_K ; \quad (7.2)$$

де  $Z_K$  – короткострокові заборгованості компанії (короткострокові кредити банків, короткострокові займи, кредиторська заборгованість).

Корпорація визнається платоспроможною, якщо  $K_{ПЛ}$  наприкінці звітного періоду менше 2,0

Відповідно до Господарського кодексу України відносно компанії-боржника використовуються наступні процедури (рис. 7.6).

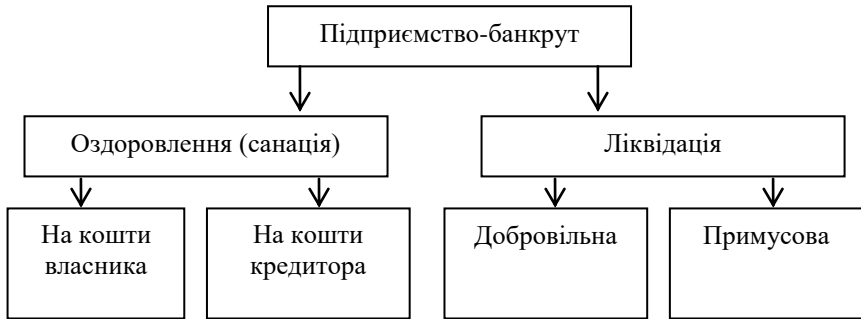


Рис. 7.6. Варіанти процедури банкрутства

Особливо важливе місце в антикризовому менеджменті займає управління персоналом кризової компанії, оскільки саме від компетенції і поведінки людей у несприятливій ситуації залежить результат „оздоровчої” діяльності.

Є два принципові підходи до роботи з персоналом в екстремальних ситуаціях:

- структурна перебудова з ліквідацією або скороченням підрозділів компанії, а отже, і скороченням робочих місць;
- створення унікального, привабливого образу фірми як для свого персоналу, так і для партнерів корпорації.

Другий підхід представляється продуктивнішим, оскільки орієнтований не на просту зміну (скорочення) чисельності працівників, а на пробудження їх творчої ініціативи. Цей другий шлях базується на наступних принципах:

1. *Оптимізація кадрового потенціалу компанії.* Тут перевага віддається спрощенню організаційної структури управління, а не скороченню робочих місць. Цей принцип передбачає також періодичну переоцінку кадрової структури компанії, навчання персоналу, заохочення кращих працівників, висунення їх на керівні посади, орієнтацію на командну роботу.

2. *Формування унікального кадрового потенціалу.* Мова йде про створення творчого ядра в колективі, тобто групи висококласних фахівців і менеджерів, які можуть забезпечити

компанії конкурентні переваги, створюючи нові унікальні види продукції, послуги або технології, недоступні конкурентам.

Стан економіки будь-якої держави, добробут її населення кінець кінцем визначається результативністю діяльності багаточисельних господарюючих суб'єктів країни. Якщо в державі переважають високорозвинені виробничі структури, здатні проводити і реалізовувати наукоємну, високотехнологічну продукцію, то весь комплекс суспільних потреб країни задовольнятиметься своєчасно і повно. У той же час ринкова економіка характерна тим, що її господарюючі одиниці здійснюють свою діяльність в умовах невизначеності, непередбачуваності. Ця невизначеність може складатися під дією безлічі причин, серед яких соціально-економічна і політична нестабільність, недосконалість комерційного законодавства, міжнаціональні, міжконфесійні, міжрегіональні конфлікти, демографічний спад, криміналізація суспільства. Все це істотно загострює проблему забезпечення безпечності бізнесу компанії.

*Безпека корпорації* – це такий її стан, коли їй не загрожує втрата незалежності, цілісності або банкрутства, а у разі виникнення таких погроз, корпорація взмоє від них захиститися.

Забезпечення такого (тобто безпечного) стану корпорації вимагає від її менеджменту постійного обліку і аналізу джерел ризику, небезпеки і загроз. Названі джерела можуть мати різне походження: природне (повені, пожежі, урагани, засухи і тому подібне), техногенне (аварії на виробництві) і соціальне походження.

Залежно від ступеня небезпеки виділяють наступні чотири рівні деструктивних чинників (по зростаючій):

- вірогідність виникнення стану, здатного породити небезпеку;
- має місце тиск, провокаційні дії;
- реальна можливість нанести компанії збиток;

- відкритий намір нанести компанії збиток.

Уникнути появи вищезазначених чинників або щонайменше, понизити ступінь їх впливу на діяльність корпорації покликаний менеджмент безпеки, система якого в загальному вигляді наведена на рис. 7.7.

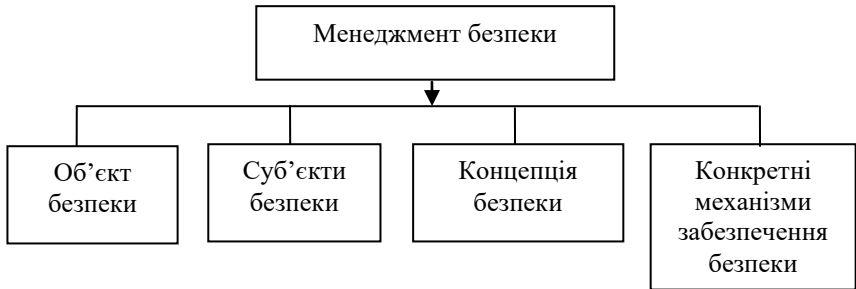


Рис. 7.7. Система менеджменту безпеки корпорації

**Об'єкт безпеки** – це те, на що спрямовані зусилля суб'єкта безпеки (економічна і політична система держави, регіон, галузь економіки, корпорація, домашнє господарство, окрема особа).

**Суб'єкти безпеки** – це організації, служби, окремі особи, що забезпечують безпеку об'єкту.

**Концепція безпеки** – це ідеологія побудови системи безпеки, що визначає мету, функції і структуру цієї системи.

Варіант концептуальної моделі забезпечення безпеки, зокрема, безпеки майна компанії наведено на рис. 7.8.

Конкретні механізми забезпечення безпеки визначають поведінку і способи взаємодії окремих структур і осіб у процесі здійснення своїх функцій.

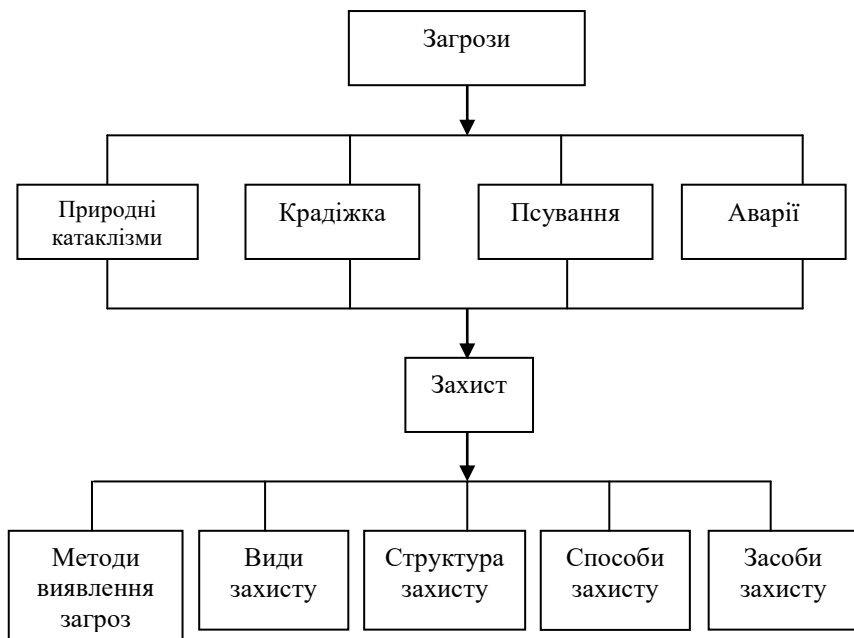


Рис. 7.8. Концептуальна модель забезпечення безпеки майна корпорації

Система безпеки кожної окремої компанії покликана забезпечувати наступні *види безпеки*:

- економічну;
- виробничу;
- фізичну;
- інформаційну;
- екологічну;
- психологічну;
- науково-технічну.

Природно, що найважливішим пріоритетом для будь-якої корпорації є **економічна безпека**, незабезпеченість якої ставить під загрозу саме існування компанії. Основними напрямками гарантування економічної безпеки компанії є ефективне використання корпоративних ресурсів (землі,

капіталу, кадрів, інформації, технології, підприємницьких здібностей менеджменту тощо), ретельний підбір партнерів, успішна боротьба з конкурентами, прагнення уникати невинного комерційного ризику, активна науково-дослідницька і маркетингова діяльність, зберігання комерційної таємниці й ін. Звідси, забезпечення економічної безпеки компанії охоплює практично всі ключові аспекти її діяльності.

Особливу увагу слід приділяти вивченню ділових партнерів компанії, їх іміджу, платоспроможності, тривалості і успішності функціонування. В умовах ринкових стосунків, що не зміцнили, встановлення ділових зв'язків з несумлінними постачальниками або споживачами може нанести корпорації значний економічний збиток (через невчасне постачання або низьку якість матеріальних ресурсів, невчасну оплату готової продукції і тому подібне). Найпильніша увага повинна приділятися і конкурентам, особливо методам ведення ними конкурентної боротьби, оскільки поряд з сумлінною в практиці часто мають місце випадки несумлінної конкуренції, до якої відносяться і методи незаконного добування інформації (табл. 7.4).

Забезпечення економічної безпеки корпорації – не другорядне, а життєво важливе питання, оскільки в результаті навмисної ворожої діяльності несумлінних партнерів або конкурентів, а також у результаті ухвалення невинного ризикованих комерційних рішень корпорації може бути нанесена катастрофічна втрата. У зв'язку з цим питаннями забезпечення не лише економічного, але і всього комплексу безпеки компанії, повинні займатися професіонали.

Великі компанії (а корпорації всі такі), як правило, створюють свої власні служби безпеки. Природно, що вони повинні діяти в рамках існуючого законодавства і не суперечити йому. Зазвичай у складі названих служб безпеки присутні підрозділи охорони, режиму, по роботі з персоналом,



секретного документообігу, інформаційно-аналітичної роботи, оперативного реагування.

Таблиця 7.4

### Види і методи конкурентної боротьби

| Види конкурентної боротьби  |  | Методи отримання інформації   |  |
|---|--|---|--|
| добросовісна  | недобросовісна   | законні   | незаконні  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- створення більш якісних товарів і послуг;</li> <li>- скорочення поточних витрат;</li> <li>- впровадження досягнень науки і техніки;</li> <li>- удосконалення системи управління;</li> <li>- поліпшення іміджу компанії;</li> <li>- здійснення соціально-значущих проектів</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- промислово-економічний шпіднаж;</li> <li>- неправдива реклама;</li> <li>- неправдиве банкрутство;</li> <li>- шахрайство;</li> <li>- корупція;</li> <li>- підробка торговельної марки;</li> <li>- наклеп;</li> <li>- демпінг;</li> <li>- переманювання персоналу;</li> <li>- зірвання угод;</li> <li>- ворожечі поглинання;</li> <li>- нанесення матеріальної шкоди</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- збір, систематизація, аналіз інформації у відкритому друку;</li> <li>- вивчення якості продукції та послуг конкурентів;</li> <li>- вивчення реклами конкурентів;</li> <li>- відвідування виставок, ярмарок, конференцій, фірмових магазинів</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- викрадання документів, дослідних зразків виробів;</li> <li>- шантаж;</li> <li>- прослуховування розмов;</li> <li>- підкуп співробітників;</li> <li>- неправдиві пропозиції і фіктивні переговори;</li> <li>- негласний контроль кореспонденції</li> </ul> |

Зрозуміло, служба безпеки на різних підприємствах може бути організована по-різному. Проте вона повинна відповідати наступним спільним вимогам:

- бути ексклюзивною, тобто пристосованою виключно до характеру і умов функціонування саме даної компанії;
- бути комплексною, тобто забезпечувати всі види безпеки корпорації і мати у своєму складі всі необхідні для цього структури і технічні засоби;
- бути самостійною структурною одиницею компанії зі своїм керівництвом, чітко прописаними правами і обов'язками.

Метою діяльності служби безпеки є своєчасне виявлення і попередження як зовнішніх, так і внутрішніх загроз і небезпеки, а також забезпечення умов для спокійної, стійкої роботи компанії.

У сучасному світі вцілому і в його економічній сфері величезне значення має інформація. Хто володіє інформацією, той володіє владою. Ця теза поза сумнівом актуальна для будь-якої господарюючої одиниці. Як правило, саме той, хто володіє інформацією, досягає найбільшого успіху. Тому, така важлива для будь-якої корпорації ***інформаційна безпека***.

За своїм призначенням всю сукупність інформаційних потоків, циркулюючих у підприємницькій діяльності, можна згрупувати в три основні напрями:

- комерційна інформація (відомості про обсяг і структуру капіталу, персонал, фінанси і тому подібне);
- правова інформація (закони, накази, постанови, розпорядження);
- оперативна інформація (відомості про форми і засоби забезпечення безпеки комерційної інформації від доступу небажаних осіб).

Поряд з наведеним вище, усю сукупність інформації можливо розділити також за ступенем її відкритості (табл. 7.5).

Таблиця 7.5

## Групування інформації корпорації за ступенем її відкритості

| Вид інформації   | Зміст   |
|--|---|
| Відомості, які не повинно приховувати                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>- засновницькі та реєстраційні документи, статут компанії;</li> <li>- відомості за встановленими формами звітності;</li> <li>- відомості про платоспроможність;</li> <li>- дані про чисельність і склад персоналу, умови праці і зарплату, про наявність вакансій;</li> <li>- документи про сплату податків та обов'язкових платежів;</li> <li>- відомості про забруднення навколишнього середовища та інших порушеннях законодавства України;</li> <li>- відомості про участь посадових осіб у підприємницькій діяльності</li> </ul>  |
| Відомості, що становлять господарську цінність (комерційну таємницю) | <ul style="list-style-type: none"> <li>- фінансова інформація (прибуток, товарообіг, кредити, фонд зарплати, вартість основних та обігових фондів, банківські рахунки, калькуляція собівартості);</li> <li>- ринкова інформація (ціни, знижки, умови угод, ринкова політика; склад торговельної мережі, канали збуту та ін.);</li> <li>- відомості про продукцію і технології її виробництва (особливості обладнання і технології, виробничі потужності, організація виробництва, номенклатура продукції, плани розвитку виробництва та ін.);</li> <li>- відомості про науково-дослідницькі та дослідно-конструкторські розробки;</li> <li>- відомості про персонал (чисельність і перелік осіб, які приймають рішення);</li> <li>- відомості про систему матеріально-технічного забезпечення (партнери, потреба у сировині, матеріалах, транспорті, енергоносіях);</li> <li>- відомості про принципи управління компанією</li> </ul> |

Щодо першого виду інформації, то перелік вхідних до нього позицій визначається Законом України „Про інформацію”, Господарським і Цивільним кодексами України. Вимагати ознайомлення з нею можуть у межах своєї компетенції:

- правоохоронні органи;
- податкові служби;
- аудиторські фірми;
- державні заклади;
- екологічні організації;
- профспілки;
- санепідемстанції;
- партнери компанії.

Відносини в другій групі інформації визначаються Господарським і Цивільним кодексами України. У них говориться, що „Інформація складає службову або комерційну таємницю у випадку, коли інформація має дійсну або потенційну комерційну таємницю в силу невідомості її третій особі, до неї немає вільного доступу на законних засадах і власник інформації приймає заходи щодо охорони її конфіденційності. Відомості, які не складають службову або комерційну таємницю, визначаються законом та іншими правовими актами.

Склад цієї групи інформації може відрізнитись у різних компаніях в залежності від специфіки діяльності. У будь-якому випадку конфіденційна інформація повинна бути надійно захищена. У систему такого захисту входить:

- визначення переліку свідчень, що мають відношення до комерційної таємниці компанії;
- перелік можливих зlodіїв, зацікавлених у розкритті комерційної таємниці інформації;
- оцінка збитку від можливого розкриття комерційної таємниці корпорції;
- визначення можливих каналів витоку конфіденційної інформації;

- розрахунок витрат на організацію захисту інформації;
- проектування структури, яка буде захищати конфіденційну інформацію, і механізм її роботи.

Принципова схема функціонування системи інформаційної безпеки компанії продемонстрована на рис. 7.9. Система захисту інформації включає в себе ряд організаційних, правових, економічних, технічних і інших заходів.

Особи, які незаконним шляхом отримали інформацію, що складає службову або комерційну таємницю, зобов'язані відшкодувати завдані збитки. Така ж зобов'язаність покладається на службовців, що розголосили службову або комерційну таємницю всупереч трудовому договору (контракту), а також на контрагентів, що зробили це всупереч цивільно-правовому договору.

Основним засобом накопичення, обробки, зберігання і передачі інформації в даний час є корпоративні інформаційні системи, технічну основу яких складає сучасна електронно-обчислювальна техніка. Враховуючи широке вживання електронних технологій „безпаперового” документообігу, важливою гранню системи інформаційної безпеки компанії стає забезпечення *комп'ютерної безпеки*.

У сучасних умовах збій локальних мереж може паралізувати роботу будь-якої господарюючої структури і призвести до серйозних матеріальних втрат.

Існують три основні постулати комп'ютерної інформаційної безпеки:

- збереження інформації (тобто її захист від збоїв, що ведуть до втрати інформації, а також від несанкціонованого створення або знищення даних);
- конфіденційність (тобто закритість) інформації;
- доступність інформації тільки для авторизованих користувачів.

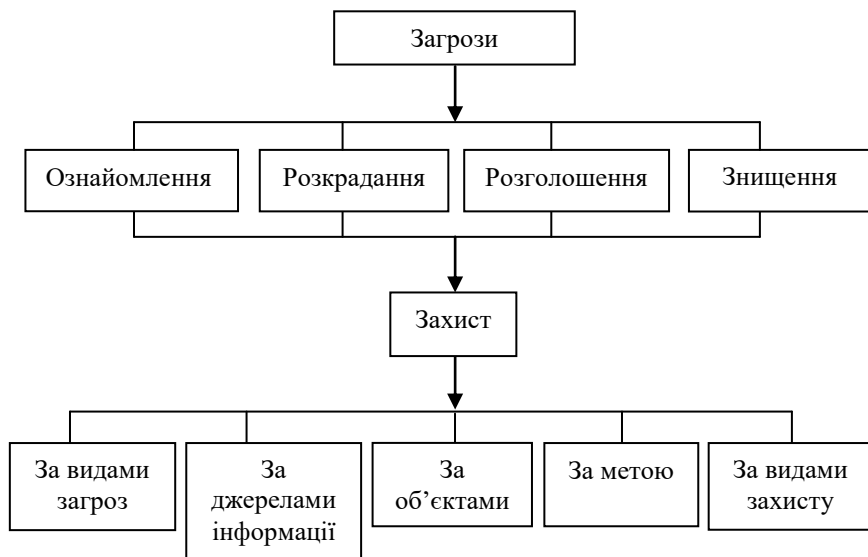


Рис. 7.9. Схема забезпечення інформаційної безпеки

Збереженню конфіденційної інформації можуть загрозувати:

1. Несанкціонований доступ до інформації, що зберігається в комп'ютері. Зазвичай це робиться з використанням чужого імені, модифікації програмного і інформаційного забезпечення, зміною фізичних адрес технічних пристроїв, установкою записуючої апаратури й ін. (до таких зловмисників відносяться так звані хакери, а також спецслужби).

2. Розробка і поширення комп'ютерних вірусів. Віруси упродовжують в операційну систему, чи прикладну програму або у мережевий драйвер. Наслідки дії комп'ютерних вірусів можуть бути катастрофічними, призвести до стирання файлів, знищення програмного забезпечення.

3. Помилки програмного забезпечення.

4. Відмови або збої (так звані „зависання”).

5. Введення в програмне забезпечення так званого

„троянського коня”, що веде до виконання системою нових програм, що не планувалися власником, функцій (наприклад, відрахування на особовий рахунок шахрая певної суми з кожної операції).

6. Розкрадання комп'ютерної інформації (зокрема копіювання програмного забезпечення).

7. Наслідки стихійних лих, пожеж, військових дій, терористичних актів.

Всі заходи щодо забезпечення комп'ютерної безпеки можна розділити на три групи: організаційні, технічні і правові.

**Організаційні** заходи – це вибір місця розташування обчислювальних центрів, забезпечення їх обслуговування, ретельний підбір персоналу, взаємоконтроль тих, що працюють в обчислювальному центрі, план швидкого відновлення працездатності центру після виходу його з ладу, призначення відповідальних за збереження інформації.

**Технічні** заходи – це, насамперед, захист від несанкціонованого доступу до системи за допомогою встановлення спеціальних паролів, розробка антивірусних програм, резервування обчислювальних ресурсів, устаткування центрів системами виявлення і гасіння пожеж. До цієї групи заходів відноситься також захист від розкрадань і диверсій.

До **правових** заходів відносяться розробка системи захисту авторських прав програмістів, вдосконалення цивільного і кримінального законодавства, судочинства.

Розширення діяльності корпорації, пов'язане, головним чином, з процесами інтеграції в економіці, веде до появи в компанії філій, дочірніх структур і тому подібне. Це вимагає забезпечення доступу до обчислювальних і інформаційних ресурсів головного офісу компанії віддалених користувачів. Для цього, зазвичай, використовуються кабельні лінії і радіоканали. Забезпечення безпеки інформації, що передають по вказаних каналах, вимагає особливої уваги.

**Управління екологічною безпекою**

Безперервне зростання економіки, систем життєдіяльності людини веде до адекватного зростання споживання природних ресурсів і, як наслідок, до прогресуючого забруднення навколишнього середовища. Порушується природний кругообіг біогенних речовин біосфери, її нормальне функціонування. У цих умовах збільшується не лише соціально-економічна, але й екологічна відповідальність всіх учасників виробничо-господарської діяльності.

Ігнорування компаніями охорони навколишнього середовища, раціонального використання природних ресурсів, екологічної безпеки веде до втрати ними суспільного визнання, свого іміджу і конкурентоспроможності. Споживачі віддають перевагу екологічно чистій продукції, виготовленій на екологічно бездоганних підприємствах (таких, що використовують екологічно чисту сировину і що запобігають забрудненню навколишнього середовища).

Завдання забезпечення екологічної господарської діяльності вирішує *екологічний менеджмент*, який у широкому сенсі є управлінням взаємодією суспільства з природним середовищем в цілях збереження якості цього середовища, що забезпечує стійкий і безпечний розвиток суспільства.

У вузькому (стосовно корпорації) сенсі *екологічний менеджмент* – це забезпечення екологічно безпечного виробництва, балансу підприємницьких і суспільних інтересів.

Такий баланс забезпечується при виконанні компаніями наступних функцій:

- дотримання природоохоронного законодавства;
- контроль екологічних наслідків своєї виробничо-господарської діяльності;
- вдосконалення технологічних процесів у напрямі скорочення або повної ліквідації виробничих відходів і



токсичних викидів;

- організація оперативної інформації про реальний екологічний стан;

- постійна роз'яснювальна робота з персоналом з метою підвищення спільної екологічної культури і ознайомлення з екологічними аспектами діяльності компанії.

Взаємини господарюючих одиниць з навколишнім середовищем регулюються в Україні системою *екологічного законодавства*, що включає природоохоронне законодавство.

Система екологічного законодавства включає також міжнародні правові акти, що діють і усередині країни на основі пріоритету міжнародного права.

Основним комплексним законодавчим актом є Закон України „Про охорону навколишнього природного середовища”, який передбачає:

- 1) планування і фінансування природоохоронних заходів;
- 2) встановлення лімітів використання природних ресурсів, викидів і скидань в навколишнє середовище шкідливих речовин і розміщення відходів;
- 3) встановлення нормативів плати і розмірів платежів за використання природних ресурсів, зборів і викидів у навколишнє середовище забруднюючих речовин і розміщення відходів;
- 4) відшкодування збитку, нанесеного навколишньому середовищу і здоров'ю людини;
- 5) надання фізичним і юридичним особам податкових, кредитних і інших пільг при впровадженні ними безвідходних і ресурсозберігаючих технологій, нетрадиційних видів енергії.

Важливим розділом екологічного менеджменту є ***управління екологічною безпекою***, що забезпечує захист життєво важливих інтересів особи, суспільства і держави від внутрішніх і зовнішніх загроз природного і техногенного характеру (табл. 7.6).

## Загрози екологічної безпеки

| Вид загроз          | Зміст   |
|---------------------|---|
| Природні загрози    | – землетрус;<br>– повінь;<br>– урагани;<br>– снігопади;<br>– селі;<br>– обмерзання;<br>– посухи;<br>– падіння великих космічних тіл;<br>– зливи |
| Техногенні загрози  | – пожари;<br>– викиди отруйних речовин;<br>– вибухи;<br>– радіоактивні відходи  |
| Соціально-політичні | – національні і регіональні конфлікти поблизу техногенних об'єктів;<br>– диверсії і тероризм;<br>– страйки                                      |

Залежно від рівня, на якому здійснюються функції управління екологічною безпекою, остання буває:

- *індивідуальною* (безпека окремої особи);
- *об'єктною* (безпека окремого господарюючого суб'єкту) локальною (безпека муніципальної території, промислової зони); регіональною (безпека адміністративної територіальної освіти);
- *державною* (безпека окремої країни вцілому);
- *міждержавною* (безпека групи суміжних держав);
- *континентальною* (безпека цілого континенту);
- *глобальною* (безпека всієї світової спільноти).

Ступінь загрози екологічної безпеки покликана встановлювати екологічна експертиза, яка має на своїй меті виявити відповідність планованої господарської або іншої

діяльності екологічним вимогам і можливі несприятливі наслідки такої діяльності. *Екологічна експертиза базується на наступних основних принципах:*

1. Презумпція потенційної екологічної небезпеки будь-якою планованою господарською або іншою діяльністю.

2. Обов'язкове проведення державної екологічної експертизи до ухвалення рішення про реалізацію об'єкту.

3. Незалежність експертів при проведенні експертизи.

4. Гласність при проведенні експертизи і відвертість її результатів.

Якщо корпорація не змогла підготувати плацдарм для нового зльоту - не був знайдений новий товар і підготовлений до виводу на ринок, старий товар відповідно до циклу життя або через конкуренції виробив свій ресурс, організація переходить на стадію спаду. Досягнуті рубежі неможливо утримати, втрачається клієнт, підприємство вимушене зменшувати обсяги виробництва, скорочувати персонал, мінімізувати організаційну структуру, скорочуючи витрати до мінімуму. Часто ситуація кризи супроводиться і неплатоспроможністю, що призводить до банкрутства.

У подібній ситуації управлінський персонал підприємства повинен провести серйозний аналіз і прийняти рішення про можливі варіанти подальшого розвитку. Існує декілька варіантів:

- *продаж підприємства корпорації* - повна ліквідація, продаж активів, звільнення персоналу і повне припинення діяльності;
- *введення зовнішнього управління* - запрошення нового менеджера (його можуть запропонувати кредитори, співробітники підприємства, господарський суд);
- *пошук інвестицій під конкретний проект вкладення коштів* - перебудова виробництва без зміни керівника.

І в другому, і в третьому випадках залишається завдання нормалізації діяльності, а для цього необхідно провести аналіз фінансового стану, знайти шляхи реорганізації, розробити

антикризову маркетингову, інвестиційну і організаційно-виробничу стратегії, знайти нових партнерів і інвесторів.

Для подолання кризи, що виникла, особливо важлива робота з персоналом. Діяльність кадрової служби на цьому етапі повинна включати діагностику кадрового потенціалу підприємства, розробку стратегії реорганізації і кадрових програм підтримки реорганізації, скорочення персоналу, підвищення продуктивності праці, вирішення конфліктів, що особливо загострюються в цей період.

При розробці антикризової програми роботи з персоналом організації важливо ситуацію кризи сприймати декілька ширше, ніж просто кризу в ситуації спаду виробництва і втрати замовників.

Якщо під кризовою ситуацією розуміти такий стан організації, при якому вона не здатна жити далі, не зазнаючи деяких внутрішніх змін, то, мабуть, кожна організація випробує цей стан, переходячи від однієї стадії життєвого циклу до іншої.

З точки зору людського чинника для ситуації кризи характерне виникнення, як мінімум, двох проблем: *розузгодження між професійним інструментарієм*, яким володіє персонал організації, і потрібним для нової ситуації, неадекватність норм і правил внутрішньоорганізаційного життя (власне корпоративної або організаційної культури) новим умовам.

Таким чином, можна передбачити, що ситуація кризи людської складової детермінується із зовні необхідністю зміни типу професійної діяльності, а зсередини - організаційної культури.

Так, перехід від стадії формування організації до її інтенсивного зростання, як правило, супроводжується першою кризовою ситуацією (*кризою зростання*).

Стадія формування, як правило, характеризується, з одного боку, наявністю в організації фахівців-розробників („новаторів”,

„творців”), готових, ґрунтуючись на потребах ринку, створювати і пропонувати новий (або потрібний) товар, а, з іншого, - превалюванням усередині організації тісних, довірчих, майже „родинних” стосунків, властивих органічній організаційній культурі. Проте для ефективного функціонування організації на стадії інтенсивного зростання на зміну „творцям” (або на додаток до них) повинні прийти „продавці”, комерсанти, тобто фахівці, здатні забезпечити просування товару на ринку. Причому зміна професійно-ролевого складу організації веде до появи нових організаційно-культурних норм. Нормальні умови існування і професійного розвитку „продавців” - це постійна конкуренція один з одним, характерна для підприємницької організаційної культури.

Наступна кризова ситуація чекає організацію, перехідну від стадії інтенсивного зростання до стадії стабілізації (*криза зрілості*). Для стадії стабілізації необхідні фахівці, здатні створювати ефективні технології, фіксувати (знову ж таки в технологічних схемах) найбільш вдалі підходи, виявлені в ході інтенсивного зростання організації. А це означає, що „продавців” - фаворитів стадії інтенсивного зростання - повинні змінити (або доповнити) „технологи”. А середовищем їх функціонування повинні стати правила суворої ієрархії, підлеглих, визначеності, що детермінуються професійною діяльністю. Такий тип стосунків характерний для бюрократичної організаційної культури, вступаючої в протиріччя з підприємницькою, ефективною для попередньої стадії.

Наступна криза чекає організацію при переході із стадії стабілізації в стадію спаду. Саме цю кризу можна вважати власне *кризою*, і саме для цього ми розглядали вище завдання управління. Для виживання організації, що опинилася на стадії спаду, необхідні абсолютно особливі фахівці, здатні об’єднати в собі навички розробників, продавців і технологів. З точки ж зору зміни норм і правил можна передбачити, що персонал

організації потребуватиме абсолютно особливого стилю стосунків - орієнтованому на лідера. Для подолання власне кризи, мабуть, особливе значення матиме те, що прийнято називати харизмою лідера. При цьому залежно від специфіки організації це може бути харизма вождя, суперпрофесіонала або комунікатора.

Ще однією важливою особливістю ситуації власне кризи, що детермінує здатність або нездатність організації вижити, є бажання і орієнтованість працівників на зміни (табл. 7.7).

Таблиця 7.7

**Типологія ситуацій власне кризи в корпорації**

| <i>Емоційна складова</i>        | <i>Інструментальна оснащеність</i>               |   |
|---------------------------------|--|---|
|                                 | Кадровий склад організації                       |   |
| Кадровий склад                  | <i>володіє необхідними професійними навиками</i> | <i>не володіє необхідними професійними навиками</i> |
| <i>не орієнтований на зміни</i> | Ситуація 1                                       | Ситуація 2  |
| <i>орієнтований на зміни</i>    | Ситуація 4                                       | Ситуація 3  |

**Ситуація 1. *Працівники організації не хочуть працювати в нових умовах, але оснащені інструментально.***

Ситуація характерна для багатьох досить наукоємких виробництв і ускладнюється тим, що саме у вузько спеціалізованих, але виконуючих дуже складну діяльність організаціях, зазвичай складаються високо згуртовані колективи, не орієнтовані на зміни. Розуміючи свою високу підготовленість, співробітники організації, як правило, закривають очі на зміни зовнішньої ситуації, при якій їх продукція виявляється непотрібною.

Завдання керівника, що опинився у подібній ситуації, полягає в тому, щоб підвищити рівень мотивації працівників на

зміни, пошук нових сфер діяльності. Для цього він може удаватися до провокації зміни ціннісних орієнтацій за допомогою конфліктів. Стратегія роботи з персоналом у цих умовах лежить у площині „примус - конфлікт - підкріплення”. Або керівникові вдається переконати працівників у правильності пропонованої їм стратегічної орієнтації підприємства і налагодити нормальний робочий контакт з підлеглими, або не вдається і тоді залишається лише позбавлятися від „ідейно протистоячих” працівників.

**Ситуація 2. *Працівники організації не хочуть працювати в нових умовах і недостатньо оснащені інструментально.***

Нерідко ця ситуація абсолютно справедливо розглядається як кризова у вузькому сенсі. Персонал організації упевнений, що всі причини їх складного положення пов'язані із зовнішніми чинниками, на які практично (принаймні у них) немає можливості впливати. Оцінка власних ресурсів (окрім фінансових і матеріально-технічних) найчастіше неадекватно завищена. Як правило, в такій організації переважає „технократична орієнтація”, відношення до ситуації як несприятливої, вимагаючою боротьби з агресивним середовищем за ресурси, що залишилися. Така організація внутрішньо відторгає будь-яку орієнтованість „на клієнта”, будь-яка зміна власної поведінки сприймається як відступництво.

По відношенню до керівника співробітники такої організації намагаються здійснити маніпуляцію, тобто включити його у власну гру, заручитися його підтримкою в боротьбі з „агресивним” оточенням (спочатку зовнішнім, а потім і внутрішнім).

Найпростіший вихід із кризи для такої організації полягав би в повному забезпеченні її ресурсами для реалізації звичної діяльності. Зрозуміло, що в умовах ринку таке неможливе або важко здійснимо. Завдання керівника у даній ситуації - протистояння маніпуляціям з боку персоналу і поступове

введення конкурентних стосунків між виконавцями як організаційної норми. Це дозволить „перехопити” ініціативу в управлінні і сформувати нову управлінську команду.

**Ситуація 3. *Працівники організації хочуть працювати в нових умовах, але недостатньо оснащені інструментально.***

Така ситуація може виникнути в організації, в якій або працюють високорефлексійні люди, або є сильний лідер, словам якого співробітники вірять і готові піти за ним. Часто такі підприємства самі виступають ініціаторами процесу про банкрутство.

Для співробітників подібного підприємства, як правило, найбільш істотно питання рівня професійної (спеціальної) компетентності керівника - йому будуть готові підкорятися лише в тому випадку, якщо він сам буде здатний працювати по-новому. Для керівника подібна ситуація може стати дуже сприятливою, якщо він зуміє організувати процес професійного навчання безпосередньо на робочому місці. Для цього необхідно, щоб і він сам, і сформована ним управлінська команда змогли працювати в режимі „інструктажу” і постійного (безперервного) навчання.

**Ситуація 4. *Працівники організації хочуть працювати в нових умовах і оснащені відповідним інструментарієм.***

Може виникнути питання, чому організація опинилася у кризовій ситуації? Лише тому, що криза може бути викликана не лише внутрішніми, але і зовнішніми (як макро-, так і мікроекономічними) причинами. Організацію, що має таку кадрову ситуацію, відрізняють високий ступінь готовності до змін, самоорганізованість. Для такої організації характерні увага до цінностей і загострене відношення до професіоналізму керівника. Причому, не стільки до наявності у нього спеціальних вузьких знань, скільки до його уміння сформулювати образ майбутнього і прийнятні для персоналу цілі і цінності. Працівники хочуть бачити свого керівника транспрофесіоналом, до того ж наділеним і лідерськими якостями.



Злиття, як антикризовий захід для багатьох сільгосппідприємств, стає одним з напрямків розвитку і захисту від небажаних поглинань в перспективі. З активізацією в Україні корпоративної хвилі злиття підприємств важливою є розробка систем економічної оцінки ефективності цих процесів та управління ними.

Вибір стратегічної альтернативи розвитку підприємства (в т. ч. злиття) найчастіше ставиться у залежність від ринкової кон'юнктури та інтенсивності його розвитку ( $N$ ):

$$N = \bar{Q} \times K, \quad (7.1)$$

де  $\bar{Q}$  – темп приросту доходу (виручки) підприємства від реалізації продукції (за певний період до злиття), %;

$K$  – коригувальний коефіцієнт потенціалу розвитку підприємства.

$K$  визначається методом експертних оцінок з урахуванням: можливостей щодо залучення підприємством додаткових інвестицій; нарощування виробничих потужностей; використання резервів зменшення витрат; активізації інноваційної діяльності; стадії життєвого циклу продукції; інфляції; кадрового потенціалу підприємства.

Вертикальне злиття є ефективнішим для підприємств з високим рівнем змінних витрат, а горизонтальне – відповідно, постійних. Оцінка структури витрат проводиться на основі коефіцієнтів змінних ( $K_3$ ) і постійних ( $K_n$ ) витрат. Кожне з підприємств очікує на позитивний економічний ефект (зниження витрат) від об'єднання зусиль щодо виробництва певних видів продукції:

$$K_3 = \frac{B_3 \times O_6}{C_3 \times O_3} \times 100\%, \quad (7.2)$$

$$K_n = \frac{B_n \times O_2}{C_3 \times O_3} \times 100\% , \quad (7.3)$$

де  $B_3$  і  $B_n$  – відповідно, зміни та постійні витрати підприємства, тис. грн.;

$C_3$  - загальна собівартість продукції підприємства, тис. грн.;

$O_6$  і  $O_2$  – обсяги виробництва певних видів продукції підприємства, навколо яких відбувається вертикальне і горизонтальне злиття, тис. грн.;

$O_3$  – загальний обсяг виробництва продукції підприємства, тис. грн.

Співвідношення  $K_3 < K_n$  вказує на доцільність горизонтального злиття підприємств, а  $K_3 > K_n$  – відповідно, вертикального. Потенційні партнери повинні мати такі значення коефіцієнтів: для вертикального злиття – однаково низькі  $K_n$  і високі  $K_3$ , а для горизонтального – однаково високі  $K_n$  і низькі  $K_3$ . Гранично високі значення коефіцієнтів - 40%.

При розгляді альтернатив горизонтального злиття важливо визначити потенціальних партнерів, яких необхідно порівнювати за показником прибутковості частини ринку підприємств ( $\Pi_{чр}$ ):

$$\Pi_{чр} = \frac{ВП}{Q \times B_k} \times 100\% , \quad (7.4)$$

де  $ВП$  – валовий прибуток, тис. грн.;

$Q$  – доход (виручка) від реалізації продукції (обсяг частини ринку), тис. грн.;

$B_k$  – вартість злиття підприємств, тис. грн.

$\Pi_{чр}$  може бути критерієм найприбутковішого підприємства або інвестиційно-найпривабливішого сегмента ринку. З групи підприємств обирається те, в якого  $\Pi_{чр} \Rightarrow \max$ . У разі, коли  $\Pi_{чр}$  для підприємства новоствореного після злиття більше  $\Pi_{чр}$ , рішення про вибір партнера буде позитивним.

При оцінці ефективності злиття підприємств слід сформулювати стратегію розвитку щодо тієї продуктової ніши, яку буде захоплено новоствореним підприємством у майбутньому. При цьому витрати на злиття ( $B_k$ ) можна порівнювати з витратами, необхідними для захоплення ринкових ніш шляхом конкуренції, створення нових виробничих потужностей і забезпечення додаткового обсягу виробництва.

Ефективність вертикального злиття підприємств найчастіше пов'язують з рівнем їх вертикальної інтеграції, що характеризується показником новоствореної вартості ( $HВ$ ). За статтями витрат  $HВ$  визначається як сума витрат на оплату праці, а також виробничих накладних, адміністративних і збутових витрат, які враховує коефіцієнт  $HВ$  ( $K_{нв}$ ):

$$K_{нв} = \frac{ВП}{(P + H + A + З) \times B_k} \times 100\% , \quad (7.5)$$

де  $P$  – витрати на оплату праці, тис. грн.;

$H$  – виробничі накладні витрати, тис. грн.;

$A$  – адміністративні витрати, тис. грн.;

$З$  – витрати на збут, тис. грн.;

$B_k$  – вартість злиття підприємств, тис. грн.

Якщо в результаті злиття підприємств значення коефіцієнта  $K_{нв}$  збільшується порівняно з тими, які були в окремих підприємствах, то рішення про вибір партнера буде позитивним. З групи потенційних партнерів обирається те підприємство, в якому  $K_{нв} \Rightarrow \max$ . Таким чином, дана методика дозволяє визначити аналітичні дані, достатні для прийняття рішення щодо злиття та реалізації основних стратегій підприємства.

Проведені дослідження визначають подальший розвиток сільського господарства за загальносвітовою схемою еволюції: інтенсифікація в агроформуваннях – кооперування власників

землі та майна – диверсифікація суспільних відносин у кооперативному утворенні – інтенсифікація виробництва у кооперативному утворенні – поглиблення спеціалізації у кооперативному утворенні – централізація виробництва через інтеграцію кооперативних утворень, у т. ч. створення корпорацій і т.д.

Наслідком концентрації капіталу в сільському господарстві через централізацію і є поява аграрної корпорації. Агропромислово-фінансова група визначається вищою формою корпорації в аграрному секторі.

Висока конкурентоспроможність корпорації досягається за рахунок ефекту синергії. Це дозволяє рекомендувати цю форму підприємництва як здатну забезпечити отримання більшого ефекту і ефективності, ніж від функціонування її потенційних елементів до об'єднання.

Модель корпорації, як динамічної системи, має відображати не тільки її просторові та часові варіювання, але і потенціал корпорації. Ефект взаємодії елементів зовнішнього і внутрішнього середовища впливає на взаємодію структурних елементів корпорації, її функціонування та розвиток взагалі. Для зменшення впливу стахостичності на спрямованість до забезпечення стабільності й ефективності корпорації доцільно заздалегідь вводити в практику законодавчо закріплені приписи і норми, а також добровільні принципи корпоративного управління.

Основними видами корпоративних структур, за механізмами злиття та поглинання, є: структури, засновані на частковому об'єднанні капіталу юридичних і фізичних осіб; утворення, що створюються в результаті повного злиття активів партнерів; формування, що створюються на основі інституціональної одиниці при використанні виключно її власності.

Для вітчизняних аграрних корпорацій характерна інсайдерська модель корпоративного управління, коли реальною владою наділені зовнішні інвестори та керівники; пригнічення ролі найманих працівників, в т. ч. орендодавців

майна і землі корпорації; непрозорість структури влади. Без встановлення державою прозорих і всім зрозумілих „правил гри” корпорацій на аграрному ринку в їх діяльності можуть відкритися багато негативних рис. Тому підтримка розвитку здатних створювати синергічний ефект корпоративних структур відбувається в правовому полі.

Масова присутність небажаних поглинань при формуванні корпорацій в Україні до того ж має вирішуватися завдяки застосуванню визначеної методики доцільності злиття підприємства як елемента антикризового управління.

### **Питання для самоконтролю:**

1. Класифікація ризиків корпорації.
2. Економічні межі ризиків у корпорації.
3. Основні методи зниження ризиків корпорації.
4. Організація робіт з управління ризиками корпорації.
5. Види страхування ризиків корпорації.
6. Поняття і види хеджування ризиків у корпорації.
7. Поняття антикризового управління корпорації.
8. Основні ознаки кризи, що насувається, в корпорації.
9. Основні завдання і варіанти антикризового управління в корпорації.
10. Показники оцінки фінансового стану корпорації.
11. Варіанти процедури банкрутства корпорації.
12. Поняття безпеки корпорації.
13. Загрози безпеці корпорації.
14. Види безпеки корпорації.
15. Види конкурентної боротьби корпорації.
16. Методи добування інформації в корпорації.
17. Вимоги до служб безпеки корпорації.
18. Зміст економічної безпеки корпорації.
19. Групування інформації за ступенем її вірогідності в корпорації.
20. Поняття інформаційної безпеки корпорації.

21. Заходи захисту конфіденційної інформації корпорації.
22. Комп'ютерна безпека корпорації, загрози і способи захисту.
23. Причини, які обумовлюють необхідність управління екологічною безпекою корпорації.
24. Основні функції корпорації в області екологічного менеджменту.
25. Головні загрози екологічної безпеки корпорації.
26. Рівні екологічної безпеки корпорації.
27. Зміст і принципи екологічної експертизи в корпорації.

### **Терміни і поняття:**

*1. Ризик – це потенційна можливість виникнення непередбачених несприятливих обставин, що приводить до матеріальних, трудових, фінансових або інформаційних втрат корпорації.*

*2. Управління ризиками – це діяльність з попередження і послаблення дії несприятливих обставин на корпорацію.*

*3. Під антикризовим управлінням (менеджментом) слід розуміти систему заходів з виявлення, запобігання і подолання кризових ситуацій.*

*4. Хеджування – це спосіб страхування ціни реальних і фінансових активів (цінних паперів, валюти) від ризику небажаної зміни в майбутньому цієї ціни.*

*5. Ф'ючерсна операція передбачає, що одна сторона зобов'язалася у встановлений термін продати, а інша сторона – купити активи за обумовленою ціною.*

*6. Опціон – це контракт, при якому продавець за певну безвозвратну плату (премію) надає покупцеві право зробити*

*операцію (у обумовлені терміни і з обумовленою ціною) або відмовитися від неї.*

*7. Під банкрутством (неспроможністю) корпорації розуміється нездатність задовольнити вимоги кредиторів з оплати товарів, забезпечення обов'язкових платежів до бюджету і позабюджетні фонди у зв'язку з перевищенням зобов'язань над вартістю майна або у зв'язку з незадовільною структурою балансу боржника.*

*8. Об'єкт безпеки – це те, на що направлені зусилля суб'єкта безпеки (економічна і політична система держави, регіон, галузь економіки, корпорація, домашнє господарство, окрема особа).*

*9. Суб'єкти безпеки – це організації, служби, окремі особи, що забезпечують безпеку об'єкту.*

*10. Концепція безпеки – це ідеологія побудови системи безпеки, що визначає мету, функції і структуру цієї системи.*

*11. Екологічний менеджмент – це забезпечення екологічно безпечного виробництва, балансу підприємницьких і суспільних інтересів.*

## **ТЕМА 8. ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ ГОСПОДАРСЬКОЮ ДІЯЛЬНІСТЮ КОРПОРАЦІЙ**

---

### **8.1 ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРУ**

---

Державне регулювання економіки - це система заходів законодавчого, виконавчого і контрольного характеру по стабілізації та пристосуванню економіки до умов, що змінюються. Свої регулюючі функції держава виконує, застосовуючи різноманітні методи і форми впливу на економіку. Виділяють економічні та адміністративні методи державного регулювання. Переважають економічні методи, серед яких у першу чергу виділяють бюджетно-податкову політику.

Бюджетно-податкова політика - це „найдавніший” інструмент державного втручання у ринкову економіку. Державний бюджет є, з одного боку, барометром економічної „погоди” в країні, з іншого - ефективним засобом реалізації економічної політики держави. Виконуючи роль державної казни, бюджет акумулює і перерозподіляє значну частку національного доходу (від 1/3 до 1/2).

Держава є активним економічним суб'єктом змішаної економіки, діяльність якого в економічній сфері має дві складові. По-перше, економіка має у своєму складі державний сектор, який можна визначити як сукупність підприємств державної форми власності, та підприємств, у капіталі яких є державна частка. Зазначені підприємства, як і приватні та колективні, є суб'єктами підприємницької діяльності, активно діють у ринковій економіці згідно з її законами. Економічна діяльність державних підприємств, як суб'єктів ринку,



визначається та обмежується державою, яка спрямовує її виходячи з державних інтересів. Отже, складовою економічної діяльності держави є безпосереднє управління державним сектором економіки, так зване державне підприємництво. За даними Дж. Стігліца, державна власність у країнах з розвинутою економікою за галузями виробництва більше 50%:

1) пошта - Австрія, Франція, Німеччина, Нідерланди, Італія, Японія, Іспанія, Швеція, Велика Британія, США;

2) залізниця - Австрія, Франція, Німеччина, Нідерланди, Італія, Японія, Іспанія, Велика Британія, Швеція;

3) авіалінії - Австрія, Франція, Німеччина, Нідерланди, Італія, Іспанія, Велика Британія, Швеція;

4) телекомунікації - Австрія, Франція, Німеччина, Нідерланди, Італія, Швеція, Японія, Іспанія;

5) електроенергія - Австрія, Франція, Німеччина, Нідерланди, Велика Британія, Швеція;

6) газ - Австрія, Франція, Нідерланди, Італія, Іспанія, Швеція, Німеччина;

7) автомобільна промисловість - Австрія, Франція, Нідерланди, Велика Британія;

8) сталь - Австрія, Франція, Італія, Швеція, Велика Британія, Іспанія.

Як бачимо, різні країни демонструють різноманітні підходи до визначення пріоритетних для державного підприємництва галузей.

Іншою складовою діяльності держави як економічного суб'єкта в ринковій системі є державне регулювання економіки - сукупність заходів державного впливу на об'єкти та процеси з метою певного спрямування господарської діяльності суб'єктів національної економіки, узгодження їхніх інтересів і дій для реалізації суспільних цілей. При цьому слід розрізняти державне регулювання економіки та державне регулювання діяльності підприємств державного сектора економіки, якому значною мірою притаманні риси підприємницької діяльності.

Нині склалося кілька моделей державного регулювання економіки:

- американська - державне регулювання зводиться до використання правових та опосередкованих методів, насамперед податково-бюджетних, з метою створення сприятливих умов для розвитку конкуренції та підприємництва;

- японська - система взаємодії державних органів та корпорацій, спрямована на досягнення стратегічних цілей в економіці;

- шведська - активне втручання держави у процес розподілу та перерозподілу доходів з метою створення сильної системи соціального захисту населення;

- німецька - система управління національною економікою з активним використанням ринкових регуляторів та створення на державному рівні ефективної системи соціального захисту громадян. Для Західної Європи взагалі характерне сполучення великої частки державних витрат у ВВП з наявністю значного державного сектора.

Основні напрями державного регулювання економіки відображають його функції:

1. Цільова - визначення цілей, пріоритетів та основних напрямів розвитку національної економіки.

2. Стимулююча - формування регуляторів, здатних ефективно впливати на діяльність господарських суб'єктів і спрямовувати економічні процеси у бажаному для суспільства напрямі.

3. Нормативна - держава за допомогою законодавчих актів встановлює певні „правила гри” для суб'єктів економіки.

4. Корируюча - коригування розподілу ресурсів в економіці з метою розвитку прогресивних процесів, усунення негативних зовнішніх ефектів тощо.

5. Соціальна - державне регулювання соціально-економічних відносин, перерозподіл доходів, забезпечення

соціального захисту та соціальних гарантій, збереження навколишнього середовища.

6. Безпосереднє управління неринковим сектором економіки - регулювання державного сектора економіки, створення суспільних благ.

7. Контролююча - державний нагляд і контроль за виконанням встановлених „правил гри”, економічних, екологічних, соціальних стандартів тощо.

Зазначені напрямки діяльності держави належать до постійних функцій державного регулювання економіки. Крім них можливі й тимчасові напрями державного регулювання економіки, обумовлені особливостями певного періоду функціонування економічної системи. Наприклад, в умовах економіки перехідного типу тимчасовими є такі напрями державного регулювання, як роздержавлення та становлення ефективного власника, формування конкурентного середовища та інститутів ринкової інфраструктури, вихід з кризи та інші напрями, що сприяють формуванню ринку.

Державне регулювання здійснюється за допомогою методів, серед яких: 1) економічні та адміністративні; 2) імперативні та індикативні; 3) прямі та опосередковані (непрямі). Економічні методи державного регулювання пов'язані зі створенням державою фінансових або матеріальних стимулів, здатних впливати на економічні інтереси суб'єктів господарювання та обумовлювати їхню поведінку. До інструментів економічних методів належать ставки податків, облікова ставка, митні тарифи, норми амортизації тощо.

Адміністративні методи базуються на використанні сили державної влади, засобах заборони, дозволу або примусу. До них належать і правові методи, за допомогою яких держава регламентує діяльність суб'єктів господарювання. Адміністративні методи необхідні у таких сферах, як контроль держави над монополіями, охорона навколишнього середовища, соціальний захист населення та захист

національних інтересів у світових господарських зв'язках, реалізація державних програм. Інструментами адміністративних методів державного регулювання є укази, декрети, розпорядження, ліцензування, квотування, встановлення фіксованих цін, валютних курсів, економічних, харчових, фармацевтичних, соціальних, екологічних стандартів і нормативів, контроль за додержанням законів та правил, а також санкції за їх порушення. Адміністративні методи - це імперативні (владні) методи державного регулювання.

Індикативні методи - це методи, які мають орієнтовний, рекомендаційний характер (наприклад, індикативні ціни). Індикативний характер мають економічні методи, які можна визначити як непрямі методи державного регулювання - сукупність опосередкованих засобів державного впливу на економіку. Прямі методи державного регулювання - це методи, за допомогою яких держава безпосередньо втручається в економічні процеси. До них можна віднести адміністративні методи (крім правових методів, які є непрямими методами державного регулювання економіки), а також такі інструменти, як держконтракт і держзамовлення, субсидії, субвенції, дотації, прямі витрати уряду.

Специфічним інструментом державного регулювання є державний сектор економіки, який держава використовує для вирішення економічних, політичних та соціально-культурних завдань.

Визначені два основні напрямки створення холдингових компаній в процесі приватизації:

- заснування їх органами, уповноваженими управляти державним майном, державними органами приватизації, самостійно або разом з іншими засновниками;
- поглинання одного господарюючого суб'єкта іншим (придбання контрольного пакета акцій) у процесі приватизації. При цьому господарський суб'єкт, що поглинає, визнається

холдинговою компанією, а поглинутий - дочірнім підприємством.

Зазначеними документами встановлені три основних процедурних моменти, які потребують погодження з Антимонопольним Комітетом України (далі Комітетом) при створенні холдингової компанії:

- 1) погодження ідеї створення холдингової компанії;
- 2) підтвердження контрольного пакету акцій, якщо його розмір становить менше 51 відсотка;
- 3) затвердження проектів установчих документів і планів розміщення акцій.

З особливою увагою Комітет ставиться до питань економічної концентрації за участю іноземних підприємців.

Відповідальність за порушення вимог законодавства при здійсненні економічної концентрації Відповідно до законодавства здійснення економічної концентрації без згоди органів Комітету є порушенням антимонопольного законодавства.

Динаміку процесів злиття (поглинання) підприємств в Україні можна проаналізувати за даними річних звітів Антимонопольного Комітету України. Адже існує механізм, що зобов'язує суб'єктів господарювання отримувати дозвіл даного Комітету, щодо заключення угод такого типу щодо здійснення реорганізації.

Слід відзначити, що наведені показники не відображають всієї кількості розглянутих заяв і звернень. Значна частина заяв і звернень, що надходять до органів Комітету, не підлягає розгляду, як такі, що не досягають порогів, встановлених законодавством.

Проаналізувавши результати діяльності органів Комітету по контролю за економічною концентрацією за недовгі роки його існування, можна зробити основний висновок, що практика функціонування системи такого контролю цілком довела її

необхідність і ефективність як засобу попередження монополізації ринків та розвитку конкуренції на них.

Кількість розглянутих справ, що здійснюють органи Комітету зменшується через вплив наступних факторів.

По-перше, підприємства, органи влади та управління в більшості випадків перед поданням заяви отримують консультації в органах Комітету.

В результаті цього деякі підприємці відмовляються від намірів здійснення економічної концентрації, інші враховують роз'яснення та вимоги Комітету

Крім того, новою редакцією Положення про контроль за економічною концентрацією, передбачена можливість офіційного отримання попередніх висновків органів Комітету з питання концентрації, що планується. Ця норма ще більш сприятиме якості підготовки питань з економічної концентрації.

По-друге, у досить значній кількості випадків органи Комітету у своїх рішеннях обумовлюють надання згоди на концентрацію відповідними зобов'язаннями, при виконанні яких не відбудеться обмеження конкуренції. По-третє, зменшення кількості прийнятих органами Комітету рішень з питань економічної концентрації пояснюється декількома причинами:

- у зв'язку із зростанням курсу долара США стосовно гривні порогові значення вартості активів, обсягів реалізації; майна, за яких отримання згоди Комітету є необхідним, визначені у доларовому еквіваленті, фактично зросли;

- значно зменшилася кількість заяв про, надання згоди на вступ суб'єктів господарювання в об'єднання, що обумовлено об'єктивним зменшенням кількості об'єднань підприємців;

Найбільш істотне зменшення прийнятих органами Комітету рішень про економічну концентрацію відбулося щодо набуття у власність або одержання в управління часток (акцій, паїв) суб'єктів господарювання, що пояснюється завершенням

масової приватизації та, відповідно, скороченням обсягів продажу акцій ПАТ, створених у процесі приватизації. Незважаючи на те, що в цілому механізм контролю за економічною концентрацією діє задовільно, все ж трапляються випадки здійснення концентрації без отримання згоди органів Комітету. Завдяки профілактичній роботі органів Антимонопольного комітету скорочується кількість спроб підприємців здійснити економічну концентрацію без врахування вимог антимонопольного законодавства. Із запровадженням відповідальності учасників концентрації за порушення норм законодавства щодо концентрації у вигляді штрафів, кількість такого виду порушень повинна зменшитись.

Моделі антимонопольного контролю за злиттям мають свої особливості. Так, в США застосовують структуралістичний підхід до оцінки концентрації господарських структур. Федеральні антимонопольні органи США проявляють скептицизм у відношенні більшості аргументів щодо очікуваної від економічної концентрації ефективності, особливо у випадках, коли ці переваги можуть бути отримані іншим (відмінним від злиття) засобом. Міністерство юстиції США та Федеральна торговельна комісія при оцінці наслідків концентрації господарських структур використовують чіткі, якісні та кількісні критерії, які дозволяють готувати обґрунтовані рішення про погодження чи заборону злиття компаній.

Для антимонопольної політики країн ЄС характерним є застосування біхевіористичних підходів до оцінки заявленої концентрації. Конкурентне законодавство країн Західної Європи дозволяє, як виняток, здійснювати концентрації господарських структур з антиконкурентними цілями. Погоджуючи злиття господарських структур, Європейська комісія досліджує економічну концентрацію не тільки формально – за змінами в структурі ринку ЄС, але й з

урахуванням реальних економічних умов, впливу глобальної конкуренції.

Японський досвід антимонопольного контролю за концентрацією господарських структур має цінність в тому, що законами Японії заборонені певні засоби економічної концентрації (незалежно від настання можливих негативних наслідків), зокрема, заборонено сумісництво керівних посад в двох і більше конкуруючих фірмах. Всі великі японські компанії зобов'язані щорічно звітувати перед антимонопольним відомством про всі акції, які знаходяться у них у власності або в управлінні.

Антимонопольний контроль за економічною концентрацією в Російській Федерації характеризується ліберальним підходом до обмеження конкуренції внаслідок злиття компаній. Антимонопольне законодавство Російської Федерації відносно економічної концентрації не носить суцільно заборонного характеру, надаючи учасникам концентрації можливість довести, що позитивний економічний та соціальний ефект від концентрації перекриє пов'язану з її здійсненням шкоду для конкурентної середовища.

Міністерство Російської Федерації з антимонопольної політики та підтримки підприємництва, досліджуючи наслідки заявленого злиття компаній, враховує проблеми демонополізації та розвитку конкуренції на федеральному, галузевому та регіональному рівнях, існування порушень антимонопольного законодавства з боку учасників концентрації, а також фактори інтеграції російської економіки до світової системи господарювання.

Порівняльний аналіз антимонопольного контролю за концентрацією господарських структур, що здійснюється в окремих країнах з розвинутою ринковою економікою, показав, що для всіх досліджених антимонопольних процедур характерним є широке використання системи винятків із



загального правила заборони антиконкурентного злиття з метою захисту внутрішніх інтересів своїх країн.

Аналіз рішень органів Антимонопольного комітету України про заборону злиття показав, що підставами для відмови у загоді економічної концентрації були:

- монополізація ринку в результаті концентрації господарських структур (поява суб'єкта господарювання з ринковою часткою більш 35%);

- усунення потенційної конкуренції (відмова учасника (або учасників) концентрації від виходу на ринок в якості самостійного незалежного суб'єкта).

При цьому, також було враховано високі бар'єри вступу на ринок, на якому об'єднуються конкуренти, та негативні економічні наслідки вже здійсненої концентрації.

Вивчення справ Антимонопольного комітету України щодо забороненої концентрації господарських структур дозволило також виявити наступні проблеми ефективної роботи механізму запобігання монополізації ринку внаслідок злиття компаній: відсутність розроблених аналітичних методів розгляду справ та заяв з економічної концентрації, які б дозволили достовірно встановлювати, коли певні види злиття можуть спричинити шкоду конкуренції; відсутність методик дослідження існування відносин контролю між самостійними в юридичному плані підприємцями; недоліки інформаційного забезпечення антимонопольного контролю за концентрацією господарських структур.

Підвищенню ефективності контрольної роботи органів Антимонопольного комітету України в сфері попередження монополізації ринку повинно сприяти також впровадження системи постійного надходження інформації від органів, які ведуть облік за угодами з економічної концентрації (зокрема, органи статистики – про створення об'єднань, Фонд державного майна України – про придбання контрольних пакетів акцій чи активів у вигляді цілісного майнового

комплексу державних підприємств, фондові біржі – про поглинання суб'єкта господарювання внаслідок угод на вторинному ринку цінних паперів тощо).

Посиленню антимонопольного контролю за економічною концентрацією також може сприяти розробка та застосування корпораціями спеціальних методик внутрішньої перевірки своєї діяльності на предмет відповідності антимонопольним вимогам.

Оцінюючи процес створення корпоративних структур, треба погодитися з тим, що відносно ряду галузей (атомна енергетика, зв'язок, оборонна промисловість), окремих унікальних виробництв-така примусова інтеграція за ініціативою держави може вважатися виправданою, оскільки вона дозволяє зберегти керованість у ланці „підприємство - об'єднання” в рамках традиційних господарських зв'язків і запобігти розпаду виробничо-технологічних комплексів.

Представляється важливим, щоб держава поєднувала заходи зі створення сприятливих зовнішніх умов для самостійної інтеграції приватних підприємств з прямими діями з формування холдингів, з використанням власності, що їм належить (акції, частки, нерухомість, права на інтелектуальні результати діяльності і тому подібне). Пасивна роль держави по відношенню до інтеграційних процесів, неприпустима за наступних причин:

- чинник часу в інтеграції підприємств стає вирішальним, оскільки іноземні конкуренти не чекатимуть;
- інтереси приватного капіталу, в більшості випадків визначаються короткотерміновими перспективами і об'єктивно не можуть повністю збігатися з інтересами держави, зокрема з реалізації економічної політики;
- створення корпорацій з використанням державного майна - один з небагатьох ресурсозабезпечуючих інструментів реформування економіки.

Пряма участь держави у формуванні корпорацій має бути підпорядкована вирішенню двох основних завдань:

- розвиток приватного сектору шляхом створення конкурентоздатних корпорацій з державною участю у їх подальшій приватизації - дане завдання обумовлене необхідністю підвищення інвестиційної привабливості об'єктів приватизації, стимулювання приватної ініціативи в тих секторах, де вона недостатня, формуванням пропозиції для стратегічних інвесторів, збільшення прибутків держави від приватизації;
- оптимізація державного сектору шляхом створення корпорацій з державною участю - дане завдання обумовлене необхідністю скорочення числа суб'єктів державного управління, підвищення ефективності управління державною власністю в економіці, поліпшення результатів діяльності державного сектору в економіці.

Створення сприятливих умов для формування корпорацій у приватному секторі та реалізації їх потенціалу не повинні зводитися лише до вдосконалення правового регулювання. Дуже важливо також визначити механізми „м'якої” (індикативного) дії на приватний сектор з метою його кращої орієнтації відносно того, що є пріоритетним для розвитку вітчизняної економіки. Можна нагадати, що злиття, що сталося в аерокосмічній промисловості США, певною мірою було ініційоване державою.

### **Особливості правового регулювання інтегрованих організаційно-економічних структур.**

Вдосконалення правового регулювання, створення і діяльність корпоративних структур холдингового типу слід здійснювати з урахуванням наступних обставин:

1) Вдосконалення правового регулювання не може розглядатися як всеосяжний інструмент вирішення існуючих економічних проблем. Надмірне захоплення пошуком рішень, у правовій сфері, призводить до збільшення розриву між

правом і реальним регулюванням. Тому необхідно коректно визначити саме ту сукупність проблем, які обумовлені недосконалістю чинного законодавства.

2) Пропозиції по зміні правового регулювання повинні постійно розглядатися через призму економічних реалій і практичного виконання. Юридична досконалість тих або інших запропонованих змін не повинна затьмарювати специфіки економічної ситуації в Україні. У даному зв'язку запозичення (розвиток) відпрацьованих у розвинених країнах норм регулювання повинне здійснюватися з урахуванням об'єктивних відмінностей у рівнях розвитку ринкової економіки.

3) Внесення змін до чинного законодавства має бути комплексним, інакше неминуче буде порушений баланс інтересів. Існують альтернативні шляхи вдосконалення правового регулювання, але їх реалізація, як правило, вимагає одночасного внесення поправок до декількох законів, що діють. Можливих інваріантних змін у законодавстві може бути запропоновано вельми мало, всі останні зміни мають сенс лише в певних комбінаціях змін у різних правових актах.

4) З особливою обережністю і ретельністю слід віднестися до оцінки практичного виконання правових норм. Часто, пропонуючи додаткові правові норми, експерти помилково вважають, що діючі закони не досконалі, проте у багатьох випадках проблема лежить, перш за все, в площині їх практичного виконання. Нагромадження не виконуваних правових норм призводить до правового нігілізму. Інший аспект проблеми виконання норм, що діють, пов'язаний з можливостями їх застосування, принаймні, до значної частини суб'єктів, які на те заслуговують. Лише в цьому випадку формуються мотивації до виконання норм, що діють. У цьому розумінні будь-яку, навіть абсолютно бездоганну з юридичних і економічних позицій, пропозицію слід оцінювати на предмет достатності і ефективності інфраструктури для її виконання,

інакше норма закону застосовується вибірково, до невеликої частини тих суб'єктів, до яких її слід було б застосувати.

5) Правова інфраструктура в Україні недостатньо розвинена, щоб забезпечити коректне виконання яких-небудь складних норм регулювання. Дана проблема загострюється також неефективністю регулювання державними органами управління. У цих умовах, хай і в збиток гнучкості регулювання, раціонально запропонувати досить чіткі правила, які було б нескладно застосовувати на практиці.

6) Пропозиції з введення і розвитку заборонених норм повинні передувати оцінці можливостей як їх обходу, так і ефективного контролю за дотриманням їх економічної суті. Інакше прямі заборони лише ініціюють „тінівізацію” реальних господарських стосунків без позитивних економічних зрушень.

7) Масштабність і „революційність” пропозицій з удосконалення правового регулювання, що базуються на економічній доцільності, повинні стримуватися необхідністю забезпечення його стабільності. Необхідно враховувати стосунки, що вже склалися та аналізувати наслідки пропонованих змін для існуючих господарюючих суб'єктів.

8) Реальне регулювання визначається не лише законами, але можливо в ще більшій мірі підзаконними актами. Більш того, пріоритети при практичному виконанні регулюючих функцій державними органами управління інколи істотно змінюються, зважаючи на зміну системи поглядів, на завдання регулювання в тій або іншій сфері, окрім того, об'єктивно позиції різних міністерств і відомств не збігаються за низькою ключових питань. Це призводить, у деяких випадках, до істотних змін регулювання в зіставленні з ідеями і логікою положень законів.

У світовій практиці відомі такі основні схеми регулювання природних монополій:

- органом, основним завданням якого є захист конкуренції;
- відомчим органом, якому окрім цього держава передала право управління підприємствами;

- незалежним органом.

Основним недоліком першої схеми регулювання є те, що спроба об'єднати дві зовсім різні функції: регулювання (економічного й технічного) та контролю за дотриманням конкурентного законодавства - призводить до конфлікту інтересів. Наділені регуляторними функціями антимонопольні органи стають разом із суб'єктами природних монополій безпосередніми учасниками певних економічних стосунків, і в зв'язку з цим, втрачають неупередженість у сфері контролю, в тому числі регулюючого органа, тобто у даному випадку самого себе.

Друга схема базується на відомчих принципах і має ще більше недоліків. Основна проблема полягає в тому, що регулювання здійснюється відомствами, які водночас є суб'єктами регулювання і органами, які керують підприємствами, що діють як у сфері природних монополій, так і на суміжних ринках. Намагаючись забезпечити ефективне функціонування певного ринку, відомчий регулюючий орган не може забувати про те, що він відповідає ще і за ефективне управління конкретними підприємствами, діючими на ринку. У зв'язку з цим, використовуючи інструменти впливу на весь ринок, прагнучи цього чи ні, регулюючий орган допомагає „своїм” підприємствам, що призводить до дискримінації учасників ринку і неефективності всієї системи регулювання.

Найбільш раціональною є третя схема регулювання. Вона дозволяє звільнити конкурентне відомство від невластивих йому регуляторних функцій, дає можливість зосередити обмежені ресурси на вирішенні його головного завдання, а саме: захисті, підтримці та розвитку конкуренції. Прийняття Закону України „Про природні монополії” законодавчо закріпило саме таку схему регулювання.

Особливістю цієї схеми є пряме визначення в Законі сфер діяльності суб'єктів природних монополій, а також суміжних ринків, які підлягають регулюванню. Законом визначено десять

відповідних сфер діяльності суб'єктів природних монополій (три - в галузях трубопроводного транспорту, три - в інших транспортних галузях, дві - в житлово-комунальному господарстві, решта - в сферах передачі та розподілу електроенергії і зв'язку загального користування) та сім суміжних ринків.

У ролі незалежних регулюючих органів зазначеним Законом передбачається створення національних комісій регулювання природних монополій. Голову та членів комісій призначає Президент України за поданням Прем'єр-міністра. На сьогодні таким органом у нафтогазовому комплексі й електроенергетиці є Національна комісія з питань регулювання електроенергетики України. У сферах зв'язку і транспорту національні комісії з питань регулювання цих галузей не створено. Проблемою виявилось питання щодо визначення незалежних регулюючих органів природних монополій в житлово-комунальному господарстві, де найбільш доцільним був би розподіл відповідних повноважень між місцевими органами виконавчої влади, Держбудом України та Національною комісією з питань регулювання електроенергетики.

До ускладнення ситуації щодо регулювання діяльності суб'єктів господарювання на відповідних ринках призводить те, що на сьогодні у ряді сфер природних монополій відсутні органи державного регулювання, а певні регулюючі функції здійснюються органами виконавчої влади, в тому числі місцевими державними адміністраціями та органами місцевого самоврядування.

Економіко-правові методи та інструменти державного впливу. Законодавство України про природні монополії складається із Закону України „Про природні монополії”, Повітряного кодексу України, Кодексу торговельного мореплавства України, Законів України „Про захист економічної конкуренції”, „Про Антимонопольний комітет

України”, „Про транспорт”, „Про зв’язок”, „Про трубопровідний транспорт”, „Про залізничний транспорт”, „Про захист від недобросовісної конкуренції”, „Про електроенергетику”, та інших законів України, що встановлюють особливості здійснення підприємницької діяльності у сфері природних монополій.

Одним із параметрів регулювання діяльності природних монополістів є регулювання ціни на їхню продукцію (послуги). Мета цінового (тарифного) регулювання природних монополій - це встановлення обґрунтованих цін, що забезпечують баланс інтересів виробників і споживачів продукції природних монополістів при збереженні необхідної якості та ефективності її виробництва.

Обґрунтованими вважаються максимально низькі ціни на продукцію природних монополістів, які забезпечують норму прибутку на вкладений капітал, аналогічну відповідним суб’єктам, що функціонують на конкурентних ринках.

Завдання цінового регулювання:

- імітація дії ринкового механізму, де діє конкуренція;
- стимулювання зниження витрат;
- забезпечення належного рівня послуг і транспарентність (прозорість) цін, які враховують граничні витрати і майбутні потреби в інвестиціях;
- внесення в діяльність природних монополій елементу ризику і відповідальності керівництва за рішення, що приймаються;
- підтримання гнучкості (реакцію на зміну ринкових умов);
- сприяння доступу на ринки (де це можливо) інших суб’єктів господарювання.

При чому регулювання може бути як жорстке, так і не жорстке.

Якщо йде мова про Україну, то треба назвати такі методи регулювання:

- 1) встановлення фіксованих цін;



- 2) встановлення граничних рівнів цін, граничних рівнів торговельних надбавок та постачальницько-збутових націнок;
- 3) встановлення граничних нормативів рентабельності;
- 4) застосування обов'язкового декларування зміни ціни.

Аналізуючи методи регулювання ціни на продукцію природних монополістів, обов'язково слід звернути увагу на специфічну особливість, що полягає у практиці цінової дискримінації - встановлення в певному пункті для різних груп споживачів різних цін на одну й ту ж продукцію. Є дві причини, що дають змогу встановлювати дискримінаційні ціни. По-перше, це є наслідок властивостей відповідної продукції, яку не можуть нагромаджувати споживачі-пільговики, щоб надалі перепродати. По-друге, можливість підприємств-природних монополістів встановлювати дискримінаційні ціни посилюється їх можливістю контролювати обсяги споживання продукції кожною групою споживачів.

Можливість суб'єктів природних монополій завищувати тарифи на свої послуги позбавляє їх спонукань до зменшення витрат шляхом модернізації виробництва, запровадження новітніх технологій, раціоналізації, дозволяє включати неефективні витрати до собівартості своїх послуг. Це стимулює неефективне господарювання, що неминуче призводить до послаблення інноваційної діяльності, підвищення рівня зношеності основних засобів виробництва. Так, в ЖКГ останніми роками капітальний ремонт мереж практично не здійснювався, на технічне обслуговування витраталося 5 - 10% загальних витрат на обслуговування замість необхідних 30 - 35, проте витрати на аварійний ремонт складали 30 - 40% витрат на обслуговування замість звичайних 10.

В умовах формування ринкової економіки збереження за певними підприємствами статусу природних монополій вимагає економічна, а понад те - соціальна ситуація, позитивне розв'язання якої можливе лише через застосування механізму державного гарантування високої якості надання послуг, а

також забезпечення економічної ефективності підприємствами-монополістами.

Злиття та поглинання підприємств дозволяють зміцнити і посилити їх позиції на ринку, але можуть призвести до обмеження конкуренції на певних товарних ринках. Це стосується також корпорацій, зокрема. На певних етапах розвитку окремих товарних ринків процеси злиття стають об'єктивною необхідністю для забезпечення економічної ефективності, конкурентоспроможності, а частіше і простого виживання окремих підприємств в умовах посилення конкурентної боротьби на цих ринках, чи погіршення загальноекономічної ситуації та поширення кризових явищ.

Певні вимоги щодо мінімальних розмірів статутних фондів та інших економічних нормативів встановлені законодавством України.

З точки зору антимонопольного законодавства України спільним для видів реорганізації є зменшення кількості незалежних суб'єктів господарювання, які діють на ринку. Тому, для антимонопольного законодавства базовим є поняття контролю, визначення якого подане у Законі України „Про обмеження монополізму та недопущення недобросовісної конкуренції у підприємницькій діяльності”.

Контроль - вирішальний вплив юридичної або фізичної особи на господарську діяльність суб'єкта господарювання, який здійснюється, зокрема, завдяки:

- праву володіння чи користування всіма активами або їх значною частиною;
- праву, яке забезпечує вирішальний вплив на формування складу, результати голосування та рішення органів управління суб'єкта господарювання;
- укладенню угод, які дають можливість визначати умови господарської діяльності, давати обов'язкові для виконання вказівки або виконувати функції органу управління суб'єкта господарювання;

- заміщенню посади керівника, заступника керівника спостережної ради чи правління, іншого наглядового чи виконавчого органу суб'єкта господарювання особою, яка вже обіймає одну чи кілька із зазначених посад в інших суб'єктах господарювання;

- займанню більше половини посад членів спостережної ради, правління, інших наглядових чи виконавчих органів суб'єкта господарювання особами, які вже обіймають одну чи кілька із зазначених посад в іншому суб'єкті господарювання.

Відповідно до цього, в антимонопольному законодавстві єдиним суб'єктом господарювання визнається також група суб'єктів господарювання, якщо один або декілька з них здійснюють контроль над іншими. Всі дії, які призводять або можуть призвести до змін або перерозподілу сфер діяльності суб'єктів господарювання на ринку, в антимонопольному законодавстві об'єднуються поняттям економічна концентрація. В науковій літературі використовуються також аналогічні за змістом загальні терміни „інтеграція”, „злиття” фірм, яке поділяють на горизонтальне злиття, вертикальне злиття та злиття конгломератів, інші.

Фактичним злиттям (у широкому розумінні цього терміну, а не у вузькому - як утворення нового суб'єкта господарювання на базі кількох, які втрачають в процесі такої реорганізації не тільки господарську самостійність, але і права юридичної особи) є створення холдингових компаній та деяких видів об'єднань.

Проблема реорганізації, злиття та приєднання суб'єктів господарювання поряд з позитивними наслідками цих дій для виробничої діяльності та фінансового стану учасників такої економічної концентрації, а також розвитку відповідних галузей економіки, може мати і негативний вплив на стан конкуренції на відповідних товарних ринках, а отже і для економіки країни. Для попередження та усунення таких негативних впливів створена і функціонує система контролю за

економічною концентрацією. Законом України „Про Антимонопольний комітет України”, яким визначені повноваження Комітету, встановлено, зокрема, що Антимонопольний комітет України в межах наданої йому компетенції має право „забороняти або дозволяти створення монопольних утворень центральними та місцевими органами державної виконавчої влади, органами місцевого та регіонального самоврядування, а також господарюючими суб'єктами”. Таким чином, контроль за економічною концентрацією, який здійснюється відповідно до вимог статей 14 та 15 Закону України „Про обмеження монополізму ...” є одним із найважливіших напрямів роботи Комітету.

Наприклад, порядок створення холдингових компаній визначений Положенням про холдингові компанії, що створюються в процесі корпоратизації та приватизації, затвердженим Указом Президента України „Про холдингові компанії, що створюються в процесі корпоратизації та приватизації”, від 11.05.94 р. №224/94. Відповідно до нього холдингова компанія визначається як господарюючий суб'єкт, який володіє контрольними пакетами акцій одного або більше господарюючих суб'єктів (дочірніх підприємств). Визначені два основні напрямки створення холдингових компаній в процесі приватизації:

- заснування їх органами, уповноваженими управляти державним майном, державними органами приватизації самостійно або разом з іншими засновниками;
- поглинання одного господарюючого суб'єкта іншим (придбання контрольного пакета акцій) у процесі приватизації. При цьому господарюючий суб'єкт, що поглинає, визнається холдинговою компанією, а поглинутий - дочірнім підприємством.

Зазначеними документами встановлені три основних процедурних моменти, які потребують погодження з Комітетом при створенні холдингової компанії:

- 1) погодження ідеї створення холдингової компанії;
- 2) підтвердження контрольного пакета акцій, якщо його розмір становить менше 51 відсотка;
- 3) затвердження проектів установчих документів і планів розміщення акцій.

Згода на концентрацію органами Комітету надається у випадках, якщо вона не призводить до появи монопольних утворень, посилення домінуючого становища учасників концентрації на відповідних товарних ринках чи суттєвого обмеження конкуренції. Ці умови виконуються, зокрема, при створенні об'єднань, які є вертикально інтегрованими структурами; у випадках інтеграції суб'єктів господарювання, які діють на різних ринках, навіть якщо серед учасників концентрації є монопольні утворення; об'єднань підприємців, перш за все асоціацій, метою яких є здійснення представницьких функцій щодо своїх учасників, координація їх діяльності у сферах та у спосіб, що не обмежують конкуренції між ними, та за умови, що ці об'єднання не здійснюють підприємницької діяльності.

З особливою увагою Комітет ставиться до питань економічної концентрації за участю іноземних підприємців.

Відповідальність за порушення вимог законодавства при здійсненні економічної концентрації Відповідно до законодавства здійснення економічної концентрації без згоди органів Комітету є порушенням антимонопольного законодавства.

Динаміку процесів злиття (поглинання) підприємств в Україні можна проаналізувати за даними річних звітів Антимонопольного Комітету України. Адже існує механізм, що зобов'язує суб'єктів господарювання отримувати дозвіл даного Комітету, щодо заключення угод такого типу щодо здійснення реорганізації.

Слід за відзначити, що наведені показники не відображають всієї кількості розглянутих заяв і звернень. Значна частина заяв

і звернень, що надходять до органів Комітету, не підлягає розгляду, як такі, що не досягають порогів, встановлених законодавством.

Проаналізувавши результати діяльності органів Комітету по контролю за економічною концентрацією за недовгі роки його існування, можна зробити основний висновок, що практика функціонування системи такого контролю цілком довела її необхідність і ефективність як засобу попередження монополізації ринків та розвитку конкуренції на них. Кількість розглянутих справ, що здійснюють органи Комітету зменшується через вплив наступних факторів.

По-перше, підприємства, органи влади та управління в більшості випадків перед поданням заяви отримують консультації в органах Комітету. В результаті цього деякі підприємці відмовляються від намірів здійснення економічної концентрації, інші враховують роз'яснення та вимоги Комітету. Крім того, новою редакцією Положення про контроль за економічною концентрацією, затвердженої розпорядженням Комітету від 25.05.98 р., передбачена можливість офіційного отримання попередніх висновків органів Комітету з питання концентрації, що планується. Ця норма ще більш сприятиме якості підготовки питань з економічної концентрації.

По-друге, у досить значній кількості випадків органи Комітету у своїх рішеннях обумовлюють надання згоди на концентрацію відповідними зобов'язаннями, при виконанні яких не відбудеться обмеження конкуренції

По-третє, зменшення кількості прийнятих органами Комітету рішень з питань економічної концентрації пояснюється декількома причинами:

- у зв'язку із зростанням курсу долара США стосовно гривні порогові значення вартості активів, обсягів реалізації, майна, за яких отримання згоди Комітету є необхідним, визначені у доларовому еквіваленті, фактично значно зросли;

- значно зменшилася кількість заяв про надання згоди на вступ суб'єктів господарювання в об'єднання, що обумовлено об'єктивним зменшенням кількості об'єднань підприємців;

Найбільш істотне зменшення прийнятих органами Комітету рішень про економічну концентрацію відбулося щодо набуття у власність або одержання в управління часток (акцій, паїв) суб'єктів господарювання, що пояснюється завершенням загальної приватизації та, відповідно, скороченням обсягів продажу акцій ПАТ, створених у процесі приватизації.

Незважаючи на те, що в цілому механізм контролю за економічною концентрацією діє задовільно, все ж трапляються випадки здійснення концентрації без отримання згоди органів Комітету. Завдяки профілактичній роботі органів Антимонопольного комітету скорочується кількість спроб підприємців здійснити економічну концентрацію без врахування вимог антимонопольного законодавства. Із запровадженням відповідальності учасників концентрації за порушення норм законодавства щодо концентрації у вигляді штрафів кількість такого виду порушень повинна зменшитись.



Рис. 7.7 Механізм регулювання процесів злиття (поглинання) підприємств Антимонопольним комітетом України



Державне регулювання злиття підприємств та вплив корпоративних відносин на стан конкуренції у галузі доцільно визначити шляхом обчислення індексу ринкової концентрації Герфінделя-Гіршмана:

$$H = \sum_{i=1}^n Si^2, \quad (8.1)$$

де  $H$  – індекс ринкової концентрації Герфінделя-Гіршмана;

$n$  – кількість підприємств у галузі;

$Si$  – частка ринку  $i$ -ї фірми на ринку, виражена у відсотках.

Таблиця 8.1

### Показники індексу ринкової концентрації

| № з/п | Значення індексу ринкової концентрації | Рівень концентрації ринку |
|-------|--|---------------------------|
| 1.    | <1200                                  | Низький                   |
| 2.    | 1200 - 1800                            | Середній                  |
| 3.    | >1800                                  | Високий                   |

Для галузей АПК в Україні характерна низька концентрація ринку. Вплив органів державної влади на процеси злиття підприємств є мінімальним; корпоративні відносини не становлять загрозу конкуренції на ринку.

**Транспарентність** (від франц. *transparent* - прозорий) - прозорість економічних процесів, відносин, планів, проектів, програм, угод, законодавчої підтримки; безпосереднє, чітке відображення в них всіх змістовних елементів.

## **8.2 ДЕПОЗИТАРНА СИСТЕМА**

---

Важко, напевно, переоцінити ту роль, яку грає для вітчизняної економіки іноземне інвестування, досвід якого нещодавно отримав ряд українських компаній шляхом використання депозитарних розписок або ІРО. Не випадково на черзі в українських інвесторів – інвестування на міжнародному ринку капіталів.

Інвестування в цінні папери іноземних емітентів може бути привабливим для здійснення диверсифікації активів українських інвесторів, інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів. Для країн з розвиненими фондовими ринками звичайною є можливість інвестувати в ринки капіталів у світовому масштабі.

На фондовому ринку України діють два депозитарії: *„Міжрегіональний фондовий союз”* (далі - МФС) і *Національний депозитарій України* (далі - НДУ).

Депозитарій МФС був створений учасниками ринку в 1997 р. МФС розвивався при технічній допомозі USAID. Це на сьогодні - єдиний депозитарій, який обслуговує випуски акцій і корпоративних інструментів з фіксованою прибутковістю в Україні. Основними послугами, які надає МФС, є:

- ведення обліку прав власності на цінні папери для зберігання;
- звірка;
- кліринг;
- знерухомлення цінних паперів і повідомлення клієнтів про стан їх рахунків.

Окрім цього, МФС виступає номінальним власником знерухомлених цінних паперів. Він є єдиним центральним реєстратором цінних паперів в дематеріалізованій формі, яка перераховує дивіденди від емітента зберігальникам, які далі зараховують дивіденди на рахунки власників.

У 1999 р. Державною комісією з цінних паперів і фондового ринку був створений Національний депозитарій України у формі відкритого акціонерного товариства.

25 січня 1999 р. уряд України, уряд США і Міжнародний банк реконструкції і розвитку підписали Меморандум про взаєморозуміння відносно створення клірингового депозитарію, який належить області цінних паперів (далі - меморандум). У Меморандумі закріплювалося, що протягом його дії НДУ повинні виконувати лише три функції: кодифікування, стандартизацію і міжнародні відносини. Дія Меморандуму подовжувалася до 2010 р.

24 листопада 2005 р. Президент України підписав Указ №1648/2005 (далі – Указ), яким було затверджено два рішення Ради національної безпеки і оборони „Про заходи щодо поліпшення інвестиційного клімату в Україні” від 29 червня 2005 року і „Про заходи затвердження гарантій і підвищення ефективності захисту права власності в Україні” від 28 жовтня 2005 р. Згідно з цим Указом удосконалення депозитарної системи може здійснюватися в таких напрямках:

- створення на основі Національного депозитарію України центрального депозитарію цінних паперів, контрольованого державою і незалежного від впливу промислово-фінансових груп і професійних учасників фондового ринку;
- впровадження централізованої, прозорої і надійної системи обліку прав власності на цінні папери;
- введення єдиних правил і технологічних процедур обліку цінних паперів;
- уніфікація принципів і порядку здійснення діяльності учасниками Національної депозитарної системи і взаємодії між ними;
- впровадження нового вигляду професійної діяльності на ринку цінних паперів.

На виконання Указу Президента Кабінет Міністрів України прийняв постанову від 18 січня 2006 р. №31 „Про припинення дії Меморандуму про взаєморозуміння між Урядом України, Міжнародним банком реконструкції і розвитку і Урядом Сполучених Штатів Америки відносно створення клірингового депозитарію, який належить області коштовних паперів”.

Таким чином, уряд здійснює ряд конкретних кроків зі створення в Україні єдиного центрального депозитарію.

Для того, щоб українські інвестори могли інвестувати в акції іноземних емітентів, необхідно, щоб Національний депозитарій України встановив кореспондентські стосунки з іноземними депозитаріями з метою здійснення клірингу і розрахунків по іноземних трансакціях.

Для здійснення IPO українські емітенти, як правило, створюють материнську холдингову компанію в одній з держав ЄС, де прийнято дотримуватися високих стандартів корпоративного управління, і вже акції новоутвореної материнської компанії виставляються на вибраній міжнародній біржі.

*Процедура IPO* – складна і тривала. Основними її етапами є:

1. *Підготовка до IPO*, тобто приведення компанії у відповідність зі світовими вимогами по корпоративному управлінню і прозорості публічних компаній.
2. *Підбір професіоналів, які проводимуть IPO*. Компанії потрібно знайти високопрофесійних аудиторів, юристів, брокерів і інших професіоналів для проведення IPO.
3. *Проведення процедури Due Diligence (всебічного аналізу компанії)*. Після чого відбувається підготовка проспекту емісії.
4. *Подальші етапи* пов'язані з презентацією української компанії інвесторам, проведенням торгів на торговельному майданчику і продажем акцій.

Під час проведення процедури Due Diligence українських емітентів, як правило, виявляється велика кількість недоліків,

які потрібно оперативно виправляти, для того, щоб компанія відповідала світовим стандартам з корпоративного управління.

Альтернатива IPO, як засобу залучення іноземного капіталу - використання українськими емітентами депозитарних розписок. Особливістю фінансування шляхом випуску депозитарних розписок є те, що акції українського емітента не залишають ринку України. Акції емітента блокуються в українського зберігача цінних паперів. Після цього закордонний банк-депозитарій на кількість заблокованих акцій випускає депозитарні розписки, якими і торгують на світових торговельних майданчиках.

Таким чином, *IPO і депозитарні розписки* - це шляхи виходу на міжнародні фондові біржі українських емітентів в обхід такого значного недоліку української депозитарної системи, як відсутність кореспондентських стосунків НДУ з депозитаріями інших країн.

В ст. 34 Закону України „Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” вказано, що в активах ІСІ можуть бути цінні папери іноземних держав або іноземних емітентів юридичних осіб, допущені до торгів менше ніж на двох провідних іноземних біржах або в торговельно-інформаційних системах, перелік яких визначається Комісією. Цей перелік іноземних бірж закріплений вирішенням Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку від 2 лютого 2005 р. №40 і містить такі біржі:

1. Нью-Йоркська фондова біржа (New York Stock Exchange Inc.);
2. Лондонська фондова біржа (London Stock Exchange);
3. Токійська фондова біржа (Tokyo Stock Exchange);
4. Німецька біржа /Франкфуртська фондова біржа/ (Deutsche Borse AG);
5. НАСДАК (National Association of Securities Dealers Inc.).

Цікавим представляється Положення про порядок реєстрації акцій і облігацій іноземних емітентів в Україні,

затверджене рішенням Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку від 20 листопада 1997 р. №42 (далі – положення). Це Положення з повною віддачею доки не працює і є дискримінаційним відносно учасників фондового ринку. Прикладом можуть служити такі його норми:

- пункт 1.8 Положення відзначає, що Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку визначає максимальну кількість іноземних коштовних паперів, які можуть бути допущені до обігу на території України;
- пункт 1.14 Положення відзначає, що іноземні цінні папери підлягають обігу на території України лише через біржі або торгівельно-інформаційні системи.
- пункт 2.4 Положення відзначає, що реєстрація іноземних цінних паперів і інформація про випуск іноземних цінних паперів, які пропонуються для обігу на території України, здійснюється впродовж 60 днів.

Не працює це Положення і через відсутність кореспондентських стосунків НДУ з депозитарними установами інших країн.

Ще одним обмежувальним документом є Інструкція з порядку видачі індивідуальних ліцензій на здійснення інвестицій за кордон, затверджена постановою правління Національного банку України від 16 березня 1999 р. №122 (далі – інструкція). Інструкція визначає, що *фінансова інвестиція* - це господарська операція, яка передбачає придбання корпоративних прав, цінних паперів, деривативів й інших фінансових інструментів.

Однією з істотних незручностей, які створює Інструкція, є те, що індивідуальна ліцензія видається впродовж 20 днів.

НБУ направляє копії заяви на отримання індивідуальної ліцензії на розгляд до спеціальних департаментів, Міністерства внутрішніх справ і Служби безпеки України, які можуть заборонити видачу індивідуальної ліцензії.

Ліцензія видається власникові ліцензії на весь термін здійснення вказаної в ній інвестиції і не може бути підставою для інших валютних операцій. Тобто індивідуальну ліцензію НБУ необхідно отримувати для проведення кожної трансакції з цінними паперами, що категорично не підходить для портфельних інвесторів, які здійснюють активне управління портфелем цінних паперів.

Звичайно, такі жорсткі норми стають причиною створення учасниками ринку непрозорих схем в обхід вказаних процедур.

Отже, поки доступ українських інвесторів до світового ринку капіталу значно ускладнюється жорстким державним регулюванням, а також нерозвиненою депозитарною системою України.

*Рахунок депо* – сукупність записів в облікових реєстрах депозитарію, необхідна для виконання депозитарієм договору рахунку депо.

Депозитарну діяльність можуть здійснювати:

- банки;
- інвестиційні інститути (окрім інвестиційних консультантів, ІФ і ПФ);
- фондові біржі;
- спеціалізовані депозитарії;
- розрахунково-депозитарні організації (РДО).

Депозитарну діяльність необхідно ліцензувати в обов'язковому порядку. У цілях оперативного здійснення операцій з цінними паперами депозитарії можуть ставати номінальними тримачами відносно цінних паперів, що обліковуються на його рахунках депо.

*Номінальний тримач акцій* – особа, яка тримає акції від свого імені за дорученням іншої особи (власника акцій або іншого номінального утримувача), не будучи власником цих акцій. Номінальні утримувачі відображаються в реєстрі акціонерів із спеціальною позначкою і зобов'язані звітувати (регулярно або на вимогу) перед Реєстратором про операції в

межах пакету акцій, по яких вони є номінальним утримувачем. При розрахунку двох осіб, що відкрили рахунки депо в одному Депозитарії, відбувається лише проводка по рахунках депо даного Депозитарію, але не відбувається обіг у Реєстратора. Таким чином розрахунки спрощуються.

У випадку, якщо як Депозитарієм виступає банк, то можливі також зустрічні грошові розрахунки, тобто розрахунки з автоматичним контролем виконання (схема „постачання проти платежу”). При операціях на біржі важливі швидкість проходження розрахунків і гарантії постачання товару (акцій). Такого роду послуги надає Депозитарій. При організації депозитаріїв в єдину мережу (на основі кореспондентських стосунків) виникає можливість розрахунків по акціям незалежно від регіону розташування клієнта. Відмітимо проте, що внутрішньодепозитарна схема проходження розрахунків Депозитарію складніша, ніж аналогічна банківська схема, оскільки розрахунки можуть супроводитися зверненнями до Реєстратора, оскільки акції зазвичай існують лише як записи в реєстрі.

Окрім надання послуг із зберігання цінних паперів і / або обліку прав на ці цінні папери Депозитарій може здійснювати наступні види діяльності:

- передача інформації, пов'язаної з володінням цінним папером, від емітента (утримувача реєстру) депонентам (клієнтам) і від депонентів (клієнтів) емітенту (утримувачу реєстру) цінних паперів;
- отримання доходів по цінних паперах, що зберігаються в депозитарії, з подальшим їх переведенням на грошові рахунки депонентів;
- облік обтяження цінних паперів депонентів (клієнтів) зобов'язаннями, а також їх припинення;
- передача сертифікатів цінних паперів за дорученням депонентів (клієнтів) третім особам;



- перевірка сертифікатів цінних паперів на достовірність і платоспроможність;
- кліринг по цінних паперах;
- інкасація і перевезення цінних паперів;
- реєстрація операцій з цінними паперами;
- вилучення із обігу сертифікатів цінних паперів відповідно до умов їх обігу.

На даний момент існує достатня кількість організацій, які здійснюють депозитарне обслуговування клієнтів. Вони мають власні операційні умови і здійснюють діяльність на фондовому ринку відповідно до свого розуміння ролі і місця Депозитарію. Не існує прецедентів встановлення кореспондентських стосунків і проведення операцій по іменних цінних паперах в яких-небудь серйозних масштабах. Перешкодою цьому є відсутність технології депозитарної діяльності як такої, відсутність єдності в системах обліку цінних паперів на рахунках депо в різних депозитаріях, відсутність концепції міждепозитарних розрахунків і телекомунікаційних вирішень міждепозитарної взаємодії і взаємодії „Депозитарій Реєстратор”.

На даний момент не існує розробленої в деталях технології депозитарного обслуговування. Більше досконалою є розробка ЦБ РФ. Найважливішою частиною технологічного вирішення Реєстратора і Депозитарію (або іншого номінального тримача) є операційні умови Реєстратора і Депозитарію, в яких мають бути враховані і описані порядок реєстрації операцій, а також різні нестандартні ситуації при виконанні проводок по рахунках. Порядок взаємодії „Реєстратор номінальний утримувач” повинен регулюватися окремими спеціальними договорами, в яких мають бути описані порядок, періодичність і форма звітів номінального утримувача перед Реєстратором і на основі операційних умов розроблені системи стандартних повідомлень між номінальним утримувачем і Реєстратором.

Складність тут полягає як у відсутності яких-небудь розробок в області технології взаємодії і системи стандартних повідомлень, так і в тому, що право номінального утримувача виникає не у зв'язку з договором з утримувачем реєстру або емітентом, а за дорученням акціонерів. У зв'язку з цим важливо централізоване ведення реєстру з мережею філій або розвинена філіальна мережа Депозитарію, безпосередньо пов'язаного з Реєстратором, для відстежування виникнення прав номінального володіння і впровадження єдиної технології. Інакше можливий розвиток ситуації, при якій в період між обов'язковими звітами номінальних утримувачів (раз на рік за законодавством) Реєстратор (а, відповідно, і емітент) не матиме достовірної інформації про рух акціонерного капіталу, оскільки в реєстрі позначені номінальні власники. Таким чином, у результаті підведення річного балансу може виникнути прецедент втрати контрольного пакету акцій.

Як показує практика, для організації розміщення емісії потрібне створення певної інфраструктури: емітент – реєстратор – регіональні агенти – дилери. Для грамотного проведення розміщення емісії потрібна розробка спільної схеми, створення операційних умов, розробка системи стандартних повідомлень, підбір учасників, підписання відповідних договорів. У разі об'єднання декількох АТ можливе створення єдиної інтегрованої структури, що охоплює всі регіони, не лише для контролю за акціями, які беруть участь в обігу, але і для швидкого та ефективного проведення нових емісій кожним з учасників.

*Організація обслуговування обігу акцій корпорацій на фондовому ринку.*

Участь корпорації в організації обслуговування обігу акцій самої корпорації та її дочірніх підприємств дозволяє:

- 1) ефективно обслуговувати ведення реєстру, у т.ч. оперативного реєструвати перехід прав власності;

- 2) активно та ефективно працювати на фондових торговельних майданчиках з брокерами, як у регіонах розташування емітентів, так і в регіонах концентрації капіталу;
- 3) централізовано та ефективно обслуговувати нову емісію;
- 4) контролювати процес скупки акцій;
- 5) отримувати зведену аналітичну інформацію зі структури та розміщення акціонерного капіталу.

#### *Технологія обслуговування реєстру*

Утримувачем реєстру в Києві є організація, яка веде реєстр корпорації і реєстри дочірніх підприємств. Таким чином, відбувається мобілізація ресурсів для впровадження реєстраторської технології, на обслуговування реєстру та підготовку кваліфікованого персоналу. Організація централізованих реєстрів дозволяє відстежувати дотримання єдиної технології ведення реєстру, мати кваліфікований штат співробітників Реєстратора, причому, в разі зміни законодавства або умов функціонування фондового ринку, а також при появі нових привабливих схем розміщення емісії, централізований Реєстратор зможе швидко внести зміни до своєї технології та швидко навчити співробітників. Крім того, важлива близькість інтелектуальних і технічних центрів для обслуговування техніки, і в разі появи нових технічних засобів для вирішення проблем Реєстратора. Якщо емітент розташований у регіоні, тоді передбачається винесення в регіон деяких аналітичних і контрольних функцій Реєстратора у вигляді виносних АРМ (автоматизованих робочих місць). Такі АРМ дозволять відстежувати зміну в реєстрі безпосередньо в регіоні, а також отримувати аналітичну інформацію про структуру та рух капіталу по всіх регіонах безпосередньо на даному АРМ. При цьому регіональний емітент звільняється від рутинних функцій Реєстратора з оформлення операцій.

### 8.3. ДЕРЖАВНИЙ КОРПОРАТИВНИЙ СЕКТОР

---

Важлива особливість сучасних корпоративних відносин в Україні полягає у тому, що в багатьох АТ пакет акцій належить державі. Відповідно необхідна ефективна система управління державними пакетами акцій. Пошук такої системи привів до розробки і затвердження діючого нині механізму управління державними корпоративними правами.

Орган приватизації або орган виконавчої влади, що виконує такі функції, призначає відповідального представника та укладає з ним договір доручення на виконання функцій з управління пакетом акцій, що належить державі. Відповідальний представник є членом спостережної ради ПАТ, а якщо державі належить пакет акцій у розмірі 50 % + 1 акція, то відповідальний представник обирається головою спостережної ради такого товариства.

*До відповідального представника висуваються такі вимоги:* наявність вищої освіти, стаж роботи на державній службі що найменше три роки, відповідний рівень кваліфікації у сфері корпоративного правління.

Відповідальними представниками можуть бути:

- заступники керівників органів виконавчої влади;
- начальники управлінь, директори і заступники директорів департаментів органів виконавчої влади;
- начальники і заступники начальників відділів та головні спеціалісти органів виконавчої влади.

Одна й та сама особа не має права виконувати функції відповідального представника більш як у трьох ПАТ.

Відповідальний представник повинен виконувати обов'язки акціонера та контролювати фінансово-господарську діяльність корпорації, діяльність правління щодо управління корпорацією. Зокрема, він зобов'язаний контролювати фінансово-економічні результати, а також нарахування та виплату дивідендів; ефективність використання і збереження майна господарського товариства, погашення АТ

заборгованості загалом і з виплати заробітної плати зокрема тощо.

Відповідальний представник щоквартально подає до Фонду державного майна України звіт за встановленою формою.

Разом з річним звітом про фінансово-господарську діяльність ПАТ відповідальний представник подає пояснювальну записку, де наводить такі дані:

- структурні зміни товарних ринків корпорації;
- стан виконання державних інвестиційних програм;
- рівень досягнення планових економічних показників діяльності корпорації;
- інформацію про обставини, що порушують нормальний режим функціонування корпорації або загрожують його фінансовому становищу;
- стан виконання заходів щодо недопущення банкрутства корпорації;
- фактичні дані про зміни чисельності працівників, середньомісячної оплати їх праці, у тому числі керівника за звітний період;
- дані про використання прибутку, що залишається в розпорядженні корпорації, програму його діяльності на наступний рік;
- відомості про розподіл акцій серед акціонерів, включаючи трудовий колектив, адміністрацію, інвесторів та інших акціонерів (з переліком найбільших акціонерів, які мають щонайменше 5 % акцій статутного фонду корпорації);
- відомості про участь комерційних структур та іноземних інвесторів у діяльності корпорації.

У разі систематичного погіршення одного з показників роботи господарського товариства за звітний період (обсяг реалізації продукції, чистий прибуток, кредиторська заборгованість перед бюджетом, Пенсійним фондом, з виплати заробітної плати тощо) орган приватизації приймає рішення про дострокове припинення повноважень відповідального

представника. Акціонерні товариства, створені під час приватизації та корпоратизації підприємств загальнодержавної власності, у статутних фондах яких міститься частка державного майна, є платниками дивідендів, що нараховуються на акції, які належать державі.

На підставі прийнятого за підсумками календарного року рішення про розподіл прибутку, термін та порядок виплати дивідендів АТ визначають розмір дивідендів, що належить державі (прибуток, що спрямовується на виплату дивідендів, помножений на частку державного майна у статутному фонді АТ) і в п'ятиденний термін починаючи з першого дня виплати дивідендів вносять її до Державного бюджету України.

Останнім часом загострилися корпоративні конфлікти на ряді стратегічних підприємств із державною часткою. З метою їх вирішення держава провела ротацію досвідчених кадрів та планує проводити чітку цілеспрямовану політику в межах своїх корпоративних прав, здійснити інвентаризацію та упорядкування державного майна. Навіть за умов оновленої влади, вона є доволі складною. Як відомо, на сьогодні *одним із головних завдань держави у сфері управління корпоративними правами* є відновлення її прав як акціонера стратегічно важливих підприємств, втрачених у зв'язку з передачею функцій корпоративного управління комерційним структурам, та ефективне управління господарською діяльністю тих об'єктів, що ще перебувають у державній власності. Все це потребує детального вивчення корпоративних прав держави як таких.

Стаття 167 ГК України „Зміст корпоративних прав” зазначає, що *корпоративні права* – це права особи, частка якої визначається у статутному фонді (майні) господарської організації, що включають правомочності на участь цієї особи в управлінні господарською організацією, отримання певної частки прибутку (дивідендів) даної організації та активів у разі ліквідації останньої відповідно до закону, а також інші

*правомочності, передбачені законом та статутними документами.*

Крім цього, володіння корпоративними правами не вважається підприємництвом, а законом можуть бути встановлені обмеження певним особам щодо володіння корпоративними правами та/або їх здійснення.

За загальним правилом корпоративні права держави здійснюються визначеними законом центральними органами виконавчої влади та уповноваженими особами в порядку, встановленому Кабміном. Тобто центральні органи виконавчої влади та уповноважені особи здійснюють правомочності щодо участі в управлінні господарською організацією відповідно до частки (акцій, паїв) держави у статутному фонді цієї організації, ведуть реєстр державних корпоративних прав, проводять оцінку державних корпоративних прав та здійснюють контроль за ефективністю роботи господарської організації у частині реалізації належних державі корпоративних прав.

Щодо суб'єктів управління, то правочинність з управління корпоративними правами держави здійснюються безпосередньо відповідними органами виконавчої влади у разі, якщо: 1) держава має сто відсотків часток (акцій) у статутному фонді господарської організації; 2) суб'єкт господарювання, щодо якого здійснюються корпоративні права держави, бере участь у державних та регіональних програмах, що фінансуються з Державного бюджету України; 3) не відбувся конкурс із призначення уповноваженої особи через відсутність претендентів, або 4) якщо пропозиції конкурсантів не відповідають умовам конкурсу. В усіх інших випадках управління корпоративними правами держави здійснюється із залученням уповноваженої особи.

Враховуючи постійні порушення прав акціонерів, зокрема держави-акціонера, які наразі спостерігаються у багатьох акціонерних товариствах, ФДМУ розробив низку заходів, що

мають на меті посилити відповідальність за правопорушення у сфері корпоративного управління та підвищити ступінь захисту прав власників акцій. Так, Фонд держмайна підготував проект Закону „Про внесення змін до деяких законодавчих актів України”, яким передбачено внести зміни до ЦК та ГК України, КпАП. Документом, зокрема, передбачається обов’язок акціонерного товариства, у разі проведення додаткового випуску акцій, за згодою акціонерів, які голосували проти додаткової емісії, викупити їхні акції за ринковою ціною та розподілити їх між іншими акціонерами. Крім того, пропонується запровадити норму щодо обов’язкового включення представників акціонерів, які володіють більш як 25% акцій, до складу ревізійної комісії та спостережної ради акціонерного товариства. Проект передбачає і посилення відповідальності учасників корпоративного управління, зокрема посадових осіб емітента цінних паперів, за порушення прав власників цінних паперів та інвесторів. При цьому органам Державної контрольно-ревізійної служби пропонується надати повноваження щодо проведення ревізії та перевірок фінансової діяльності, стану збереження активів, достовірності обліку та звітності у господарських товариствах, у статутних фондах яких є частка держави, у порядку, встановленому Кабміном, а також щодо проведення ревізії, перевірки та аудиту ефективності використання державного та комунального майна всіма суб’єктами господарювання.

Спроби ФДМУ самостійно навести порядок в управлінні держвласністю не давали бажаних результатів. Навіть володіючи блокуючими пакетами акцій, держава іноді не могла перешкодити власникам підприємств приймати рішення, які йшли врозріз з її інтересами. А наявність у держвласності контрольного пакета акцій підприємства далеко не завжди надавала можливість скликати збори акціонерів і змінити неефективний менеджмент. Нарешті, далися взнаки і помилки



минулих років, зокрема, наразі спричиняє чималий клопіт колишня повальна передача державних пакетів акцій високоліквідних підприємств у статутні фонди державних холдингів. Оскільки на сьогодні відсутній документ, що чітко регламентує порядок такої передачі, на практиці вона здійснювалась та здійснюється на підставі постанов Кабміну окремо по кожному підприємству. Хоча здебільшого рішення уряду і містять норми, які передбачають, що передані акції залишаються власністю держави (оскільки закріплені за нею на 3-5 років), водночас, відповідно до Господарського кодексу, суб'єкти, що працюють на правах колективної власності (до них належать і холдинги), мають право розпоряджатися акціями підприємств, переданими їм до статутного фонду. Деякі холдингові компанії не упустили можливості скористатися цією правовою колізією і зайнялися самостійною реалізацією підприємств. У результаті ж повернення проданого держмайна виглядає проблематичним.

Більше того, за інформацією ФДМУ, зараз існує велика протидія цій діяльності держави з боку фінансово-промислових груп, які свого часу безпідставно взяли на себе функції управління в акціонерних товариствах. Використовуючи тимчасово передані державою права щодо управління товариствами, вони обрали нових голів правління та членів спостережних рад. На підприємствах зриваються збори акціонерів. Через це акціонери втратили можливість контролювати стан справ у товариствах, зокрема, затверджувати фінансові плани, оновлювати органи управління, визначатися з дивідендами тощо.

З особливою гостротою процес організації та проведення зборів акціонерів проходить у гірничорудній промисловості, зокрема на прибуткових гірничо-збагачувальних комбінатах, де держава залишається найбільшим акціонером. Не менше проблем і в нафтовиків та металургів. Як і інші акціонери, держава тривалий час не отримує дивідендів; через блокування

зборів у неї немає можливості вносити об'єктивно необхідні зміни до статутів товариств, контролювати разом з іншими акціонерами фінансові потоки.

У зв'язку з цим ФДМУ разом з іншими державними органами, які уповноважені представляти інтереси держави-акціонера, має намір послідовно проводити політику, спрямовану на захист прав акціонерів, використовуючи законні права, надані державі-акціонеру, а також наполягати на відкритому відстоюванні своїх прав та прав інших акціонерів винятково на загальних зборах.

Зокрема, керівництво Фонду наголошує на тому, що метою проведення резонансних зборів акціонерів, які ініціюються державою, є не вузькодержавні інтереси, а винятково інтереси товариства та всіх без винятку акціонерів, особливо дрібних. Саме в їх інтересах держава виступає за перегляд статутів ПАТ, відкрите та гласне оновлення складів правлінь, формування спостережних рад з урахуванням структури власності акціонерного капіталу тощо.

Фонд держмайна, міністерства і відомства в принципі вже дещо опрацювали і запровадили систему обліку та управління корпоративними правами держави, яка дає можливість ретельного аналізу процесів, що відбуваються. Наприклад, для поліпшення роботи господарських товариств застосовується механізм реструктуризації. За ініціативою ФДМУ та міністерств на сьогодні реструктуризацію пройшли або проходять більше 50 господарських товариств, зокрема 28 таких, що мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави. Практика ж проведення реструктуризації свідчить про підвищення платоспроможності, поліпшення фінансово-господарського стану господарських товариств після реструктуризації. Проте за відсутності достатньої фінансової підтримки процесу реструктуризації підприємств з боку державного бюджету вона [реструктуризація] зазвичай

лишається ще суттєво обмеженою як в часі та просторі, так і за можливостями та темпами.

Тим часом, конкретні механізми впровадження професійного управління цими об'єктами закладено в затверджених Кабміном „Основних концептуальних підходах до підвищення ефективності управління корпоративними правами держави”, затверджених постановою Кабміну від 11 лютого 2004 р. № 155. Певною мірою Фонду та міністерствам вдалося сконцентрувати свої зусилля на виконанні цього документа і за порівняно короткий термін вирішити ряд важливих питань, а саме: 1) створено єдиний реєстр корпоративних прав держави, завершується робота зі створення реєстру інших об'єктів державної власності; 2) активізувалася робота з підготовки кадрів, здатних мислити та управляти по-новому, принципово відстоювати інтереси держави (надалі право управляти корпоративними правами держави одержуватимуть лише особи, які отримали кваліфікаційний сертифікат після складання кваліфікаційного іспиту, а на сьогодні, за новими програмами Фонд вже провів підготовку близько 200 таких осіб); 3) проводиться відповідна робота щодо вдосконалення чинного законодавства з питань корпоративного управління; 4) здійснюється перебудова діяльності ревізійних комісій шляхом чіткої регламентації їх діяльності, функцій, прав та обов'язків їх членів (наразі вже затверджено „Зразкове положення про ревізійну комісію акціонерного товариства, в статутному фонді якого державна частка перевищує 50 відсотків”) тощо. Більше того, для детального врегулювання правовідносин між органом, уповноваженим управляти корпоративними правами держави, та його представником було розроблено „Типовий договір доручення на виконання функцій з управління пакетом акцій, що належать державі”.

Якщо ж казати про невірішені проблеми з управління державною власністю, то вони, передусім, пов'язані в

основному з неприйняттям дуже важливих законів. Зокрема, неприйняття таких базових законів, як „Про Кабінет Міністрів України”, „Про Фонд державного майна України”, які вже неодноразово розглядалися ВР України, не дає можливості чітко визначити межі відповідальності між урядом, міністерствами та таким органом зі спеціальним статусом, як ФДМУ, що породжує нерозуміння стосовно дій Фонду серед депутатського корпусу. Прийняття Закону України „Про акціонерні товариства”, суттєво полегшує роботу уряду та Фонду державного майна щодо управління корпоративними правами держави. При цьому слід зазначити, що Україна майже остання на теренах колишнього СРСР прийняла такий закон. Водночас, саме в Україні в розрахунку на 10000 мешканців створено найбільшу кількість акціонерних товариств і найбільш слабо законодавчо захищені інтереси держави як акціонера.

Не затвердження ВР України запропонованої (урядом і ФДМУ) нової програми приватизації також не дає можливості прискорити реформування корпоративного портфеля держави, збалансувати ціну продавця-держави на свої акції із реальним попитом. Враховуючи, що окремі регулюючі закони тривалий час перебувають у стані проектів, значними є ще розбіжності між проголошеними принципами державного корпоративного управління і реальною практикою. Все це потребує активної роботи з нагального проведення через ВР України нових системних законодавчих актів.

Слід зазначити, що основні підходи корпоративного управління державною власністю спрямовані на забезпечення економічної безпеки держави, контролю за функціонуванням соціально значущих галузей та підвищенням ефективності фінансово-господарської діяльності господарських товариств, у статутних фондах яких є державна частка, максимального соціально-економічного ефекту від функціонування цього сектора економіки.

Корпоративні права держави як такі *класифікуються залежно від суб'єкта управління, ступеня корпоративного контролю держави у господарських товариствах, галузевих особливостей цих товариств і строку закріплення корпоративних прав у власності держави.* Наприклад, залежно від ступеня корпоративного контролю держави за прийняттям рішень щодо діяльності господарських товариств корпоративні права держави поділяються відповідно до їх обсягу на такі, що забезпечують контроль держави над прийняттям рішень щодо діяльності господарських товариств (більше ніж 50 % акцій), і такі, що неповною мірою забезпечують здійснення зазначеного контролю.

Між іншим, *управління корпоративними правами держави передбачає розв'язання таких завдань:* забезпечення участі суб'єктів господарювання у здійсненні заходів, пов'язаних із виконанням державних функцій (економічна безпека, оборона, державні резерви, соціальні програми, державна монополія тощо), а також досягнення інших стратегічних цілей, визначених державою; збільшення за рахунок поліпшення фінансових результатів господарювання об'єктів управління надходження сум податків і зборів до бюджетів, обов'язкових платежів (внесків) до державних цільових фондів, а також неподаткових надходжень у вигляді дивідендів (прибутків), нарахованих на акції (частки, паї) господарських товариств, які перебувають у державній власності; здійснення контролю за використанням і збереженням майна господарських товариств, у статутних фондах яких є державна частка тощо.

Щодо вдосконалення системи управління корпоративними правами держави, то воно має здійснюватися за такими *основними напрямками:* ведення обліку цих прав, їх класифікація залежно від особливостей завдань управління ними та розміру державної частки в статутному фонді господарського товариства шляхом формування та ведення Реєстру корпоративних прав держави; оптимізація кількості

господарських товариств, у статутних фондах яких є державна частка; створення надійного механізму захисту інтересів держави у процесі управління цими правами без обмеження законних інтересів інших власників; визначення повноважень та відповідальності суб'єктів управління; визначення критеріїв ефективності управління цими правами та законодавчого впровадження на їх основі моніторингу результатів управління; підвищення професійного рівня та відповідальності посадових осіб органів виконавчої влади та інших суб'єктів управління за результати діяльності відповідних корпорацій.

Для контролю та оцінки ефективності управління корпоративними правами держави суб'єкти управління: забезпечують проведення моніторингу та здійснення постійного контролю за виконанням затверджених планів; систематично заслуховують звіти голів спостережних рад та голів правління, обраних (призначених) за поданням суб'єктів управління; про результати моніторингу подають інформацію Кабміну та ФДМУ, а у разі потреби ініціюють звернення до державних органів про вживання відповідних заходів. Передбачається, що Кабмін з урахуванням галузевих та інших особливостей самостійно встановлює систему критеріїв оцінки ефективності управління корпоративними правами держави на основі результатів аналізу інформації про діяльність господарських товариств, у статутних фондах яких є державна частка. Однак оцінку ефективності управління корпоративними правами держави все ж доцільно проводити систематично. У разі виявлення невідповідності управління корпоративними правами держави встановленим нормативам суб'єкт управління вживає заходів до підвищення його ефективності.

Особливу увагу в Основних концептуальних підходах, щодо підвищення ефективності управління корпоративними правами держави, приділено механізму забезпечення захисту інтересів держави. Зокрема, для сприяння надходженню недержавних інвестицій у розвиток стратегічно важливих

господарських товариств, які мають регіональне значення, з одночасним забезпеченням у них контролю держави за прийняттям рішення щодо їх подальшої діяльності пропонується запровадити механізм, зокрема правовий, збереження державної частки у статутному фонді товариства у разі здійснення додаткових емісій акцій (реінвестування прибутку, резервування державних фондів для фінансування відповідних заходів тощо). Додаткові фінансові ресурси можуть залучатися також шляхом випуску облігацій підприємств та інших фінансових інструментів.

Крім того, основні концептуальні підходи визначають й інші механізми контролю та оцінки ефективності управління корпоративними правами держави, організаційного та кадрового забезпечення, а також перелік заходів, спрямованих на забезпечення цілей, визначених у ньому. Наприклад, саме завдяки цьому документу був розроблений законопроект щодо інституту „золотої акції”.

***Інститут „золота акція” – це спеціальне право держави щодо управління корпоративними правами держави в акціонерних товариствах, яке дозволяє забезпечити участь органів виконавчої влади на відповідний період часу в управлінні акціонерними товариствами, створеними у процесі приватизації (корпоратизації) на окремих підприємствах, які мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави.***

Механізм „золотої акції” впроваджений і активно та успішно використовується у багатьох країнах Західної Європи (Німеччина, Австрія, Італія, Швеція, Греція, Португалія), а також у більшості країн Східної Європи та СНГ. На сьогодні Статутом ЄС передбачено застосування інституту „золота акція” в інтересах „громадської безпеки, громадського порядку, громадського здоров’я та важливих питань безпеки,

*пов'язаних з обороноспроможністю держави*". До речі, аналіз досвіду впровадження інституту „золота акція” в країнах Європи свідчить про таке:

- 2) „золота акція” відіграє величезну роль як гарант захисту національних та соціальних інтересів держави;
- 3) застосування інституту „золота акція” дозволяє уникати поглинання стратегічних підприємств іноземними та клановими інвесторами під час приватизації;
- 4) механізм застосування інституту „золота акція” забезпечує необмежені інвестиції з одночасним збереженням контролю держави над підприємствами, що мають загальнодержавне та стратегічне значення для економіки та безпеки країни, та протидіє розмиванню державної частки корпоративних прав у підприємствах, що тривалий час повинні знаходитися під контролем держави;
- 5) запровадження інституту „золота акція” надає додатковий поштовх до залучення інвестицій, оскільки державу вже не хвилює питання вимивання її частки, а інвестори розглядають державу одночасно як партнера і як гаранта захисту своїх інтересів.

Натомість відсутність законодавчого механізму застосування інституту „золота акція” під час проведення „великої приватизації” в Україні часто обмежувало інвестиційну привабливість багатьох підприємств, що загалом негативно впливало на підвищення ефективності державного корпоративного сектора економіки України. Однак сучасне законодавство України у сфері управління корпоративними правами держави і досі не передбачає подібного механізму захисту прав держави як акціонера (Додаток А).

Реалізація спеціального права держави „золота акція” здійснюється відповідним органом виконавчої влади шляхом призначення в органи управління акціонерного товариства представника держави. Спеціальне право „золота акція” не підлягає заміні на акції акціонерного товариства, стосовно



якого прийняте рішення про використання зазначеного права, а також вводиться лише після реалізації не менше 75 % акцій відповідного акціонерного товариства на термін до трьох років. Власне за рішенням Кабміну термін дії спеціального права „золота акція” може бути продовжений, однак, у рішенні про введення спеціального права „золота акція” обов’язково зазначається: момент (дата), термін, умови та підстави, за яких на відповідному акціонерному товаристві вводиться спеціальне право „золота акція”.

Таким чином, введення інституту „золотої акції” дозволяє державі розв’язати найважливішу та найскладнішу проблему приватизації - роздержавлення стратегічно важливих підприємств, що сприятиме надходженню коштів до Державного бюджету з одночасним доступом до нього інвестицій.

У контексті реформування стосунків власності йдеться перш за все про визначення меж втручання держави в економіку, оптимальних розмірах і змісту державного сектора економіки. Плюралізм стосунків власності, сукупність нових інститутів і правових механізмів господарювання вимагає впровадження таких форм і методів функціонування державної власності, які б, не змінюючи її державної суті, не суперечили ринковим основам економіки України. Втіленням цих форм і методів є інститут державного корпоративного підприємництва, що дозволяє державі виконувати властиві йому макроекономічні і соціальні функції в ринкових умовах. Управління державними корпоративними правами має свою специфіку, свої економічні, організаційні і законодавчі особливості, проте є частиною спільних процесів управління державною власністю, державного регулювання економіки.

Дійсно, в умовах, коли маневрування бюджетними витратами здійснюється в досить вузькому фінансовому просторі, вимоги відносно рентабельності державних підприємств об’єктивно стають усе більш наполегливими. Тому слід знаходити способи підвищення мікроекономічної

ефективності державних підприємств або скорочувати державний підприємницький сектор. Але є і третій спосіб – конструювати нові моделі підприємницької діяльності держави, засновані на гнучких формах поєднання державної і приватної власності. Зарубіжний досвід доводить життєвість такого підходу.

З середини 70-х років минулого століття у провідних країнах з ринковою економікою спостерігалася тенденція дерегулювання економіки, тобто обмеження, згортання традиційних форм державного втручання у сферу безпосереднього виробництва товарів і послуг, звуження економічної зони, охопленою державною власністю, при одночасному розширенні приватного капіталу. Ці зміни були спрямовані на забезпечення і стимулювання гнучкого реагування бізнес-структур на стрімкі процеси в економічній і соціальній сфері. Проте вже на початку 80-х, з приходом до влади в більшості розвинених країн консервативних сил, ця тенденція піддалася ревізії. Сталася навіть переоцінка уявлень, що домінували раніше, про масштаби участі держави в підприємницькій діяльності і довше сукупного суспільного продукту, який повинен знаходитися у державній власності. Спільною тенденцією стало посилення підприємницької діяльності держави, але не в чистих формах, тобто заснованих на виключно державній власності, а саме у змішаних, корпоративних.

Державне підприємництво у підприємствах із змішаною формою власності почало розглядатися як інтеграційна форма системи державно-монополістичного регулювання, яка, завдяки поєднанню державної і приватної власності, дає можливість нівелювати недоліки кожної з них і підсилити переваги. Інтегруючись з приватним, державний капітал набуває більшої гнучкості, мобільності і підконтрольності; в той же час приватний стає менш ризикованим, більш стабільним і прогнозованим. Ось чому у країнах світу з кінця

XX століття спостерігається розвиток інституту підприємств зі змішаною формою власності.

Дослідження найбільших корпорацій в країнах Західної Європи показали, що 40 відсотків з них є підприємствами, в яких держава має свою частку. У переліку ста найбільш прибуткових індустріальних фірм 16 – це підприємства з повною державною власністю, в інших держава представлена різними частками – від зовсім маленьких пакетів акцій до контрольних.

Одним з інструментів державної політики, що привели до створення великої кількості підприємств зі змішаною формою власності в Західній Європі середини 80-х років, була приватизація. Ідеологічний підтекст цього явища у Сполученому Королівстві, де приватизація була основним компонентом вільної промислової політики, відрізняється від ідеологічного підтексту приватизації, скажімо, у Франції, де продаж капіталу приватним інвесторам забезпечив стабільні надходження у державні підприємства, коли соціалістичний уряд в умовах бюджетного дефіциту був не в змозі запропонувати ці ресурси з державного бюджету. Не дивлячись на різну ідеологію приватизації та різну ступінь зв'язку політичних заходів з державною промисловою політикою, завдяки об'єднанню централізованого і ринкового регулювання продаж майна приватному сектору у кожній країні допоміг вирішити проблеми, пов'язані з фіскальною кризою. До речі, у Великобританії використовувалося пряме квотування продажу акцій індивідуальним і іноземним інвесторам, а при приватизації багатьох підприємств уряд резервував за собою „золоту акцію”, що дозволяло контролювати структуру і діяльність нової компанії.

У Китаї в 1992 році був обраний курс на створення змішаної форми власності за умови домінуючої ролі державної. При цьому єдиним реальним виходом для нерентабельних виробництв було акціонування державної власності, залучення іноземного капіталу, злиття з успішними державними

підприємствами. Китай розширив сферу конкуренції без приватизації державних підприємств шляхом створення нових приватних підприємств при поступовій або одномоментній лібералізації і м'якому демонтажі директивного регулювання із збереженням у руках держави основних фінансових важелів.

В Японії на березень 2000 року існували 163 корпорації з часткою державної власності від 50 до 100%. Адміністративний контроль за їх діяльністю здійснює Агентство з управління та координації. Програми розвитку цих компаній фінансуються з державного бюджету. На кінець 1999 року вони отримали від уряду капітал на суму 339 млрд. долл. Ці підприємства мають статус державних, їх бюджет, як і зміни вищого управлінського складу, затверджуються відповідним міністерством. Управління компаніями здійснюється відповідно до політики, що проводиться міністерствами, широко поширена практика залучення колишніх представників міністерств до спостереження за роботою підприємств.

Вирішуючи проблему ефективності виробничого сектора в Україні, слід враховувати факти неефективного господарювання на вже приватизованих підприємствах, а також скорочення виробництва, рівня зайнятості та активів у результаті перетворення середніх й крупних державних підприємств у приватні. Причина - не лише у труднощах загальноекономічного плану, але і у відсутності важелів управління, оскільки держава їх вже втратила, а приватний власник ще не отримав. Надзвичайно низька ефективність приватизованих підприємств часом примушувала уряд до безпосереднього втручання в їх діяльність із зсиленням на те, що саме перехідний процес виправдовує такі дії. Проте вживання методів адміністративної дії фактично є кроком назад у реформуванні стосунків власності. Воно помилкове, але не з точки зору власне участі держави, а з точки зору методів цієї участі.

На відміну від вищезгаданого, корпоративне підприємництво, як метод державного регулювання економіки на ринкових засадах, не суперечить вибраному напрямку реформ і дозволяє здійснювати перетворення, уникаючи негативних соціальних наслідків. Це логічний шлях до інтеграційних форм об'єднання державного і приватного капіталу не через викуп державою акцій приватних підприємств, як це відбувалося в умовах природного, історичного розвитку капіталізму, а через неповну приватизацію державних підприємств.

До речі, у країнах з розвиненими ринковими стосунками підприємства з державною долею ділять на державні і підприємства зі змішаною формою власності. Отже державна участь у цих двох випадках є різною за сенсом і правовою природою за формою діяльності, направлені в першому випадку, – на виконання генетичних завдань держави як регулювальника процесів суспільного відтворення, гаранта соціального захисту громадян країни, у другому – на здобуття прибутку на паритетних з іншими учасниками бізнесу початках.

Згідно рекомендації ОЕСР, „державними слід рахувати підприємства, в яких державні органи володіють переважним капіталом (понад 50%), і ті, які ними контролюються (наприклад, шляхом призначення державних чиновників)”.

Українське законодавство не містить точного визначення державної частки у підприємстві зі змішаною формою власності, яка дозволяє його вважати державним, проте інтернаціоналізація підприємництва вимагає погоджувати визначення державних підприємств із загальноприйнятими підходами. Господарський кодекс відносить до державних підприємств, заснованих на державній власності, у тому числі й казенні підприємства. Це визначення не враховує відкриті акціонерні товариства з відсотком державної власності, що дозволяє державі контролювати їх діяльність. Крім того,

відповідно до статті 1 вказаного кодексу, підприємством є „самостійний господарюючий статутний суб'єкт, який має права юридичної особи та здійснює виробничу, науково-дослідну і комерційну діяльність з метою здобуття відповідного прибутку (доходу)”. Таке визначення відкидає за законодавчі рамки державне підприємництво з метою забезпечення соціальних гарантій, оскільки навряд чи можна чекати прибутковості від підприємства, переслідуючого, наприклад, мету забезпечення зайнятості у регіоні.

Господарський кодекс України визначає підприємництво як самостійну, ініціативну, систематичну, на власний ризик господарську діяльність, „яка залишається суб'єктами господарювання (підприємцями) з метою досягнення економічних і соціальних результатів і здобуття прибутку”. Це визначення розширює можливості державного підприємництва у сфері соціально-економічного регулювання.

Державна корпоративна власність є частиною держвласності, яка бере участь у системі державного регулювання країни. Вона потребує визначення завдань і критеріїв оцінки ефективності державного корпоративного підприємництва, враховуючи суть і інституційні завдання саме державної власності, для якої мікроекономічні показники грають підлеглу роль у порівнянні з необхідністю забезпечити зайнятість у регіоні або функціонування у тому спектрі галузей, які з тих або інших причин є малорентабельними і навіть збитковими, непривабливими для приватного капіталу.

Найбільш поширені методи оцінки ефективності засновані на показнику рентабельності та на порівнянні результатів господарської діяльності державної фірми і приватної корпорації, що діють у приблизно однакових умовах.

За результатами цих оцінок можна бачити, як безперечні факти високопродуктивного ведення справ на державних підприємствах, так і неспростовні свідоцтва україн несприятливій господарській ситуації, що склалася на

підприємствах приватної форми власності. Це дозволяє зробити висновок, що динаміка накопичення капіталу не послабляються автоматично унаслідок присутності держави у власності підприємства. Адже не стільки форма власності, скільки характер управління підприємствами та наявність конкурентного середовища визначають рівень економічної ефективності і темпи зростання виробництва. Проте частка державних підприємств, що існують на межі мінімальної рентабельності або навіть за нею, значно більша, ніж приватних. У багатьох країнах світу перші користуються систематичними бюджетними дотаціями для підтримки своєї господарської діяльності.

Більш того, серед тих державних фірм, які в цілому виконують свої завдання і відраховують до бюджету значну частину отриманого прибутку, задоволено багато підприємств, чий витрати на одиницю виробленої продукції значно вищі, ніж у приватних фірмах, що працюють у тій же галузі.

Найчастіше таку недостатню ефективність державних підприємств пояснюють „тепличними” умовами господарювання і бюрократизацією управлінського апарату. Крім того, держпідприємства обмежені певними економічними, соціальними, юридичними рамками, не мають достатньої підприємницької свободи в умовах, коли необхідно швидко реагувати на нові економічні обставини. Але найголовнішою причиною низьких мікроекономічних показників державних і змішаних підприємств порівняно з приватними є зосередження державної власності у тому спектрі галузей, які з тих або інших причин малорентабельні і навіть збиткові, непривабливі для приватного капіталу. Отже, мікроекономічні показники не можна вважати достатнім критерієм при оцінці ефективності управління державною власністю.

У західній літературі значну увагу приділяють пошуку універсального критерію, який би зміг інтегрувати велику

кількість показників оцінки ефективності управління у державному секторі. Проте ці спроби доки не принесли реального результату. Мабуть, і не могли принести, оскільки підходи до дозволу цієї проблеми є більше політичними, ніж методологічними. У той же час облік результатів відповідних досліджень економічної ефективності функціонування власності, капіталу необхідний для прийняття також і політичних рішень.

Для оцінки економічного потенціалу державної власності і виявлення її функціональної ролі велике значення мають кількісні показники, що фіксують масштаби прямої державної участі у підприємницькій діяльності. Серед використовуваних найчастіше – частка ВВП, вироблена в державному секторі; відсоток державних активів у загальній сумі сукупних (матеріальних і фінансових) активів корпорацій; частка держави у виробництві умовно-чистої продукції; питома вага державних інвестицій у промисловість і інфраструктуру, а також в основний капітал несільськогосподарських галузей; частка держави у валовому накопиченні основного капіталу і т. д. Кожен з них характеризує специфічний аспект рівня розвитку державної власності, відповідно динамічний ряд для кожного з цих індикаторів розміщується по-різному. У результаті складається ряд змінних показників, що у сукупності дають динамічну картину явища. Абсолютизація будь-якого показника, незалежно від його важливості, приводить до помилкового уявлення про реальні пропорції між державною і приватною господарською діяльністю.

Законодавча неврегульованість питання, за яких умов певні підприємства державно-приватної форми власності можуть бути зараховані до державних, не дає можливості отримувати статистичні дані, які б дозволили визначити реальний вклад державної власності в основні економічні та соціальні показники у загальноукраїнському вимірі. Проте аналіз, зроблений на підставі даних Державного комітету статистики



України і показників звітності відкритих акціонерних товариств з державною часткою перед ФДМУ, дає підстави говорити про те, що з багатьох параметрів, зокрема і за чистим доходом від реалізації продукції, останні працюють не менш ефективно, ніж акціонерні товариства без державної долі у статутному фонді. Це ще раз підтверджує тезу про те, що накопичення капіталу не визначається розміром державної долі.

Слід погодитися з твердженням, що крупні приватні корпорації, маючи значні масштаби виробничих і ринкових операцій, можуть серйозно впливати на макроекономічну ситуацію у державі шляхом участі у реалізації ряду довгострокових програм регіонального, загальногосподарського і навіть національного масштабів. Але ж очевидно, що вплив на макроекономічні показники не є самоціллю і рушійною силою господарської діяльності приватного капіталу, оскільки той переслідує, перш за все, мікроекономічний інтерес – здобуття стабільного прибутку, збільшення об'єму продажу, зміцнення ринкових позицій, усунення небезпечного конкурента.

Для державної фірми, що діє від імені центральної або місцевої влади, на першому місці, навпаки, стоять загальногосподарські завдання досягнення макроекономічного ефекту у масштабі окремого регіону або держави вцілому. До переліку цих завдань можуть входити як власне економічні, так і соціально-економічні: підтримка важливих з точки зору національної економіки, але що приходять у занепад через непривабливість для приватного сектора галузей; забезпечення нормального функціонування інфраструктури; надання населенню пільгових послуг у сфері освіти, охорони здоров'я і соціального забезпечення та ін. Мікроекономічні ж показники господарської діяльності дозволяють судити лише про порівняльну життєздатність державних фірм, не пояснюючи

причин, з яких у державному секторі поряд з рентабельними продовжують функціонувати і збиткові підприємства.

Залучення приватного капіталу у державні підприємства у країнах на розвинені ринкові стосунки обґрунтовано зважає захід, направлений і на поживлення інноваційної політики на цих об'єктах. За умови надання певних гарантій відносно права підприємницької ініціативи і важливою дебіюрократизацією механізмів контролю і управління, цей захід принесе успіх і в Україні. Проте для управління ДКП, як і для державного підприємництва взагалі, незалежно від форми його організації, головним критерієм ефективності має бути оцінка того, наскільки успішно реалізуються макроекономічні завдання, відповідні системі орієнтирів державної політики.

Удосконалення організаційно-правового забезпечення реалізації державою своїх корпоративних прав вимагає визнання на політичному рівні необхідності використання державного корпоративного підприємництва як інструменту державної політики. Слід прийняти державну концепцію розвитку системи управління державними корпоративними правами, яка б визначала місце державного корпоративного сектора в економічній структурі країни, а також стратегію його розвитку. Враховуючи продекларований курс на створення нової соціально-економічної моделі, ці питання лежать в одній площині з питаннями про визначення тієї грані, до якої необхідно здійснювати демонтаж державної власності, і про доцільність повної приватизації підприємств, що мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави.

Оцінюючи проблему державного втручання в економіку України, необхідно враховувати досвід розвинених країн. Він свідчить: формальна передача прав власності не забезпечує ефективність у виробництві товарів і послуг, наданні соціальних гарантій. В той же час державне корпоративне підприємництво має бути використане державою як альтернативний прямому державному регулюванню механізм впливу на діяльність підприємств, що мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави, з метою

забезпечення умов суспільного відтворення і як спосіб здобуття дивідендів до державного бюджету шляхом корпоративної участі у прибуткових виробництвах.

Розвиток державної, приватної і змішаної форм власності, їх співіснування на рівних – об’єктивна необхідність для України на сучасному етапі її розвитку. Говорити про переваги або недоліки однієї з них можна, лише враховуючи конкретну історичну ситуацію конкретної країни. Якою мірою та або інша форма власності створює (або не створює) сприятливі умови для вирішення загальнодержавних проблем, мірило яких – добробут кожного окремого члена суспільства, – саме це повинно бути вихідною умовою при вирішенні питань про темпи та об’єми приватизації, а також формування інституційних складових макроекономічної системи.

### **Питання для самоконтролю:**

1. Сутність державного регулювання корпоративного сектору економіки.
2. Дайте характеристики американської, японської, шведської, німецької та вітчизняної моделей державного регулювання економіки.
3. Основні напрями та методи державного регулювання корпоративного сектору економіки в Україні.
4. Напрями створення холдингових компаній в процесі приватизації.
5. Сутність діяльності Антимонопольного комітету України по відношенню до корпорацій.
6. Моделі антимонопольного контролю в США, ЄС, Японії, Російській Федерації, Україні.
7. Розкрийте сутність механізму регулювання процесів злиття (поглинання) підприємств Антимонопольним комітетом України.
8. Значення індексу ринкової концентрації Герфенделя-Гіршмана.
9. Нормативна база державного регулювання корпоративного сектору економіки України.
10. Етапи розвитку фондового ринку України.

11. Державне регулювання фондового ринку у США, Великій Британії та Німеччині.

12. Які форми державного регулювання ринку цінних паперів застосовуються в Україні?

13. Сутність депозитарної системи України.

14. Наведіть, приклади державного регулювання розвитку корпорацій у країнах світу.

15. Який механізм управління державними корпоративними правами діє в Україні?

### **Терміни і поняття:**

*1. Державне регулювання економіки - це система заходів законодавчого, виконавчого і контрольного характеру по стабілізації та пристосуванню економіки до умов, що змінюються.*

*2. Рахунок депо – сукупність записів в облікових регістрах депозитарію, необхідна для виконання депозитарієм договору рахунку депо.*

*3. Транспарентність (від франц. transparent - прозорий) - прозорість економічних процесів, відносин, планів, проектів, програм, угод, законодавчої підтримки; безпосереднє, чітке відображення в них всіх змістовних елементів.*

*4. Депозитна розписка – це цінний папір, що обертається на ринку і підтверджує право власника на певну кількість цінних паперів, депонованих у депозитарії.*

*5. Інститут „золота акція” – це спеціальне право держави щодо управління корпоративними правами держави в акціонерних товариствах, яке дозволяє забезпечити участь органів виконавчої влади на відповідний період часу в управлінні акціонерними товариствами, створеними у процесі приватизації (корпоратизації) на*

*окремих підприємствах, які мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави.*

## ВИСНОВКИ ПО II МОДУЛЮ

Дуже значне місце у формуванні і функціонуванні корпоративних структур відіграє ринок цінних паперів. Дійсне призначення ринку цінних паперів – не лише спекуляції покриття дефіциту бюджету, перерозподіл власності, як це переважно відбувалося в 1993-1998 роках, але ще і створення фінансового механізму для запуску інвестицій, для виживання і оновлення економіки.

Замість ринку з величезним переважанням державних цінних паперів повинен з'явитися обслуговуючий інвестиційні проекти у економіці, зокрема в АПК, фондовий ринок економічного зростання.

У подальшому розвитку українського ринку цінних паперів, поза сумнівом, потрібно спиратися на кращий світовий досвід. Зараз найбільш терміновим питанням, що стоїть перед органами управління, є створення та розвиток державної програми з формування вітчизняних інвесторів. Достатньо багато зусиль до цих пір спрямовувалося на захист прав інвесторів, при цьому не приділялося жодної уваги фінансовій письменності потенційних інвесторів. Захист корпоративних прав складно шукати в країні, де 97% населення не має уявлення про відмінності між акціями і облігаціями, не говорячи вже про складніші поняття типу депозитарій або трансфер-агент.

Ринок цінних паперів сам по собі - не найголовніший елемент, але без нього не працюватиме вся система. Поки цей інструмент існує в недосконалому вигляді, стан економіки буде визначатися не господарсько-економічною активністю підприємств, вираженою в курсах акцій, а різними заміниками типу збору податків, західними стабілізаційними позиками або страйками шахтарів.

Крім цього, доцільною є схема розподілу додаткової вартості в аграрному секторі економіки через мінімізацію

кількості посередників. Аграрні корпорації спроможні нейтралізувати різноспрямовану силу товарних і грошових потоків між суб'єктами АПК і кінцевим споживачем. Дана схема має застосування і в зовнішньоекономічній діяльності України, де аграрні корпорації через власні закордонні філіали можуть обминати ряд посередників від виробників до кінцевих споживачів, у т.ч. й іноземних.

Доцільним є впровадження в практику аграрних і аграрно-промислових корпорацій положень Принципів корпоративного управління. Зокрема необхідно підвищити значимість блоків: соціальні гарантії, контроль за діяльністю, суттєві факти, капітал корпорації, організація роботи та керівництво корпорацією, екологічний аудит. Висока принциповість за рядом позицій підвищує рейтинг привабливості аграрних корпорацій для суб'єктів зовнішнього середовища.

Надмірна концентрація економічної, фінансової та ринкової влади може призвести до таких суттєвих структурних змін, коли вільна конкуренція не зможе виконувати функцію засобу забезпечення рівноваги в економіці. При таких обставинах налагоджена робота антимонопольних органів щодо недопущення монополізації ринку внаслідок концентрації господарських структур дозволить знизити загрозу економічній безпеці держави та забезпечити передумови створення повноцінної моделі відкритої конкурентної економіки. Антимонопольний контроль за концентрацією господарських структур можна розглядати як фактор стійкого розвитку економіки регіону та держави в цілому, оскільки він створює необхідні умови для ринкової загальності.

Досвід країн з розвинутою ринковою економікою свідчить, що для антимонопольного контролю за злиттям компаній характерним є дотримання балансу інтересів між відстоюванням конкурентного середовища на внутрішніх товарних ринках та „монопольним” протекціонізмом національних підприємств, що працюють в стратегічних

галузях економіки, тобто в галузях, які забезпечують конкурентні переваги країни (наприклад, для США – це літакобудування, фармацевтика, нафтопродукти; для країн ЄС – машини, обладнання, транспортні засоби, вино та виноматеріали, телекомунікації).

Головними проблемами, що перешкоджають ефективному функціонуванню механізму державного контролю за економічною концентрацією в Україні, на цей час є: відсутність офіційно визначеного вичерпного переліку підстав заборони злиття компаній, відсутність методичних розробок щодо оцінки можливих наслідків запланованої концентрації господарських структур, невизначений порядок дослідження відносин контролю між самостійними в правовому значенні господарськими структурами, недоліки інформаційного забезпечення контрольної роботи антимонопольних органів (відсутність повної оперативної інформації про процеси концентрації господарських структур, що відбуваються в економіці; відсутність власної автоматизованої бази даних із довідковопошуковою функцією про дозволені та заборонені злиття компаній; неналежний рівень обміну інформацією між територіальними відділеннями Антимонопольного комітету України та з антимонопольними відомствами інших країн).

Вдосконалення контролю за концентрацією господарських структур повинно бути спрямоване на розробку дієвих заходів захисту конкуренції та одночасно – на мінімізацію можливих не виправданих обмежень, що стримують розвиток підприємницької діяльності. Для України залишається актуальною необхідність формування механізму надання дозволу на економічну концентрацію, який би не став додатковим бар'єром для вступу нових суб'єктів господарювання на ринок та не гальмував об'єктивні структурні зміни в економіці.



## Збірник тестових завдань до модулю II

### Тема 5. Управління активами корпорації

1. Ціна спільного капіталу корпорації (ЦСК) визначається за формулою:

а)  $ЦСК = \sum C_i \times C_i$  ;

б)  $ЦСК = ДВ_n \div C_n$  ;

в)  $ЦСК = ВК \times K$  ;

г)  $ЦСК = ДР \div СЦК$  .

2. Ціна корпорації (ЦК) визначається за формулою:

а)  $ЦК = \sum C_i \times C_i$  ;

б)  $ЦК = ДВ_n \div C_n$  ;

в)  $ЦК = ВК \times K$  ;

г)  $ЦК = ДР \div СЦК$  .

3. Найпотужнішим ринком корпоративних цінних паперів у світі є ринок ...

а) США;

б) Японії;

в) Німеччини;

г) Китаю.

4. На ринку корпоративних цінних паперів виділяють наступні види паперів:

а) акції і облігації;

б) векселі;

в) ощадні та депозитні сертифікати;

г) всі відповіді вірні.

5. Розвиток власного бізнесу як загальна стратегія поведінки характерна для наступного типу економічного агенту:

а) „творці”/ „травоядні”;

- б) „загарбники”/ „м’ясоїдні”;
- в) „регулювальники”;
- г) вірна відповідь відсутня.

6. Приріст капіталу, прагнення до отримання максимального прибутку в короткому періоді часу як загальна стратегія поведінки характерна для наступного типу економічного агенту:

- а) „творці”/ „травоядні”;
- б) „загарбники”/ „м’ясоїдні”;
- в) „регулювальники”;
- г) вірна відповідь відсутня.

7. Зростання владних повноважень і ресурсів, що розміщується, характерна для наступного типу економічного агенту:

- а) „творці”/ „травоядні”;
- б) „загарбники”/ „м’ясоїдні”;
- в) „регулювальники”;
- г) вірна відповідь відсутня.

8. Стратегічні інвестори на великих підприємствах відносяться до ...

- а) типу агентів „творці”/ „травоядні”;
- б) типу агентів „загарбники”/ „м’ясоїдні”;
- в) типу агентів „регулювальники”;
- г) вірна відповідь відсутня.

9. Міноритарні акціонери та фінансові спекулянти відносяться до...

- а) типу агентів „творці”/ „травоядні”;
- б) типу агентів „загарбники”/ „м’ясоїдні”;
- в) типу агентів „регулювальники”;
- г) вірна відповідь відсутня.

10. ДК ЦПФР відноситься до ...

- а) типу агентів „творці”/ „травоядні”;
- б) типу агентів „загарбники”/ „м’ясоїдні”;

- в) типу агентів „регулювальники”;
- г) вірна відповідь відсутня.

11. Зважена середня вартість капіталу визначається за формулою:

- а)  $WACC = W_1 \times C_1 + W_2 \times C_2 + \dots + W_n \times C_n$ ;
- б)  $WACC = (ROCE - WACC) \times CAPITAL$ ;
- в)  $WACC = W_1 \times C_1 - W_2 \times C_2 - \dots - W_n \times C_n$ ;
- г)  $WACC = (ROCE + WACC) \times CAPITAL$ .

12. Додана економічна вартість капіталу визначається за формулою:

- а)  $EVA = W_1 \times C_1 + W_2 \times C_2 + \dots + W_n \times C_n$ ;
- б)  $EVA = (ROCE - WACC) \times CAPITAL$
- в)  $EVA = W_1 \times C_1 - W_2 \times C_2 - \dots - W_n \times C_n$ ;
- г)  $EVA = (ROCE + WACC) \times CAPITAL$ .

13. Єврооблігації – це облігації ...

- а) іноземних емітентів, номінованих у валюті країни розміщення і призначені для розповсюдження серед міжнародних інвесторів;
- б) вітчизняних емітентів, номінованих у валюті країни розміщення і призначені для розповсюдження серед міжнародних інвесторів;
- в) іноземних емітентів, номінованих у іноземній валюті країни розміщення і призначені для розповсюдження серед міжнародних інвесторів;
- г) вітчизняних емітентів, номінованих у валюті країни розміщення і призначені для розповсюдження серед вітчизняних інвесторів.

14. Програма американських депозитарних розписок (АДР) 1-го рівня передбачена для ...

- а) вивезення цінних паперів зарубіжного емітента в обіг на позабіржовому ринку США;*
- б) проходження емітентом лізингу на одній з американських фондових бірж;
- в) залучення додаткового капіталу від залучення АДР, випущених на задепоновані акції емітента;
- г) залучення прямого фінансування з максимальним спрощенням для закордонного емітента офіційних процедур надання інформації та реєстрації за американськими законами.

15. Програма американських депозитарних розписок (АДР) 2-го рівня передбачена для ...

- а) вивезення цінних паперів зарубіжного емітента в обіг на позабіржовому ринку США;*
- б) проходження емітентом лістингу на одній з американських фондових бірж;*
- в) залучення додаткового капіталу від залучення АДР, випущених на задепоновані акції емітента;
- г) залучення прямого фінансування з максимальним спрощенням для закордонного емітента офіційних процедур надання інформації та реєстрації за американськими законами.

16. Програма американських депозитарних розписок (АДР) 3-го рівня передбачена для ...

- а) вивезення цінних паперів зарубіжного емітента в обіг на позабіржовому ринку США;
- б) проходження емітентом лістингу на одній з американських фондових бірж;
- в) залучення додаткового капіталу від залучення АДР, випущених на задепоновані акції емітента;*
- г) залучення прямого фінансування з максимальним спрощенням для закордонного емітента офіційних процедур надання інформації та реєстрації за американськими законами.

17. Програма американських депозитарних розписок (АДР) за правилом 144 А передбачена для ...

- а) вивезення цінних паперів зарубіжного емітента в обіг на позабіржовому ринку США;
- б) проходження емітентом лістингу на одній з американських фондових бірж;
- в) залучення додаткового капіталу від залучення АДР, випущених на задепоновані акції емітента;
- г) залучення прямого фінансування з максимальним спрощенням для закордонного емітента офіційних процедур надання інформації та реєстрації за американськими законами.

18. Подрібнення акцій – це ...

- а) збільшення кількості акцій в обігу шляхом зміни однієї акції на кілька;
- б) зменшення кількості акцій в обігу шляхом заміни певної кількості акцій на одну;
- в) достроковий викуп випущених акцій із заміною їх на акції нового випуску з нижчою відсотковою ставкою;
- г) відсутня правильна відповідь.

19. Консолідація акцій – це ...

- а) збільшення кількості акцій в обігу шляхом зміни однієї акції на кілька;
- б) зменшення кількості акцій в обігу шляхом заміни певної кількості акцій на одну;
- в) достроковий викуп випущених акцій із заміною їх на акції нового випуску з нижчою відсотковою ставкою;
- г) відсутня правильна відповідь.

## **Тема 6. Корпоративна культура та рейтингування корпорацій**

### **1. Акціонерний контроль – це ...**

- а) можливість приймати або відхиляти акціонерами, що мають необхідну кількість голосів, ті або інші рішення;*
- б) можливість фізичних і (або) юридичних осіб забезпечувати управління господарською діяльністю підприємства, приймати управлінські рішення та структури;*
- в) можливість впливати на рішення акціонерного товариства шляхом використання фінансових інструментів і спеціальних засобів;*
- г) відсутня правильна відповідь.*

### **2. Управлінський контроль – це ...**

- а) можливість приймати або відхиляти акціонерами, що мають необхідну кількість голосів, ті або інші рішення;*
- б) можливість фізичних і (або) юридичних осіб забезпечувати управління господарською діяльністю підприємства, приймати управлінські рішення та структури;*
- в) можливість впливати на рішення акціонерного товариства шляхом використання фінансових інструментів і спеціальних засобів;*
- г) відсутня правильна відповідь.*

### **3. Фінансовий контроль – це ...**

- а) можливість приймати або відхиляти акціонерами, що мають необхідну кількість голосів, ті або інші рішення;*
- б) можливість фізичних і (або) юридичних осіб забезпечувати управління господарською діяльністю підприємства, приймати управлінські рішення та структури;*
- в) можливість впливати на рішення акціонерного товариства шляхом використання фінансових інструментів і спеціальних засобів;*
- г) відсутня правильна відповідь.*

4. Модель корпоративного контролю „приватного підприємства” передбачає, що ...

- а) *основний його власник - його директор;*
- б) *контрольний пакет акцій сконцентрований у „директорській команді”;*
- в) *зовнішній власник розпоряджається контрольним пакетом акцій, а менеджери – найманий персонал або власники невеликих пакетів акцій;*
- г) *контроль фактично належить менеджменту підприємства, що володіє незначним пакетом акцій.*

5. Модель корпоративного контролю „колективної менеджерської власності” передбачає, що ...

- а) *основний його власник - його директор;*
- б) *контрольний пакет акцій сконцентрований у „директорській команді”;*
- в) *зовнішній власник розпоряджається контрольним пакетом акцій, а менеджери – найманий персонал або власники невеликих пакетів акцій;*
- г) *контроль фактично належить менеджменту підприємства, що володіє незначним пакетом акцій.*

6. Модель корпоративного контролю „з концентрованим володінням” передбачає, що ...

- а) *основний його власник - його директор;*
- б) *контрольний пакет акцій сконцентрований у „директорській команді”;*
- в) *зовнішній власник розпоряджається контрольним пакетом акцій, а менеджери – найманий персонал або власники невеликих пакетів акцій;*
- г) *контроль фактично належить менеджменту підприємства, що володіє незначним пакетом акцій.*

7. Модель корпоративного контролю „з розпорощеним володінням” передбачає, що ...

- а) основний його власник - його директор;
- б) контрольний пакет акцій сконцентрований у „директорській команді”;
- в) зовнішній власник розпоряджається контрольним пакетом акцій, а менеджери – найманий персонал або власники невеликих пакетів акцій;
- г) *контроль фактично належить менеджменту підприємства, що володіє незначним пакетом акцій.*

8. Основними принципами управління корпорацією є ...

- а) принцип розділення володіння та управління капіталом;
- б) принцип розділення влади;
- в) принцип відповідальності виконавчого органу за ведення справ корпорації;
- г) *всі відповіді вірні.*

9. Послідовний тип спільної діяльності в управлінні корпорацією передбачає:

- а) ринковий тип та грошовий важіль управління;
- б) *бюрократичний тип та силовий важіль управління;*
- в) авторитарний тип та авторитетний важіль управління;
- г) демократичний тип та важіль управління через знання.

10. Рейтинг корпоративного управління проводиться за такими блоками:

- а) відкритість корпоративної структури щодо подання інформації та структури власників акціонерного капіталу;
- б) діяльність управління і менеджменту в корпоративній структурі;
- в) дотримання прав акціонерів та ризику управління у корпоративній структурі;
- г) *всі відповіді вірні.*



11. Основними положеннями інституту внутрішніх аудиторів є:

- а) внутрішній аудит корпорації повинен носити комплексний характер;
- б) внутрішній аудит корпорації повинен носити конструктивний характер;
- в) внутрішній аудит корпорації повинен носити незалежний характер;
- г) всі відповіді вірні.

## **Тема 7. Антикризовий корпоративний менеджмент**

1. Усвідомлені ризики - це ...

- а) *ті ризики, на які керівництво корпорації йде свідомо, розуміючи, що оборотною стороною цього ризику є можливість отримання додаткового прибутку;*
- б) *ті ризики, що пов'язані зі станом технічної бази корпорації, а також з її кадровим потенціалом;*
- в) *ті ризики, що формуються під впливом спільного соціально-економічного стану, ситуації на ринку, явищ природного характеру;*
- г) всі відповіді вірні.

2. Внутрішні ризики – це ...

- а) *ті ризики, на які керівництво корпорації йде свідомо, розуміючи, що оборотною стороною цього ризику є можливість отримання додаткового прибутку;*
- б) *ті ризики, що пов'язані зі станом технічної бази корпорації, а також з її кадровим потенціалом;*
- в) *ті ризики, що формуються під впливом спільного соціально-економічного стану, ситуації на ринку, явищ природного характеру;*
- г) всі відповіді вірні.

3. Зовнішні ризики – це ...

- а) ті ризики, на які керівництво корпорації йде свідомо, розуміючи, що оборотною стороною цього ризику є можливість отримання додаткового прибутку;
- б) ті ризики, що пов'язані зі станом технічної бази корпорації, а також з її кадровим потенціалом;
- в) *ті ризики, що формуються під впливом спільного соціально-економічного стану, ситуації на ринку, явищ природного характеру;*
- г) всі відповіді вірні.

4. Потенційні ризики – це ...

- а) ті ризики, на які керівництво корпорації йде свідомо, розуміючи, що оборотною стороною цього ризику є можливість отримання додаткового прибутку;
- б) ті ризики, що пов'язані зі станом технічної бази корпорації, а також з її кадровим потенціалом;
- в) ті ризики, що формуються під впливом спільного соціально-економічного стану, ситуації на ринку, явищ природного характеру;
- г) *всі відповіді вірні.*

5. Неєфективний менеджмент відноситься до наступного виду ризику в корпораціях ...

- а) виробничо-технічного;
- б) комерційного;
- в) *підприємницького;*
- г) інвестиційного.

6. Втрата капіталу відноситься до наступного виду ризику в корпораціях ...

- а) виробничо-технічного;
- б) комерційного;
- в) підприємницького;
- г) *інвестиційного.*

7. Зниження цін на продукцію корпорації відноситься до наступного виду ризику ...

- а) виробничо-технічного;
- б) комерційного;
- в) підприємницького;
- г) інвестиційного.

8. Організаційні заходи інформаційної безпеки передбачають ...

- а) вибір місця розташування обчислюваних центрів;
- б) захист від несанкціонованого доступу до інформаційної системи;
- в) розробку системи захисту авторських прав;
- г) не має правильної відповіді.

9. Технічні заходи інформаційної безпеки передбачають ...

- а) вибір місця розташування обчислюваних центрів;
- б) захист від несанкціонованого доступу до інформаційної системи;
- в) розробку системи захисту авторських прав;
- г) не має правильної відповіді.

10. Правові заходи інформаційної безпеки передбачають ...

- а) вибір місця розташування обчислюваних центрів;
- б) захист від несанкціонованого доступу до інформаційної системи;
- в) розробку системи захисту авторських прав;
- г) не має правильної відповіді.

## **Тема 8. Державне регулювання господарською діяльністю корпорацій**

2. Державна корпоративна власність в яких галузях галузях економіки построзвинутих країн світу перевищує 50%:

- а) пошта, залізниця, авіалінії, телекомунікації;
- б) електроенергія, газ;
- в) автомобільна промисловість, сталь;

г) всі відповіді вірні.

3. Який метод державного регулювання корпоративного сектору економіки найбільш застосовуваний в ринкових умовах:
- а) економічний;
  - б) адміністративний;
  - в) соціальний;
  - г) контролюючий.
4. Антимонопольний контроль за концентрацією господарських структур, що здійснюється в країнах з розвинутою економікою:
- а) виключає можливість винятків;
  - б) широко використовує систему винятків;
  - в) орієнтується на систему захисту внутрішніх інтересів своїх країн;
  - г) правильні відповіді б) і в).
5. Транспарентність – це ...
- а) прозорість економічних процесів, відносин, планів, проектів, програм, угод, законодавчої підтримки;
  - б) непрозорість економічних процесів, відносин, планів, проектів, програм, угод, законодавчої підтримки;
  - в) адекватне реагування на зовнішні по відношенню до корпорації процеси;
  - г) неадекватне реагування на зовнішні по відношенню до корпорації процеси.
5. Яка модель державного регулювання економіки зводиться до використання правових та опосередкованих методів, насамперед податково-бюджетних:
- а) японська;
  - б) американська;
  - в) шведська;
  - г) німецька.
6. Стимулююча функція держави проявляється в ...

- а) визначенні пріоритетів;
- б) формування регуляторів;
- в) встановлення законодавчих правил;
- г) коригування розподілу ресурсів.

7. Цільова функція держави проявляється в ...

- а) визначенні пріоритетів;
- б) формування регуляторів;
- в) встановлення законодавчих правил;
- г) коригування розподілу ресурсів.

8. Депозитарну діяльність можуть здійснювати:

- а) банки, фондові біржі;
- б) інвестиційні інститути;
- в) спеціалізовані депозитарії, розрахунково-депозитарні організації.
- г) всі перелічені суб'єкти.

9. На яких біржах допускається до торгів цінні папери іноземних держав, що знаходяться в активах інститутів спільного інвестування України:

- а) Нью-Йоркська та Лондонська фондові біржі;
- б) Токійська та Німецька фондові біржі;
- в) НАСДАК;
- г) всі перелічені біржі.

10. Основними послугами, що надає Міжрегіональний фондовий союз є ...

- а) ведення обліку прав власності;
- б) зв'язка, кліринг;
- в) знерухомилення цінних паперів;
- г) всі перелічені види послуг.

# ДОДАТКИ

## Додаток А

### Звіт про результати управління корпоративними правами держави в господарських товариствах за 2008 рік

#### ЗМІСТ

1. Структура корпоративних прав держави.
2. Аналіз фінансово-економічної діяльності господарських товариств, у статутному капіталі яких частка держави перевищує 50 відсотків.
3. Залучення інвестицій господарськими товариствами, у статутному капіталі яких частка держави перевищує 50 відсотків.
4. Стан погодження (затвердження) фінансових планів акціонерних товариств на 2009 рік.
5. Заходи Фонду щодо підвищення ефективності управління корпоративними правами держави.

#### 1. Структура корпоративних прав держави

Для забезпечення оперативного обліку акцій, часток, паїв, що належать державі у статутному капіталі господарських товариств, здійснення ефективного управління корпоративними правами держави Фондом державного майна України (далі - Фондом) відповідно до постанови Кабінету Міністрів України від 29.10.03 р. №1679 ведеться Реєстр корпоративних прав держави.

На 1 січня 2009 року в Реєстрі корпоративних прав держави обліковується **811** господарських товариств, у статутному капіталі яких є державна частка.

Держава в особі Уряду України, Фонду державного майна України, міністерств і інших центральних органів виконавчої влади здійснювали управління корпоративними правами держави у **698** відкритих та закритих акціонерних товариствах, **83** товариствах з обмеженою відповідальністю та **30** національних акціонерних і державних холдингових компаніях

(НАК і ДХК), створених спеціальними рішеннями Президента України та Уряду України.

З них:

- **324** господарських товариства (**40%** загальної кількості) мають у статутному капіталі державну частку понад **50%**, яка надає державі право контролю за їх діяльністю (далі - **контрольні**), з них **172** господарських товариства (**21%**) мають державну частку **100%**;

- **237** господарських товариства (**29%**) мають державну частку в статутному капіталі розміром від **25** до **50%** (блокуючий пакет);

- **250** господарських товариств (**31%**) мають державну частку в статутному капіталі менше **25%**.

Крім того, з них:

- **103** акціонерних товариства засновано міністерствами в процесі корпоратизації державних підприємств, які не надають до Фонду ніякої статистичної звітності, а функції з управління цими товариствами здійснюють виключно засновники - міністерства;

- **49** господарських товариств (**6%** загальної кількості) мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави, з них **30** контрольних.

Фонд здійснює управління **691** об'єктом з корпоративними правами держави (**85%** загальної кількості), з них з державною часткою від **50%** до **100%** - **209** об'єктів.

Органи виконавчої влади та інші органи управління управляють корпоративними правами **120** (**15%**) господарськими товариствами, з них:

- **103** акціонерних товариств засновано міністерствами в процесі корпоратизації державних підприємств;

- **17** НАК і ДХК передано їм відповідно до постанов Кабінету Міністрів України.

Розподіл **691** об'єкту, управління якими здійснює Фонд, в регіональному розрізі виглядає таким чином:



1. м. Київ - 113 (16,4%);
2. Луганська область - 68 (9,8%);
3. Київська область - 68 (9,8%);
4. Донецька область - 55 (8,0%);
5. АР Крим - 34 (4,9%);
6. Львівська область - 33 (4,8%);
7. Дніпропетровська область - 31 (4,5%);
8. Кіровоградська область - 28 (4,1%);
9. Запорізька область - 26 (3,8%);
10. Тернопільська область - 25 (3,6%);
11. Хмельницька область - 25 (3,6%);
12. Харківська область - 23 (3,3%);
13. Херсонська область - 20 (2,9%);
14. Сумська область - 20 (2,9%);
15. Чернівецька область - 16 (2,3%);
16. Полтавська область - 14 (2,0%);
17. Закарпатська область - 13 (1,9%);
18. Одеська область - 12 (1,7%);
19. Івано-Франківська область - 12 (1,7%);
20. Черкаська область - 10 (1,5%);
21. Рівненська область - 9 (1,3%);
22. Чернігівська область - 9 (1,3%);
23. Вінницька область - 9 (1,3%);
24. Житомирська область - 7 (1,0%);
25. Волинська область - 5 (0,7%);
26. Миколаївська область - 4 (0,6%);
27. м. Севастополь - 2 (0,3%).

За галузевим розподілом, структура корпоративних прав держави в господарських товариствах, управління якими здійснює Фонд, така:

1. Промисловість - 249 (36,0%);
2. Сільське господарство - 83 (12,0%);
3. Транспорт і зв'язок - 73 (10,6%);
4. Торгівля і громадське харчування - 57 (8,2%);

5. Будівництво - 44 (6,4%);
6. Наука і наукове обслуговування - 42 (6,1%);
7. Житлово-комунальне господарство - 13 (1,9%);
8. Управління - 13 (1,9%);
9. Рибне господарство - 5 (0,7%);
10. Інші - 112 (16,2%).

Загальна кількість пакетів акцій, часток, паїв, що належать державі у статутному капіталі господарських товариств, станом на 01.01.2009р. у порівнянні з початком 2008 року наведена у таблиці А.1.

Як свідчать дані вищенаведеної таблиці, протягом порівняльного періоду загальна кількість господарських товариств зменшилась на **122** господарських товариства. Зокрема, загальна кількість ПАТ, створених в процесі приватизації та корпоратизації, зменшилась на **105** ПАТ, а саме: з державною часткою до 10% - **13** ПАТ, з державною часткою від 10% до 25% - 27 ПАТ, з державною часткою від 25% до 50% - **44** ПАТ та з державною часткою від 50% до 100% - **21** ПАТ. Частка власності держави в статутному капіталі усіх господарських товариств за номінальною вартістю пакетів акцій станом на 01.01.2009 р. становить **34,19** млрд. грн., з них НАК і ДХК мають **20,70** млрд. грн. (**60,5%** загальної вартості, інші господарські товариства - **10,98** млрд.грн. (**32,1%**). Номінальна вартість державної частки акціонерних товариств, заснованих міністерствами в процесі корпоратизації державних підприємств, складає **2,51** млрд. грн. (**7,4%**) (таблиця А.2). Здійснюючи управління корпоративними правами **691** об'єктом Фонд державного майна України, його регіональні відділення мають в своєму підпорядкуванні господарські товариства, сумарний статутний капітал яких становить **11,54** млрд. грн. В той же час, безпосередньо Уряд і міністерства управляють корпоративними правами лише **120** об'єктів, сумарний статутний капітал яких складає **22,65** млрд. грн., або більше **66%** всього статутного капіталу, яким володіє.

Таблиця А.1

**Загальна кількість пакетів акцій, часток, паїв, що належать державі у  
статутному капіталі господарських товариств**

| Вид господарських товариств                                  | Загальна кількість    |                       | до 10%                |                       | від 10% до 25%        |                       | від 25% до 50%        |                       | від 50% до 100%       |                       |
|--|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
|  | станом на 01.01.08 р. | станом на 01.01.09 р. | станом на 01.01.08 р. | станом на 01.01.09 р. | станом на 01.01.08 р. | станом на 01.01.09 р. | станом на 01.01.08 р. | станом на 01.01.09 р. | станом на 01.01.08 р. | станом на 01.01.09 р. |
| ПАТ, створені в процесі приватизації та корпоратизації       | 602                   | 497                   | 112                   | 99                    | 107                   | 80                    | 203                   | 159                   | 180                   | 159                   |
| ХК, ДАК, НАК   | 30*                   | 30*                   | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 30                    | 30                    |
| АТ, створені за участю ФДМУ                                  | 108                   | 98                    | 30                    | 29                    | 14                    | 9                     | 46                    | 42                    | 18                    | 18                    |
| ТОВ  | 90                    | 83                    | 15                    | 13                    | 23                    | 20                    | 31                    | 31                    | 21                    | 19                    |
| АТ, які знаходяться на обліку інших органів виконавчої влади | 103                   | 103                   | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 5                     | 5                     | 98                    | 98                    |
| Разом  | 933                   | 811                   | 157                   | 141                   | 144                   | 109                   | 285                   | 237                   | 347                   | 324                   |

\*в т. ч. 17 ХК, які знаходяться на обліку у інших органів виконавчої влади

Це свідчить, що Фонду передані в управління в основному корпоративні права дрібних та середніх менш привабливих, збиткових підприємств.

В структурі корпоративних прав держави значний сегмент продовжують займати підприємства, щодо яких порушено провадження у справі про банкрутство, кредиторська заборгованість яких створилася в основному до передачі Фонду корпоративних прав.

*Таблиця А.2*

**Динаміка вартості корпоративних прав відповідно до Реєстру корпоративних прав держави**

| Господарські товариства  | Вартість державної частки, млрд. грн. |                         | Зміни, млрд. грн. (+;-) |
|--|---------------------------------------|-------------------------|-------------------------|
|  | станом на 01.01.2008 р.               | станом на 01.01.2009 р. |                         |
| НАК і ДХК  | 20,70                                 | 20,70                   | 0,00                    |
| Господарські товариства з державною часткою власності  | 11,13                                 | 10,98                   | -0,15                   |
| Акціонерні товариства, засновані міністерствами в процесі корпоратизації державних підприємств | 2,51                                  | 2,51                    | 0,00                    |

На 1 січня 2009 року **212** господарських товариств, або **31%** загальної кількості, знаходяться на тій чи іншій стадії банкрутства (з них контрольних - **76** товариств (**36%** загальної кількості контрольних). Із загальної кількості підприємств-банкрутів:

**47 (13 контрольних)** - в стадії розпорядження майном;

**64 (43 контрольних)** - в стадії санації;

**101 (20 контрольних)** - в процесі ліквідації.

Слід зазначити, що корпоративний портфель держави за останні роки має стійку тенденцію до зменшення. Це поступово впливає на поліпшення структури корпоративних прав, оскільки їх скорочення в основному відбувається за рахунок дрібних та низьколіквідних пакетів розміром до 25% статутного капіталу та частки пакетів акцій розміром від 25 до 50% статутного капіталу.

*Таблиця А.3*

**Моніторинг корпоративних прав держави у статутному капіталі господарських товариств**

| Станом на     | Кількість господарських товариств | з них:        |                          |                           |
|---------------|-----------------------------------|---------------|--------------------------|---------------------------|
|               |                                   | від 0% до 25% | від 25% + 1 акція до 50% | від 50% + 1 акція до 100% |
| 01.01.2008 р. | 933                               | 301           | 285                      | 347                       |
| 01.01.2009 р. | 811                               | 250           | 237                      | 324                       |

Зменшення корпоративного портфелю держави раніше здебільшого відбувалося за рахунок прибутково працюючих підприємств. Проте, останнім часом державні органи приватизації змінюють акценти у своїй роботі із функцій продажу на функції з управління державним майном та корпоративними правами держави, не послаблюючи уваги до продажу об'єктів приватизації. У цих напрямках Фонд реалізує функції із створення моделей та умов подальшого використання державного майна і ведення його належного обліку.

## **2. Аналіз фінансово-економічної діяльності господарських товариств, у статутному капіталі яких частка держави перевищує 50 відсотків**

Підсумки роботи господарських товариств, у статутному капіталі яких частка держави перевищує 50 відсотків, за 2008 рік, представлені у таблиці А.4. Погіршення фінансово-економічних показників корпоративного сектору економіки України зумовлено світовою економічною та фінансовою кризою.

Узагальнені фінансово-економічні показники корпоративного сектору економіки України за 2008 рік наведені у таблиці А.4.

Загальний обсяг чистого прибутку господарських товариств, у статутному капіталі яких частка держави перевищує 50 відсотків, на 1 січня 2009 року склав **16 300,9** млн. грн., що на **18% більше** ніж у відповідному періоді минулого року.

**66** підприємств (**57%** загальної кількості, що звітували) забезпечили збільшення обсягу чистого прибутку у порівнянні з відповідним періодом минулого року.

За галузевим розподілом найбільші обсяги чистого прибутку мали підприємства зв'язку (**6 646,3** млн. грн.) та хімічної і нафтохімічної промисло-вості (**4 892,7** млн. грн.), а серед регіонів - підприємства м. Києва (**8 871,6** млн. грн.) та Одеської області (**3 541,8** млн. грн.).

Фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування господарських товариств на 1 січня 2009 року має від'ємне значення і становить майже - **565,8** млн. гривень.

**50** підприємств (**43%** загальної кількості, що звітували) забезпечили покращання фінансового результату від звичайної діяльності до оподаткування у порівнянні з відповідним періодом минулого року.

Таблиця А.4

**Фінансово-економічні показники діяльності  
господарських товариств, у статутному капіталі яких частка  
держави перевищує 50 відсотків, тис. грн.**

| Показники   | 12 місяців<br>2007 року | 12 місяців<br>2008 року |
|---|-------------------------|-------------------------|
| Чистий прибуток   | 13 853765,40            | 16 300857,50            |
| Фінансовий<br>результат від звич.<br>діяльності до<br>оподаткування | 916939,10               | -565773,30              |
| Чистий прибуток<br>(сальдо)   | 387979,10               | -1 076961,70            |
| Кредиторська<br>заборгованість,<br>всього                           | 4 485608,10             | 4 179129,90             |
| Кредиторська<br>заборгованість,<br>прострочена                      | 2 396503,06             | 811709,80               |
| Дебіторська<br>заборгованість,<br>Всього                            | 2 091976,00             | 2 618795,90             |
| Дебіторська<br>заборгованість,<br>Прострочена                       | 409500,30               | 451900,90               |
| Заборгованість із<br>заробітної плати                               | 43 064,30               | 32 576,54               |
| Заборгованість перед<br>бюджетом                                    | 191664,96               | -                       |
| Вартість готової<br>продукції                                       | 333487,20               | 495566,50               |
| Первісна вартість<br>основних засобів                               | 28 279810,60            | 28 492183,40            |
| Залишкова вартість<br>основних фондів                               | 13 296435,50            | 13 319107,00            |
| Зобов'язання  | 9 329989,10             | 9 981486,60             |
| Власний капітал<br>(чисті активи)                                   | 13 669894,20            | 12 370651,20            |
| Оборотні активи   | 5 943508,10             | 6 190309,90             |

За галузевим розподілом найкращий фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування мали підприємства хімічної і нафтохімічної промисловості (**858,4** млн. грн.), а серед регіонів - підприємства Одеської (**1 151,1** млн. грн.) та Харківської областей (**170,7** млн. грн.).

За результатами роботи господарських товариств, у статутному капіталі яких державна частка перевищує 50% в 2008 році (без урахування НАК і ДХК), сальдо чистого прибутку має від'ємне значення і становить понад - **1 076,9** млн. гривень.

**57** підприємств (**50%** загальної кількості що звітували) збільшили чистий прибуток або зменшили збиток у порівнянні з відповідним періодом минулого року.

За підсумками роботи в 2008 році отримали збиток **65** підприємств, а сума їх збитків складає - **2 088,4** млн. грн. Найбільшу суму збитків отримали ПАТ „Укртелеком” - **1 525,5** млн. грн., ПАТ „Сумихімпром” - **230,6** млн. грн., ПАТ „Феодосійська суднобудівна компанія „Море” (передано в управління Фонду в грудні 2007 року) - **69,3** млн. грн. Погіршення цього показника в 2008 році зумовлено, в основному, діяльністю одного з найбільших підприємств корпоративного сектора економіки України - ПАТ „Укртелеком”, коефіцієнт рентабельності якого становить - **0,06**. Така ситуація склалася тому, що підприємство здійснило великі операційні витрати, що становлять **485 578,9** тис.грн.

**16** підприємств за результатами 2008 року отримали чистий прибуток більше **1** млн. грн. Серед них ПАТ „Одеський припортовий завод” отримав **721,9** млн. грн. (в 2007 році прибуток товариства складав **308,8** млн. грн.), ПАТ „Турбоатом” **145,4** млн. грн. (в 2007 році прибуток товариства складав **34,8** млн. грн.), ПрАТ „Авіакомпанія „Міжнародні авіалінії України” **17,3** млн. грн. (в 2007 році прибуток товариства складав **41,9** млн. грн.) та інші.



Найкращих результатів досягли підприємства хімічної і нафтохімічної промисловості, які отримали **503,1** млн. грн. чистого прибутку.

Рентабельність основної діяльності (відношення чистого прибутку у відсотках до чистого прибутку від реалізації продукції) має тенденцію до зменшення і становить від'ємне значення - **6,61** відсотка.

За результатами роботи господарських товариств, в статутному капіталі яких державна частка перевищує 50%, за 2008 рік співвідношення обсягів кредиторської заборгованості (**4 179,1** млн. грн.) з обсягами дебіторської заборгованості (**2 618,8** млн. грн.) складає **1,60**.

Загальні обсяги простроченої дебіторської та простроченої кредиторської заборгованості підприємств з корпоративними правами склали відповідно **451,9** млн. грн. та **811,7** млн. грн. Порівняно з відповідним періодом минулого року спостерігається збільшення простроченої дебіторської заборгованості та зменшення простроченої кредиторської заборгованості.

Станом на 01.01.2009 року **73** підприємства корпоративного сектору України мали прострочену заборгованість із заробітної плати, яка становила **40 809,439** тис. грн. З них **32 576,539** тис. грн. складає заборгованість господарських товариств, в статутному капіталі яких державна частка перевищує 50%, **що на 24% менше** ніж у відповідному періоді минулого року.

Слід зазначити, що сума заборгованості із виплати заробітної плати товариств, які знаходяться на різних стадіях банкрутства, становить **28 571,4** тис. грн., або **70%** від загального обсягу заборгованості (**40 809,439** тис. грн.).

Відповідно до помісячного плану податків, зборів та платежів до загального фонду Державного бюджету України, розробленого Міністерством фінансів України, планове завдання на 2008 рік по надходженню дивідендів, нарахованих

на акції (частки, паї) господарських товариств, які є у державній власності, встановлено у розмірі **251,607** млн. грн.

За даними Державного казначейства України, загальна сума перерахованих дивідендів від суб'єктів підприємницької діяльності, утворених за участю держави станом на 01 січня 2009 року становила **273 815,33** тис. грн.

Виконання річного плану по надходженню дивідендів за 2008 рік становить **108,8%**.

За даними Державної податкової адміністрації України в 2008 році до Державного бюджету України та місцевих бюджетів господарськими товариствами, в статутному капіталі яких державна частка перевищує 50%, було сплачено податків, зборів (обов'язкових платежів) у сумі **1 376,7** млн. грн., що на **4,5** млн. грн. (або **3,3%**) більше ніж у 2007 році.

Слід зазначити, що якщо до державного бюджету спостерігається зменшення суми перерахування платежів у 2008 році на **57,3** млн. грн., то сума платежів до місцевого бюджету в порівнянні з 2007 роком збільшилася на **61,8** млн. грн. (або **31,2%**) і склала **259,9** млн. грн.

Найбільша сума платежів, перерахованих до бюджетів усіх рівнів, за даний період сплачена ПАТ „Укртелеком”, а саме **589,4** млн. грн., а також ПАТ „Одеський припортовий завод” (**360,6** млн. грн.), ПрАТ „АК „Міжнародні авіалінії України” (**52,5** млн. грн.), ПрАТ „Кримський Титан” (**62,7** млн. грн.). В загальній сумі платежів **47,8** млн. грн. (**3,5%**) складають платежі господарських товариств, які знаходяться на різних стадіях банкрутства.

Загальна сума податкового боргу до державного бюджету станом на 01.01.2009 року підприємств корпоративного сектору України становила **276 867,5** тис. грн., у тому числі з податку на додану вартість - **244 677,9** тис. грн. З загальної суми податкового боргу **260 956,1** тис. грн. складає заборгованість господарських товариств, в статутному капіталі яких державна

частка перевищує 50%, у тому числі **231 965,3** тис. грн. з податку на додану вартість.

За результатами роботи господарських товариств, в статутному капіталі яких державна частка перевищує 50%, за 2008 рік спостерігається незначне зростання у порівнянні з відповідним періодом минулого року первісної вартості основних фондів (**28 492,2** млн. грн.), залишкової вартості основних фондів (**13 319,1** млн. грн.) та оборотних активів (**6 190,3** млн. грн.).

### **3. Залучення інвестицій господарськими товариствами, у статутному капіталі яких частка держави перевищує 50 відсотків**

Аналіз господарської діяльності підприємств, у статутному капіталі яких державна частка перевищує 50 відсотків свідчить, що протягом 2008 року за рахунок усіх джерел фінансування залучено інвестицій на суму **2 739,5** млн. грн., а саме: в основний капітал (капітальні інвестиції) - **2 684,8** млн. грн.; в фінансові інвестиції - **54,7** млн. грн. (у 2007 році було всього залучено інвестицій на суму **2 194,0** млн. грн.). Освоєння капітальних інвестицій за джерелами їх вкладення, виглядає наступним чином:

- капітальне будівництво - **1 932,3** млн. грн.;
- в основні засоби - **633,9** млн. грн.;
- в інші необоротні матеріальні активи - **56,3** млн. грн.;
- в нематеріальні активи - **39,0** млн. грн.;
- інші інвестиції - **23,2** млн. грн.

Таким чином бачимо, що **72%** інвестицій було залучено в капітальне будівництво, в основні засоби - **24%**, в нематеріальні активи - **1%**, в інші необоротні матеріальні активи **2%**, в інші інвестиції - **1%**. Освоєння капітальних інвестицій в динаміці наведено в табл. А.5.

Таблиця А.5

**Освоєння капітальних інвестицій господарськими товариствами, в статутному капіталі яких державна частка перевищує 50 відсотків в 2007- 2008 роках,**

**млн. грн.**

| № з/п  | Вид інвестицій                     | 2007 рік | 2008 рік | Відхилення, (+/-) | %      |
|--------|------------------------------------|----------|----------|-------------------|--------|
| 1      | Капітальне будівництво             | 1426,1   | 1932,3   | 506,2             | 35,50  |
| 2      | Основні засоби                     | 546,0    | 633,9    | 87,9              | 16,11  |
| 3      | Нематеріальні активи               | 53,6     | 39,0     | -14,6             | -27,17 |
| 4      | Інші необоротні матеріальні активи | 63,5     | 56,3     | -7,2              | -11,26 |
| 5      | Інші                               | 13,3     | 23,2     | 9,9               | 75,37  |
| Всього |                                    | 2102,5   | 2684,7   | 582,2             | 27,70  |

\* За винятком НАК і ДХК

В цілому капітальні інвестиції в 2008 році в порівнянні з 2007 роком збільшилися майже на **28%**. Що стосується фінансових інвестицій (за методом участі в капіталі інших підприємств), то вони зменшилися в 2008 році на **36,99** млн. грн., або на **40,37%**.

В 2008 році спостерігається відтік фінансових інвестицій з:

- асоційованих підприємств - **0, 010** млн. грн.;

- дочірніх підприємств - **1,992** млн. грн.;

- статутних капіталів (часток, паїв) інших підприємств - **0,074** млн. грн.;

- акцій, облігацій - **5,212** млн. грн.

Проте спостерігається залучення фінансових інвестицій господарськими товариствами в інші сфери в розмірі **61,945** млн. грн.

За регіональним розподілом в 2008 році найбільше інвестицій залучалось підприємствами м. Києва - **2 321,7** млн. грн. (або **84,75%** проти **86,95%** в 2007 році) та Одеської області - **263,3** млн. грн. (або **9,61%** проти **4,06%** в 2007 році).

За галузевим розподілом в 2008 році найбільше капітальних інвестицій було освоєно підприємствами зв'язку **2 219,6** млн. грн. (**82,7%**), хімічної і нафтохімічної промисловості - **309,7** млн. грн. (**11,5%**) та машинобудування і металообробка - **32,6** млн. грн. (**1,2%**).

#### **4. Стан погодження (затвердження) фінансових планів акціонерних товариств на 2009 рік**

Інформація про стан погодження (затвердження) фінансових акціонерних товариств на 2009 рік є оперативною і представлена у табл. А.6.

*Таблиця А.6*

**Зведена інформація щодо погодження Фондом фінансових планів на 2009 рік господарських товариств (ПАТ, ДАК, ХК, ДАХК, СП, ПрАТ, ТОВ), що належать до сфери управління Фонду**

| Кількість товариств, фінансові плани яких підлягають погодженню (затвердженню) ФДМУ | Всього наданих ФП до ФДМУ | З них            |                     |                                    |
|---|---------------------------|------------------|---------------------|------------------------------------|
|   |                           | Погоджено Фондом | Затверджено (із 86) | В стадії погодження (затвердження) |
| 90  | 90                        | 86               | 70                  | 4                                  |

#### **5. Заходи Фонду щодо підвищення ефективності управління корпоративними правами держави**

Одним із ключових питань у ФДМУ залишається питання удосконалення та узгодження положень законодавства.

Проводиться робота щодо виконання доручень Кабінету Міністрів України стосовно реалізації Закону України „Про управління об’єктами державної власності”. Закон України „Про управління об’єктами державної власності”, який було прийнято у вересні 2006 року, встановив правові засади управління різними об’єктами державної власності та визначив повноваження державних органів в сфері управління такими об’єктами. З точки зору практичного застосування вимог Закону було виявлено ряд суттєвих прогалин та неузгодженостей, що обумовило необхідність удосконалення норм та положень Закону.

З метою удосконалення та узгодження положень законодавства щодо управління об’єктами державної власності Міністерством економіки України спільно з іншими центральними органами виконавчої влади було підготовлено проект Закону України „Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо управління об’єктами державної власності”.

Фонд безпосередньо приймав активну участь у підготовці змін та доповнень до проекту Закону України „Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо управління об’єктами державної власності”.

Підготовлено відповідні пропозиції та зауваження до законопроекту, який внесено на розгляд Верховної ради України VI скликання (реєстраційний номер 2532 від 22.05.2008 р.).

З метою удосконалення законодавства з питань управління об’єктами державної власності Фонд приймає участь в опрацюванні проекту Закону України „Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо регулювання лізингових відносин”, проекту Закону України „Про основні засади господарської діяльності”, а також проекту Порядку формування, ведення та надання до Єдиного реєстру об’єктів державної власності інформації про об’єкти, які перебувають в управлінні ФДМУ, а також про майно цілісних майнових комплексів колишніх державних підприємств, їх структурних підрозділів

щодо яких ФДМУ та його регіональні відділення виступають орендодавцями.

Прийнято участь в розробці та погодженні з зацікавленими міністерствами постанови Кабінету Міністрів України від 18.06.2008р. №522 „Про внесення змін до Методики оцінки об’єктів оренди”, якою передбачається впровадження незалежної (експертної) оцінки основних засобів, що передаються в оренду у складі цілісного майнового комплексу підприємства, замість їх оцінки за залишковою вартістю.

Прийнято участь в розробці Заходів Фонду державного майна України до рішення Комітету Верховної ради України з питань науки та освіти від 16.04.2008 р. (протокол № 14) „Про стан державного регулювання та управління у сфері розвитку, правової охорони та захисту інтелектуальної власності та інноваційної діяльності в Україні”.

Працівниками Фонду продовжується робота щодо підвищення ефективності управління державними корпоративними правами в акціонерних товариствах та контролю за фінансовою діяльністю цих товариств, зокрема:

- ведеться аналіз діяльності наглядових рад відкритих акціонерних товариств і моніторинг рішень прийнятих наглядовими радами;

- проводиться аналіз персонального складу наглядових рад ПАТ з метою залучення осіб виключно з числа фахівців, які пройшли навчання, отримали сертифікати на право здійснення функцій з управління корпоративними правами та мають досвід у цій сфері діяльності;

- проводиться оцінка виконання представниками держави функцій з управління корпоративними правами держави в господарських товариствах, у статутному капіталі яких державна частка перевищує 50 відсотків, відповідно до основних критеріїв, затверджених наказом ФДМУ від 29.01.08 р. № 121;

- проводиться оцінка управління об’єктами державної власності відповідно до критеріїв ефективності управління корпоративними

правами держави, затверджених постановою Кабінету Міністрів України від 19 червня 2007 року № 832. Результати оцінки щоквартально надаються Міністерству економіки України для узагальнення й прийняття управлінських рішень;

- готуються та проводяться спільні засідання Комісії з проведення фінансово-економічного аналізу господарської діяльності відкритих акціонерних товариств та Комісії з проведення атестації керівників господарських товариств з державною часткою понад 50%;

- з метою підвищення якості управлінського контролю надаються доручення відповідальним представникам держави в органах управління господарських товариств;

- проводяться навчальні семінари з підвищення кваліфікації у сфері корпоративного управління. Протягом 2008 року організовано та проведено 12 семінарів, підготовлено 253 фахівців.

З метою мінімізації наслідків світової фінансової кризи затверджено План заходів Фонду щодо запобігання можливому негативному впливу наслідків світової фінансової кризи на діяльність державних підприємств та господарських товариств, в статутному капіталі яких є державний пакет акцій (частка), які відносяться до сфери управління ФДМУ, яким передбачено завдання відповідальним Департаментам та регіональним відділенням:

- а) щодо організації невідкладного проведення засідань наглядових рад, на яких розглянути наступні питання стосовно:

- аналізу впливу світової фінансової кризи на фінансово-господарську діяльність підприємств;

- своєчасності та повноти сплати заробітної плати працівникам підприємств, внесків до пенсійного фонду, інших фондів соціального страхування, податків, зборів (обов'язкових платежів) до державного та місцевих бюджетів;

- проблем взаємодії з банківськими установами, постачальниками, споживачами;

- можливих наслідків в зайнятості працівників;



- пропозицій управління щодо зменшення впливу світової фінансової кризи на фінансово-господарську діяльність підприємств;

б) затвердити план заходів господарських товариств щодо недопущення (мінімізації) негативних наслідків світової фінансової кризи на підприємствах;

в) запровадити здійснення моніторингу погашення заборгованості із заробітної плати, зі сплати внесків до Пенсійного фонду;

г) з метою запобігання скорочення робочих місць проводити аналіз ситуації щодо виконання колективних договорів на підпорядкованих підприємствах.

Відповідальних представників держави зобов'язано надавати інформацію про вжиті заходи та прийняті наглядовою радою рішення щодо впливу світової фінансової кризи на фінансово-господарську діяльність підприємств.

Відповідним департаментам Фонду та начальникам регіональних відділень доручено підготувати звернення до власників об'єктів приватизації, договори купівлі-продажу яких знаходяться на контролі державних органів приватизації і містять умови щодо збереження (створення нових) робочих місць, чисельності працюючих, по заробітній платі, яке має забезпечити письмове та в електронному вигляді інформування державного органу приватизації про стан їх виконання.

Також надано завдання підготувати звернення до керівництва та профспілкових організацій господарських товариств, які є орендарями ЦМК державних підприємств за договорами, укладеними ЦА ФДМУ, щодо збереження чисельності працівників в умовах фінансової нестабільності.

Крім того, доручено попередити керівників державних підприємств, функції з управління майном яких здійснює ФДМУ, про неухильне дотримання вимог пункту 1 статті 26 Закону України „Про приватизацію державного майна”.

Керівників державних підприємств та відповідальних представників держави зобов'язано у випадку виникнення на підприємствах надзвичайних ситуацій письмово негайно повідомляти керівництво Фонду державного майна України.

## Додаток Б

### Корисні Інтернет – ресурси

| Інтернет-адреса  | Назва   | Зміст   |
|--|---|---|
| <a href="http://www.ifc.org/ukraine/ucdp">www.ifc.org/ukraine/ucdp</a> | Проект „Корпоративний розвиток в Україні” МФК               | Різноманітні матеріали про корпоративне управління, електронні версії бюлетенів „Круглий стіл”, електронні версії усіх посібників, що видаються в рамках діяльності Проекту |
| <a href="http://www.zakonrada.gov.ua">www.zakonrada.gov.ua</a>         | Верховна Рада України                                       | Містить базу даних „Законодавство України” з великою кількістю нормативно-правових актів  |
| <a href="http://www.ssmc.gov.ua">www.ssmc.gov.ua</a>                   | Державна комісія з цінних паперів України (ДК УПФР)         | Містить нормативно-правову базу актів ДКЦПФР, у тому числі й тих, що стосуються загальних зборів акціонерів   |
| <a href="http://www.smida.gov.ua">www.smida.gov.ua</a>                 | Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України | Містить базу даних повідомлень про скликання загальних зборів в офіційних виданнях ДКЦПФР   |

Продовження Додатку Б

| Інтернет-адреса   | Назва  | Зміст   |
|-------------------|--|---|
| www.pard.kiev.ua  | Професійна організація реєстраторів та депозитаріїв (ПАРД) | Містить листи та роз'яснення щодо окремих аспектів скликання та проведення загальних зборів акціонерів, базу судових рішень, які стосуються діяльності на ринку цінних паперів та корпоративних правовідносин |
| www.scourt.gov.ua | Верховний Суд України                                      | Містить рішення Верховного Суду та постанови Пленуму Верховного Суду, у тому числі й ті, які стосуються корпоративних правовідносин   |
| www.arbirt.gov.ua | Вищий господарський суд України                            | Містить рішення, роз'яснення, інформаційні листи Вищого господарського суду   |

## Додаток В

### Міжнародні аграрні корпорації та кооперативи

| Назва  | Країна, рік заснування | Корпоративні та субординаційні зв'язки  | Сфера інтересів   | Масштаби діяльності  |
|--|------------------------|---|---|--|
| Кооператив „Ланд - О' Лейкс” <sup>1</sup><br>(Land-O' Lakes)                       | США<br>1921 р.         | Об'єднує 7 тис. фермерів і 1300 місцевих кооперативів у США                             | Ринок молока та молочних продуктів  | На 2003 р. – 8000 найнятих робітників, десятки молокозаводів, оборот – 6,3 млрд. дол., прибуток – 82 млн. дол. |
| Кооператив „Молочні ферми Америки” <sup>1</sup><br>(Dairy Farmers of America)      | США<br>1982 р.         | Об'єднує три галузеві кооперативи   | Ринок молока та молочних продуктів  | У 2003 р. – оборот 6,9 млрд. дол., прибуток – 55,6 млн. дол.   |
| Кооператив „Американ Кристал” <sup>2</sup><br>(American Crystal Sugar Company)     | США<br>1984 р.         | Має кооперативний банк, 69% статутного фонду ринкового агентства з реалізації продукції | Буряківництво, ринок цукру, жому, меляси  | За обсягами виробництва II місце в світі   |
| Каліфорнійська асоціація надання послуг вирощування томатів <sup>3</sup><br>(CTGA) | США<br>1951 р.         | В 1954 р. була реорганізована в кооперативну асоціацію для надання послуг               | Домовленість з виробниками консервів про ціну томатів                           | Виробництво 87% всіх томатів США   |
| Компанія „Каргілл” <sup>4</sup><br>(Cargill)                                       | США<br>1865 р.         | Корпорація „Cargill” придбала контрольний пакет ПАТ „Зерно”                             | Агробізнес, фін. консультації, торгівля енергоносіями, купівля кредитних боргів | Загальний оборот компанії у 2006 р. 75,2 млрд. дол.  |
| Компанія „Бунг-Лтд” <sup>5</sup><br>(Bunge Ltd)                                    | США                    | Від виробництва соняшнику до реалізації олії  | Продаж бутильованої олії  | Оборот 2004 р. – 25,17 млрд. дол.  |
| Smithfield Foods <sup>6,7</sup>  | США                    | Від вирощування ВРХ і свиней до полиць магазинів  | Мета – захоплення ринку м'яса ЄС  | I місце на ринку м'яса свиней США, 5% – яловичини, 6% – індичатини, 17% – бекону                               |

Продовження Додатку В

| Назва   | Країна, рік заснування  | Корпоративні та субординаційні зв'язки  | Сфера інтересів            | Масштаби діяльності   |
|---|-------------------------|---|----------------------------|---|
| Аграрна корпорація „Грін Тюдзу” <sup>8</sup>                                | Префектура Сига, Японія | Обробляє землі, що здаються місцевими фермерами на комісійній основі  | Рис                        | Корпорація має в своєму розпорядженні 10% фермерських земель в місцевості Тюдзуте. З 2001 р. корпорація була перетворена в АТ |
| Кооператив „Джіей Сихороте” <sup>8</sup>                                    | о. Хокайдо, Японія      | Власна мережа картоплепереробних підприємств  | Картопля                   | 10% загального картоплі в Японії, оборот 1999 р. більше 150 млн. дол.   |
| Торговий дім „Міцубісі” спільно з виробниками майонезу „Квіпі” <sup>8</sup> | Японія, 1999 р.         | Контракти з фермерами та супермаркетами   | Готові овочеві салати      | Повний виробничий цикл  |
| Союз молочних кооперативів „Енигхетен” <sup>9</sup>                         | Фінляндія, 1918 р.      | 8 кооперативів, 2200 постачальників молока в середньому по 12 корів   | Ринок молока               | Виробництво 5% усього молока Фінляндії  |
| Кооператив Sperrin Roducers <sup>10</sup>                                   | Ірландія 1990 р.        | 39 фермерів   | Ринок продукції вівчарства | Сукупне поголів'я 12 тис. гол. овець.   |
| Група SampoRio Alimentacion <sup>11</sup>                                   | Іспанія 1952 р.         | Два заводи в Москві, 8 – в Іспанії, 6 – у Франції, 1 – в Румунії, 40,45% акцій у засновника групи (Іспанія), 22,4% у Smithfield Foods (США) | Ринок м'яса ЄС             | Оборот 2004р. – 983,5 млн. євро, прибуток – 30,2 млн. євро  |
| Компанія Podanor <sup>12</sup>  | Данія                   | Ферма в Польщі  | Ринок свинини              | Свиноферма 400000 голів в рік   |

- <sup>1</sup>Крупнейший молочный кооператив в США [Электронный ресурс] / Н. С. Маркова // Молочная промышленность. Зарубежный опыт. Экспресс-информация. – 1992. – Вып. 23. – С. 1–2. – Режим доступа к журн. : <http://www.cnsbh.ru>.
- <sup>2</sup>American Crystal Sugar Company : Annual Report 1994. – P. 30–31
- <sup>3</sup>Зіновчук В. В. Кооперативна ідея в сільському господарстві України і США / Зіновчук В. В. – К. : Логос, 1996. – 224, [133] с.
- <sup>4</sup>Компания „Каргилл” [Электронный ресурс] : официальный сайт. – Режим доступа : <http://www.Cargill.ru>.
- <sup>5</sup>ООО „Bunge – СНГ” [Электронный ресурс] : официальный сайт. – Режим доступа : <http://www.Bunge.ru>.
- <sup>6</sup>Smithfield – борьба за права профсоюза выходит на международный уровень [Электронный ресурс]. – Режим доступа к журн. : <http://www.iuf.ru>.
- <sup>7</sup>Американская продовольственная группа начала экспансию в Европу [Электронный ресурс]. – Режим доступа к журн. : <http://www.agriagency.com.ua>.
- <sup>8</sup>Япония сегодня [Электронный ресурс] / Ю. Георгиев. – Режим доступа к журн. : <http://www.japantoday.ru>.
- <sup>9</sup>Маркова Н.С. Деятельность Союза молочных кооперативов „Энигхетен” (Финляндия) [Электронный ресурс] / Н. С. Маркова // АгроНИИТЭИММП // Молочная промышленность : Зарубежный опыт. Экспресс-информация. – 1991. – Вып. 23. – С. 1–2. – Режим доступа к журн. : <http://www.cnsbh.ru>.
- <sup>10</sup>Папцов А. Г. Деятельность фермерского кооператива в овцеводстве (Сев. Ирландия) [Электронный ресурс] / А. Г. Папцов // Agriculture in Northern Oreland. – 1991. – Vol. 5. No 12. – P. 4 – 6. – Режим доступа к журн. : <http://www.cnsbh.ru>.
- <sup>11</sup>О кампании Группа Campofrío Alimentacion [Электронный ресурс]. – Режим доступа к журн. : <http://crl.mcx.ru>.
- <sup>12</sup>О кампании rodanor [электронный ресурс]. – режим доступа к журн. : <http://www.rusmedia.dk>.

**Рейтинг 100 найбільш великих та ефективних сільськогосподарських підприємств  
РФ (2004-2006 рр.), які входять до Клубу „АГРО-300”**

| Рейтинг | Зміна рейтингу за рік | Республіка, край,<br>область | Назва господарства                             | Показники, за якими<br>визначався рейтинг<br>(у середньому за<br>2004-2006 рр.),<br>тис. крб. |                               | 2006 р.                            |                                |
|---------|-----------------------|------------------------------|--|---|-------------------------------|------------------------------------|--------------------------------|
|         |                       |                              |  | виручка<br>від<br>реалізації  | прибуток<br>від<br>реалізації | чисельність<br>робітників,<br>чол. | площа<br>сільгосп<br>угідь, га |
| 1       | 0                     | Омська обл.                  | ПАТ „Омський бекон”                            | 2232667   | 765553                        | 2434                               | 60304                          |
| 2       | 0                     | Краснодарський<br>край       | ПрАТ „Агрокомплекс”                            | 2348588   | 603745                        | 8474                               | 82605                          |
| 3       | 0                     | Белгородська обл.            | ТОВ „Белгородські гранульовані корми”          | 2444795   | 489936                        | 2548                               | 38996                          |
| 4       | ↑1                    | Красноярський<br>край        | ТОВ „Птахофабрика Сибірська<br>губернія”       | 1864117   | 729549                        | 2498                               | 1695                           |
| 5       | ↓1                    | Ленінградська обл.           | ПрАТ „П/ф Північна”                            | 1902728   | 438931                        | 986                                | 0                              |
| 6       | 0                     | Челябінська обл.             | ТОВ „Аріант”                                   | 1606654   | 565864                        | 4012                               | 74936                          |
| 7       | Нове                  | Белгородська обл.            | Новооскольський<br>ФЛ ПрАТ „Присколле”         | 1870409   | 377314                        | 2790                               | 0                              |
| 8       | ↓1                    | Ленінградська обл.           | ПрАТ „Птахофабрика Ломоносовська”              | 1558909   | 403433                        | 506                                | 291                            |
| 9       | ↑8                    | Ліпецька обл.                | ПАТ „Куряче царство”                           | 2119970   | 300242                        | 2833                               | 0                              |
| 10      | ↓2                    | Московська обл.              | ПрАТ „Агрокомбінат „Московський”               | 1454499   | 367528                        | 1686                               | 56                             |
| ...     | ...                   | ...                          | ...  | ...   | ...                           | ...                                | ...                            |
| 300     | Нове                  | Московська обл.              | ПАТ „Племінний звірорадгосп<br>„Салтиковський” | 138555  | 26910                         | 267                                | 39                             |



**Найбільш динамічні аграрні та агропромислові підприємства у складі українських ПФГ та холдингових компаніях у 2006 р.**

|   |   |
|---|---|
| <b>1. ПрАТ „Систем Кепітал Менеджмент”</b>  |   |
| Донецька пивна група (група Сармат), в т.ч. Амвросіївський хлібозавод; Харцизький, Горлівський,   | Макіївський, Костянтинівський хлібокомбінати; Донецький хлібокомбінат № 1; Донецький хлібозавод № 14                                      |
| <b>2. Група „Укрсіб”</b>  |   |
| Пархомовський, Старшинський,  | Новоанівський, Куп’янський цукрові заводи   |
| <b>3. Корпорація „Індустріальний союз Донбасу”</b>  |   |
| Агрофірма „Ольга”; Агрофірма „Зоря”; Діанівська птахофабрика; Каранський елеватор;                | Бахмутський аграрний союз (ПрАТ „БАС”); Горлівський м’ясокомбінат; Інвестагросервіс   |
| <b>4. Група „Інтерпайп”</b>   |   |
| Сумсько-Степанівський, Воронізький, Півненківський,   | Буринський, Чупахівський, Нізовський цукрові заводи   |
| <b>5. Група „Приват”</b>  |   |
| Божедаровський, Брагінський елеватори; Буський молокозавод; Хмельницький комбінат хлібопродуктів; | Могилівське хлібоприймальне підприємство; Теофіпольський, Гнидаський цукрові заводи; Львівська птахофабрика; Харківський жировий комбінат |
| <b>6. Смарг-груп</b>  |   |
| Агрокомбінат „Калита”; Група компаній „Верес”;  | Укршампіньон; Агроскопродукт  |
| <b>7. Ілліч – сталь (станом на 01.09.2007р.)</b>  |   |
| ДП „Ілліч-Агро Донбас”; ДП „Ілліч-Агро Запоріжжя”; ДП „Ілліч-Агро Умань”;                         | ДП „Ілліч-Агро Крим”; ДП „Ілліч-Агро Рибак”   |
| <b>8. Донецьксталь (у минулому „Енерго”)</b>  |   |
| Мар’їнський міжгосподарський комбікормовий завод;   | Агрофірма ТОВ „Агротіс”   |
| <b>9. Укрподшипник (Промислово-інвестиційна корпорація)</b>                                       |   |
| ПрАТ „Сватівська олія”  |   |

Продовження Додатку Д

|   |  |
|---|--|
| 10. ПрАТ „Інтер-контакт”  |  |
| ПАТ „Старокостянтинівський цукровий завод”;   | ПАТ „Наркевичський цукровий завод”; ТОВ „Інтер-Контракт-Агро”  |
| 11. Група „Контініум”   |  |
| Агроторговий дім „Волинь”;<br>ПрАТ „Житомирмолокопродукт”<br>(Житомирмолоко, Овручський<br>молочно-консервний комбінат);<br>ТОВ ТД „Західна молочна група”<br>(Львівський, Вінницький міські моло-<br>козаводи,   | Володимир-Волинський комбінат<br>молокопродуктів, Бродовський<br>завод СЗМ, Волинська<br>маслосирбаза, Ковельмолоко,<br>Дубнимолоко, Новоград-<br>Волинський сиркомбінат,<br>Гороховський сирзавод)  |
| 12. Група „Укрпромінвест”   |  |
| Вінницький комбінат хлібопродуктів<br>№2;<br>Агрофірма „Поділля”;<br>Агрофірма „Новофастівська”;<br>ТОВ „Агропродінвест”;   | ПАТ „Верхньодніпровський<br>крахмалопаточний завод”;<br>Херсонський плодоовочевий<br>комбінат;<br>Кондитерська корпорація Roshen<br>(в т.ч. Молочноконсервний<br>комбінат „Бершадь”)   |
| 13. Універсальна інвестиційна група   |  |
| Концерн „Хлібпром” (ПАТ „Вінницяхліб”, ДП „Львівський хлібозавод № 8”,<br>Червоноградський, Могилів-Подільський хлібозаводи, ТД „Український<br>хліб”, „Подільське борошно”, Гайсинський хлібозавод, Самборський<br>хлібокомбінат)  |  |
| 14. Група „Славутич”  |  |
| ПАТ „Полянський цукровий завод”;<br>ТОВ „Славутич-Агро”;  | ТОВ „Експотрейд”   |
| 15. Холдинг „Зерноторгова компанія”   |  |
| МЕЗ „Кіровоградолія”;<br>Завод модифікованих жирів;<br>Трикратський комбінат<br>хлібопродуктів;<br>Бобринецький комбікормовий завод;<br>ТД „Артос”;<br>ТД „Сітос”;<br>партнерські відносини із<br>ПрАТ „Чумак”;<br>Елеватор „Зерноторгова компанія”;<br>Северське, Грушківське,<br>Великоолександрівське,<br>Високопольське, Звенигородське,<br>Мар’ївське, Козацьке хлібоприймальні<br>підприємства; | Зерноторгові компанії „Бліц”,<br>„Скіфія”;<br>Зерноторгова компанія (Київ);<br>Херсонська, Одеська,<br>Запорізька, Полтавська, Черкаська<br>зерноторгові компанії;<br>Зерноекспрес (Дніпропетровськ);<br>Курська зерноторгова компанія<br>(РФ) |

**Напрями діяльності об'єднання  
АТЗТ „Миронівський хлібопродукт” на 01.01.08 р.**

| Напрямок діяльності   | Активи   |
|---|--|
| Зернозаготівля  | ТОВ „Зернопродукт” (2005 р.): вирощування зернових культур. ПрАТ „Орель-Лідер” (2006 р.): будівництво мережі елеваторів.<br>ТОВ „Катеринопольський елеватор” (2005 р.): забезпечення комбікормами. ТОВ „Агрофорт” (2006 р.): вирощування зернових та технічних культур, виробництво молока і відгодівля ВРХ.<br>ТОВ „Урожай” (2006 р.): вирощування зернових культур |
| Виробництво протеїну та рослинної олії  | ПАТ „Миронівський завод з виготовлення круп і комбікормів” (1998 р.): комбікормовий і протеїновий заводи, 3 зернових елеватори і крупозавод  |
| Зберігання зернових культур і виробництво комбікормів                                 | Таврійський філіал Миронівського ЗПК (2004 р.)<br>Новомосковський філіал ПрАТ „Орель-Лідер” (2006р.): елеватор. ТОВ „Катеринопольський елеватор”: елеватор, виробництво комбікормів  |
| Вирощування батьківського поголів'я курчат-бройлерів і виробництво інкубаційного яйця | СТОВ „Старинська птахофабрика” (2001 р.),<br>ДП „Птахофабрика Шахтарська Нова” (2003 р.)   |
| Виробництво м'яса курчат-бройлерів  | ДП „Перемога Нова” (1999 р.), ПрАТ з П „Орель-Лідер” (2004 р.), ПрАТ „Дружба народів Нова” (2001р.): птахофабрика. ПрАТ „Миронівська бройлерна фабрика”  |
| Тваринництво  | ТОВ „Агрофірма Київська” (2006 р.): рослинництво, тваринництво   |
| Виробництво м'яса і м'ясопродуктів, включаючи виробництво делікатесної яловичини      | СТОВ „Дружба народів” (2003 р.): виробництво м'яса і м'ясопродуктів  |
| Виробництво делікатесної гусячої печінки та гусячого м'яса                            | ПрАТ „Птахофабрика „Синятинська Нова” (2006 р.): гусяче м'ясо та делікатесна гусяча печінка  |
| Виробництво м'ясних напівфабрикатів   | Миронівський м'ясопереробний завод „Легко” (2005р.): відокремлений підрозділ Миронівського ЗПК з виробництва м'ясних напівфабрикатів   |
| Рослинництво, фрукти  | ТОВ „Агрофірма „Київська”, ПрАТ „Кримська фруктова компанія” (2006 р.): фрукти   |
| Дистрибуція   | ПАТ „Миронівський хлібопродукт”  |
| Сервісні господарства   | ТОВ „Черкаський завод залізобетонних виробів” (2006 р.): виробництво збірних залізобетонних конструкцій сільськогосподарського призначення   |

**Тенденції зміни вартості активів та джерел їх формування на кінець року,  
прибутку, прибутковості активів, суми дивідендів по найбільшим корпораціям  
в галузі птахівництва**

| Показники                                      | ПрАТ „Комплекс Агромарс” |          |          | ПАТ „Миронівський хлібопродукт” |           |           |
|--|--------------------------|----------|----------|---------------------------------|-----------|-----------|
|  | 2005 р.                  | 2006 р.  | 2007 р.  | 2005 р.                         | 2006 р.   | 2007 р.   |
| Вартість активів, тис. грн.                    | 476612,0                 | 504360,6 | 707614,9 | 2075454,9                       | 4190193   | 4781301   |
| Ланцюговий темп росту, %                       | 237,5                    | 105,8    | 140,0    | 174,8                           | 201,9     | 114,1     |
| Залишкова вартість основних засобів, тис. грн. | 108476,0                 | 138072,5 | 174055,9 | 864734,5                        | 1873107   | 2858486   |
| Ланцюговий темп росту, %                       | 135,0                    | 127,3    | 131,6    | 204,1                           | 216,6     | 152,6     |
| Незавершене будівництво, тис. грн.             | 20329,0                  | 79573,7  | 229363,7 | 250066,0                        | 951708,1  | 509637,0  |
| Ланцюговий темп росту, %                       | 636,3                    | 391,4    | 289,9    | 299,1                           | 380,6     | 53,5      |
| Оборотні активи, тис. грн.                     | 320962,0                 | 253796,0 | 272545,9 | 926020,8                        | 1294581,4 | 1349877,0 |
| Ланцюговий темп росту, %                       | 336,9                    | 79,1     | 107,5    | 143,6                           | 139,8     | 104,3     |
| Статутний капітал, тис. грн.                   | 69445,0                  | 105798,5 | 165413,7 | 286927,9                        | 286927,9  | 286927,9  |
| Ланцюговий темп росту, %                       | 172,5                    | 152,3    | 157,1    | 270,7                           | 100,0     | 100,0     |
| Нерозподілений прибуток, тис. грн.             | 152733,0                 | 238747,6 | 463404,9 | 722727,7                        | 1294790,0 | 1530644,4 |
| Ланцюговий темп росту, %                       | 194,6                    | 156,3    | 194,5    | 230,8                           | 179,2     | 118,2     |
| Поточні зобов'язання, тис. грн.                | 218477,0                 | 121940,7 | 87240,4  | 412412,9                        | 523674,1  | 930246,7  |
| Ланцюговий темп росту, %                       | 320,6                    | 55,8     | 71,5     | 86,4                            | 127,0     | 177,6     |
| Довгострокові зобов'язання, тис. грн.          | 24477,0                  | 22391,9  | 22277,8  | 453087,9                        | 1802956,2 | 1742076,6 |
| Ланцюговий темп росту, %                       | 94,8                     | 91,5     | 99,5     | 172,4                           | 397,9     | 96,6      |
| Чистий прибуток, тис. грн.                     | 73245,0                  | 86014,6  | 224657,3 | 484169,7                        | 505886,2  | 235854,4  |
| Ланцюговий темп росту, %                       | 170,1                    | 117,4    | 261,3    | 199,7                           | 104,5     | 46,6      |
| Рівень рентабельності активів, %               | 21,6                     | 17,5     | 37,1     | 25,1                            | 12,1      | 4,9       |



## ЛІТЕРАТУРА

---

1. Аграрная реформа в Украине: результаты, проблемы, перспективы завершения / [Ткаченко В. Г., Богачёв В. И., Бабак Ю. Н. и др.] ; под ред. В. Г. Ткаченко и В. И. Богачёва. – Луганск : „Книжковий світ”, 2006. – 228, [43–44, 72–83,126–152] с.
2. Агрохолдинг „Гетэкс” [Электронный ресурс] : официальный сайт. – Режим доступа : <http://www.getex.ru>.
3. Арасланов Н. Г. Агропромышленные преобразования и конкурентоспособность аграрной экономики / Н. Г. Арасланов, И. М. Асылгужин // Проблемы и перспективы повышения конкурентоспособности российской экономики. Материалы XXV Международной НПК по экономике, 29–31 октября 2004 г. : материалы докл. – Краснодар : Изд-во КубГАУ, 2004. – С. 14–18.
4. Асаула Н. Подходы и принципы оценки эффективности корпоративной структуры [Электронный ресурс] – Режим доступа : <http://www.hr100.ru>.
5. Афанасьев М. Корпоративное управление на российских предприятиях. - М. : Интерпресс, 2000.
6. Акулов В.Б., Рудаков М.Н. Теория организации : Учебное пособие. – Петрозаводск : ПетрГУ, 2002.
7. Бабков А. Интеграция промышленности и сельского хозяйства в региональном АПК / А. Бабков // Международный сельскохозяйственный журнал. – 2004. – № 6. – С. 34–35.

8. Базиков А. Аграрные корпорации – перспектива развития / А. Базиков, Д. Немытов // Экономист. – 2005. – № 7. – С. 86–88.
9. Базарова Т.Ю., Еремена Б.Л. Управление персоналом [Электронный ресурс] – Режим доступа : [http://www.aup.ru/books/m152/6\\_4.htm](http://www.aup.ru/books/m152/6_4.htm)
10. Балабаров С. Як скликати і провести загальні збори акціонерного товариства [Електронний ресурс] – Режим доступа : (<http://www.ifc.org/ukraine/ucdp>)
11. Балян А. В. Земельні реформи у постсоціалістичних країнах Східної Європи / А. В. Балян // Економіка АПК. – 2001. – № 11. – С. 115–116.
12. Бандурин В. В., Басалай С. И., Ли И. А. Проблемы оперативного управления активами корпораций. Под ред. д. э. н. В. В. Бандурина – М.: „ГДДС Столица-8”, 1999. – 164 с.
13. Білорус О. Г. Глобальна корпоратизація і національна стратегія розвитку України / О. Г. Білорус // Збірник доповідей та тез Міжнародного економічного форуму „Теорія і практика розвитку корпоративного сектора економіки України в контексті цілей тисячоліття та світової глобалізації”, 27–28 травня 2004 р. : матеріали доповідей і тез. – К. : Видавничий дім „Корпорація”, 2004. – С. 12–26.
14. Білоченко А. М. Корпоративний механізм залучення фінансових ресурсів в агропромислове виробництво : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня. канд. екон. наук : спец. 08.06.01 „Економіка, організація і управління підприємствами” / А. М. Білоченко. – К., 2003. – 20 с.

15. Бойцов А. С. Вертикальная интеграция в мясном подкомплексе АПК Новгородской области / А. С. Бойцов, Г. Б. Нисанов, Р. Г. Нисанов // Экономика сельскохозяйственных и перерабатывающих предприятий. – 2005. – № 11. – С. 56–60.
16. Борщ А. Г. Стан та перспективи розвитку корпоративного бізнесу в АПК / А. Г. Борщ // Економіка АПК. – 2005. – № 7. – С. 26–33.
17. Бурковська А. В. Розвиток інтеграційних процесів як важлива умова формування ефективного ринку аграрної продукції / А. В. Бурковська // Економіка АПК. – 2004. – № 12. – С. 106–109.
18. Бурлакова О. Корпоративные структуры в АПК / О. Бурлакова // Экономика сельского хозяйства России. – № 1. – 2003. – С. 14.
19. Буряк П. Ю. Інтегровані корпоративні структури в підприємстві України / П. Ю. Буряк // Фінанси України. – № 9. – 2003. – С. 50–61.
20. Васильєва В. Г. Реформа АПК: її наслідки, проблеми, перспектива / В. Г. Васильєва // Економіка, фінанси, право. – 2004. – № 4. – С. 8–11.
21. Вернер Н. ФПГ меняются ролями / Н. Вернер // Инвестгазета. – 24 января 2006 г. – № 3 (531). – С. 12.
22. Ван Хорн Д. Д., Вахович Д.М. Основи фінансового менеджмента. - М. : Издательский дом „Вильямс”, 2001.
23. Варчевська Н.О. Аналіз механізму державного регулювання діяльності суб'єктів природних монополій в Україні / Н.О. Варчевська, [Електронний ресурс] : офіційний сайт. – Режим доступу: <http://udau.edu.ua/library.php>

24. Воловик О. А. Господарсько-правове забезпечення корпоративних інтересів : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня. канд. юр. наук : спец. 12.00.04 „Господарське право; господарсько-процесуальне право” / О. А. Воловик. – Донецьк, 2005. – 20 с.
25. Воронина А. Bunge укріпляється в Росії [Електронний ресурс] / А. Воронина // Федеральна антимонопольна служба. – Режим доступу к журн. : <http://www.fas.gov.ru>.
26. Глущенко В. В. Організаційні форми об'єднань суб'єктів господарювання / В. В. Глущенко, Ю. В. Параніч // Фінанси України. – 2004. – № 6. – С. 3–7.
27. Головаш Б. Е. Українські підприємства в міжнародному інвестиційному просторі / Б. Е. Головаш // Збірник доповідей та тез Міжнародного економічного форуму „Теорія і практика розвитку корпоративного сектора економіки України в контексті цілей тисячоліття та світової глобалізації”, 27-28 травня 2004 р. : матеріали і тези доповідей. – К. : Видавничий дім „Корпорація”, 2004. – С. 163–166.
28. Головне управління статистики у Луганській області [Електронний ресурс] : офіційний сайт. – Режим доступу : <http://www.oblstat.is.com.ua>.
29. Голубев А. В. Современная модель сельскохозяйственного предприятия / А. В. Голубев // Аграрная наука. – 2003. – № 7. – С. 2–3.
30. Гончаров В. М. Визначення основних відмінностей вітчизняних аграрних корпорацій / В. М. Гончаров, В. Ю. Ільїн // Збірник наукових праць Луганського національного аграрного університету. Серія: „Економічні науки”. – Луганськ : Вид-во ЛНАУ, 2006. – № 62(85). – С. 228–233.



31. Гончаров В. М. Соціально-економічні проблеми формування та розвитку аграрних корпоративних структур / В. М. Гончаров, О. В. Кочетков, В. Ю. Ільїн // Економіка АПК. – 2005. – № 11. – С. 95–99.
32. Гончаров В. Н. Организационно-правовые модели внутренней организации финансов / В. Н. Гончаров, А. А. Кузнецов // Вісник Хмельницького національного університету. – 2005. – № 4. – Ч. 2, Т. 3. – С. 19 – 21.
33. Горб В. П. Розвиток державної технічної політики в АПК / В. П. Горб // Менеджер. Вісник Донецького державного університету управління. – 2005. – № 1. – С. 46–51.
34. Горлач Н. Ю. Корпоративне управління акціонерними товариствами у післяприватизаційний період : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.06.01 „Економіка, організація і управління підприємствами” / Н. Ю. Горлач. – Львів, 2003. – 21 с.
35. Горлов С. Аграрная сфера США: состояние и перспективы развития / С. Горлов // АПК : экономика, управление. – 1999. – № 9. – С. 41–44.
36. Господарський кодекс України : за станом на 12 квіт. 2011 р. [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Офіц. вид. – Режим доступу до вид. : <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
37. Група компаній „Агро-АгроТон” [Електронний ресурс] : офіційний сайт. – Режим доступу : <http://www.agroton.com.ua>.
38. Грідчина М.В. Корпоративні фінанси зарубіжний досвід і вітчизняна практика): Навч. посіб. – 2-ге вид., стереотип. – К. : МАУП, 2002. – 232 [225-229] с.

39. Гританс Я.М. Корпоративные отношения: Правовое регулирование организационных форм. - М. : Волтерс-клувер, 2005.
40. Денин Н. Эффективность агропромышленной интеграции на микроэкономическом уровне / Н. Денин // АПК : экономика, управление. – 2003. – № 10. – С. 44–51.
41. Долгопятова Т. Российские предприятия в переходной экономике: экономические проблемы и поведение. - М. : Дело, 1995.
42. Драган О. І. Удосконалення правового статусу акціонерних товариств в Україні / О. І. Драган, Ю. Ю. Пустовіт // Економіка, фінанси, право. – 2004. – № 10. – С. 28–32.
43. Єфанов В. А. Формування механізмів горизонтальної інтеграції в процесі трансформації госпрозрахункових відносин аграрних підприємств / В. А. Єфанов, І. М. Пономаренко // Збірник наукових праць Харківського національного аграрного університету. Вісник ХНАУ. Серія : „Економіка АПК і природокористування”. – 2006. – № 1. – С. 117–121.
44. Журнал агроменеджера [Електронний ресурс] : офіційний сайт. – Режим доступу : <http://www.nch.ru>.
45. Журнал „Компаньйон” [Електронний ресурс] : офіційний сайт. – Режим доступу : <http://www.companion.ua>.
46. Журнал „Про Агро-Новости” [Електронний ресурс] : офіційний сайт. – Режим доступу : <http://www.proagro.com.ua>.
47. Журнал „Слияния и поглощения” [Електронний ресурс] : офіційний сайт. – Режим доступу : <http://www.majournal.ru>.

48. Завьялов А. В. В Украине появляется новый вид высокорентабельного бизнеса – „недружественные слияния и поглощения” / А. В. Завьялов // Факты. – 29 апреля 2005 г. – С. 22.
49. Заренков В.А. Проблеми розвитку строительных компаний в условиях российской экономики. - СПб.: Стройиздат, - 1999.
50. Земельний фонд Луганської області станом на 1 січня 2008 р. Довідник. – Державний комітет України по земельних ресурсах. Луганське обласне головне управління. – Луганськ, 2008. – 46 с.
51. Зось-Киор М. В. Ефективне використання земельних ресурсів як чинник розвитку потенціалу аграрного підприємства / М. В. Зось-Киор, О. М. Германенко // Вісник Харківського національного технічного університету сільського господарства : Економічні науки. Вип. 66. – Харків : ХНТУСГ, 2007. – С. 93-98.
52. Зось-Киор Н. В. Регулирование организационно-экономического механизма управления аграрным сектором экономики Донбасса / Н. В. Зось-Киор, В. И. Бондаренко, Н. Н. Кальченко // Збірник наукових праць Луганського НАУ. Серія Економічні науки / За ред. В. Г. Ткаченко. – Луганськ : „Елтон-2”. - 2008. - №85. – С. 235-243.
53. Зось-Киор Н. В. Управление доходностью деятельности украинских предприятий в условиях глобализации / Н. В. Зось-Киор // Энергия XXI век (Воронеж). – 2008. - №2 (68). – С. 122-132.
54. Зіновчук В. В. Кооперативна ідея в сільському господарстві України і США / Зіновчук В. В. – К. : Логос, 1996. – 224, [104, 117, 133, 151–162] с.

55. Иванов И.Н. Менеджмент корпорации: Учебник. – М. : ИНФРА-М, 2004. – 368 с.
56. Инвестиционные и инновационные процессы в АПК Украины в условиях аграрной реформы / [Ткаченко В. Г., Богачёв В. И., Гончаров В. Н. и др.] ; под ред. В. Г. Ткаченко и В. И. Богачёва. – Луганск: „Книжковий світ”, 2010. – 272 с.
57. Исмуратова Г. С. Развитие агропромышленных холдингов Северного Казахстана / Г. С. Исмуратова // Аграрная наука. – № 9. – 2003. – С. 9–11.
58. Ільїн В. Ю. Адаптація аграрних корпорацій до умов глобалізації / В. Ю. Ільїн // Збірник наукових праць Луганського національного аграрного університету. Серія : „Економічні науки”. – Луганськ : Вид-во ЛНАУ. – 2006. – № 60 (83). – С. 85–89.
59. Ільїн В. Ю. Прогнозування розвитку та структуризації аграрних корпорацій / В. Ю. Ільїн // Економіка АПК. – 2008. – № 9. – С. 50–57.
60. Ільїн В. Ю. Розвиток відносин власності на селі в умовах корпоратизації / В. Ю. Ільїн // Економіка АПК. – 2006. – № 10. – С. 54–58.
61. Интегрированные организационно-экономические структуры: холдинги, финансово-промышленные группы, концерны. Сущность, проблемы создания и функционирования [Электронный ресурс] – Режим доступа : <http://www.duma.gov.ru/sobtven/analysis/corporation>.
62. Каплан Р.С. Сбалансированная система показателей / Р.С. Каплан, Д.П. Нортон. - М. : „Олимп-бизнес”, 2003.
63. Каплун М. С. Механізм функціонування координаційного центру в агропромислових формуваннях / М. С. Каплун, В. М. Заболотній // Економіка АПК. – 2004. – № 5. – С. 66–70.

64. Килячков А.А. Немецкий рынок ценных бумаг, его инструменты и индексы /А.А. Килячков // Финансы и кредит. 1999. - №8. – С. 14-20.
65. Киреев А. П. Международная экономика : учеб. пособие в 2-х частях. Международная экономика: движение товаров и факторов производства. Ч. I / А. П. Киреев. – М. : Международные отношения, 2005. – 416 с.
66. Кириленко І. Г. Про хід реформування та заходи щодо поліпшення ситуації на селі / І. Г. Кириленко // Економіка АПК. – 2003. – № 1. – С. 3–11.
67. Кінах А. К. Розвиток корпоративного сектора економіки України в контексті реалізації інноваційно-інвестиційної політики держави / А. К. Кінах // Збірник доповідей та тез Міжнародного економічного форуму „Теорія і практика розвитку корпоративного сектора економіки України в контексті цілей тисячоліття та світової глобалізації”, 27-28 травня 2004 р. : матеріали і тези доповідей. – К. : Видавничий дім „Корпорація”, 2004. – С. 36–43.
68. Климова Н. І. Управління корпоративними фінансами : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.06.01 „Економіка, організація і управління підприємствами” / Н. І. Климова. – Харків, 2003. – 20 с.
69. Клюкач В. Формы и механизмы создания агропромышленной корпорации / В. Клюкач // АПК : экономика, управление. – 2004. – № 2. – С. 33–44.

70. Коваленко О.І. Правові та організаційно-фінансові питання регулювання та захисту корпоративних інтересів суб'єктів господарювання в акціонерних товариствах [Текст] / О.І. Коваленко, Н.О. Коваленко [Електронний ресурс] : офіційний сайт. – Режим доступу : <http://vuzlib.com/content/view/121/92/>
71. Коваленко Ю. Особенности аграрных реформ в государствах ЦВЕ и в Украине / Ю. Коваленко // Экономика Украины. – 2003. – № 9. – С. 72–79.
72. Кодекс корпоративного управления : зарубежный опыт [Электронный ресурс] / И. В. Беликов // Журнал для акционеров НП „Российский институт директоров”. – 2000. – № 9. – С. 9–20. – Режим доступа к журн. : <http://www.rid.ru>.
73. Козаченко Г.В., Воронкова А.Е., Коренев Е.Н. Основи корпоративного управління : Навчальний посібник / Г.В. Козаченко, А.Е. Воронкова, Е.Н. Коренев. – Луганськ: Видавництво СНУ, 2001. – 480 с.
74. Компанія „Геркулес” [Електронний ресурс] : офіційний сайт. – Режим доступу : <http://www.hercules.ua>.
75. Компанія „Каргилл” [Электронный ресурс] : официальный сайт. – Режим доступа : <http://www.Cargill.ru>.
76. Компанія „Кернел” [Електронний ресурс] : офіційний сайт. – Режим доступу : <http://www.kernel.ua/production/melovoe>.
77. Компанія „Луганськхолод” [Електронний ресурс] : офіційний сайт. – Режим доступу : <http://www.korolevskoe.com>.

78. Корпоративні інтереси і вибір стратегічних пріоритетів економічної політики / [Я.А. Жаліло, В.С. Лупацій, А.Ю. Сменковський та ін.]. - К. : НІСД. - 1999. - 60 с.
79. Корпорація „Клуб Сиру” [Електронний ресурс] : офіційний сайт. – Режим доступу: <http://www.cheeseclub.ua>.
80. Концентрація и кооперирование селскохозяйственного производства / [Акимова Н. А., Арыстанбеков Х. А., Аутов Р. Р. и др.] ; под ред. А. М. Зельцмана и С. И. Половенко. – М. : „Колос”, 1980. – 334, [6–17] с.
81. Коренєв Е. Н. Удосконалення організації корпоративного управління у великих акціонерних товариствах : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.06.01 „Економіка, організація і управління підприємствами” / Е. Н. Коренєв. – Луганськ, 2004. – 19 с.
82. Корпоративне управління в Україні в сучасних умовах / [Лессер Б., Бондарчук І., Борисенко З. та ін.] ; за ред. І. Розпутенка та Б. Лессера. – К. : Вид-во „К.І.С.”, 2004. – 306, [108] с.
83. Кочетков Г. Б. Корпорация: американская модель / Г. Б. Кочетков, В. Б. Супян. – СПб. : Питер, 2005. – 320, [132–148] с.
84. Кочетков О. В. Корпорація як динамічна багаторівнева система / О. В. Кочетков, В. Ю. Ільїн // Збірник наукових праць Харківського національного аграрного університету Вісник ХНАУ, серія „Економіка АПК і природокористування”. – 2006. – № 1. – С. 185–190.

85. Кучеренко В. Національний ринок – Terra Incognita? // Економіка, фінанси, право. – 1999. - № 7. – С. 22-24
86. Кулаєць М. М. Рациональний розвиток форм господарювання в АПК при переході до ринку : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.07.02 „Економіка сільського господарства і АПК” / М. М. Кулаєць. – Тернопіль, 1996. – 22 с.
87. Лещева М. Г. Формирование многоукладного сельского хозяйства / М. Г. Лещева // Аграрная наука. – 2003. – № 3. – С. 6–7.
88. Лобков А. Н. С презентацией рейтинга Клуба „Агро-300”. Рейтинг 300 наиболее крупных и эффективных сельскохозяйственных предприятий, входящих в Клуб „АГРО-300” / А. Н. Лобков // Экономика сельскохозяйственных и перерабатывающих предприятий. – 2007. – № 1. – С. 13–19.
89. Лузан Ю. Я. Реформування аграрного сектора України: стан і перспективи / Ю. Я. Лузан // Економіка АПК. – 2002. – № 4. – С. 3–8.
90. Лукінов І. Економічні трансформації наприкінці ХХ сторіччя / І Лукінов. – К. : Ін-т економіки НАН України, 1997. – 456, [7–9] с.
91. Маккенон Р. Економіка Сполучених Штатів: нарис / Р. Маккенон - Інформаційне агентство Сполучених Штатів, 1991. – 212, [16–31] с.
92. Малік М. Й. Конкурентоспроможність аграрних підприємств: методологія і механізми / М. Й. Малік, О. А. Нужна. – К. : ННЦ „ІАЕ”, 2007. – 270, [36–38] с.
93. Мамутов В. Корпорация: правовой статус, отличительные особенности / В. Мамутов,



- С. Грудницкая // Экономика Украины. – 1994. – № 2. – С. 46–50.
94. Мартіянова М. П. Оцінка ефективності створення і функціонування холдингової компанії : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.06.01 „Економіка, організація і управління підприємствами” / М. П. Мартіянова. – Харків, 2003. – 17 с.
95. Мельник В. Чи варто кришити землю на шматки розміром з бутерброд / В. Мельник // Пропозиція. – 2004. – № 7. – С. 110–111.
96. Мельник Л. Ю. Концентрація виробництва в сільському господарстві: тенденції і перспективи / Л. Ю. Мельник, П. М. Макаренко // Економіка АПК. – 2002. – № 2. – С. 11–17.
97. Мессель-Веселяк В. Я. Розвиток та ефективність організаційно-правових форм господарювання в сільському господарстві України / В. Я. Мессель-Веселяк // Економіка АПК. – 2004. – № 11. – С. 18–24.
98. Могильний О. М. Корпоративні відносини у сільському господарстві / О. М. Могильний // Агроінком. – 2002. – № 1–3. – С. 15–19.
99. Могильний О. М. Реструктуризація колективних сільськогосподарських підприємств – шлях до багатукладної ринкової економіки / О. М. Могильний // Економіка України. – 2001. – № 3. – С. 59–65.
100. Молдаван Л. В. Організаційні засади забезпечення сталого розвитку сільського господарства: зарубіжний досвід та його адаптація до умов України / Л. В. Молдаван // Збірник наукових праць Уманського державного аграрного університету. – Умань : УДАУ, – 2008. – С. 54–61.

101. Молдаван Л. В. Реформування відносин власності в АПК на корпоративних засадах у контексті національної стратегії розвитку / Л. В. Молдаван // Схід. – 2008. – № 6 (90). – С. 50–53.
102. Назарова Г. В. Організаційні структури управління корпораціями / Г. В. Назарова. – Харків : ВД „ІНЖЕК”, 2004. – 420, [70] с.
103. Наиболее динамичные предприятия в составе украинских промышленно-финансовых групп и холдинговых компаниях в 2009 г. // Всеукраинская рейтинговая программа Гвардия. – Апрель 2010.
104. Науменко В. І. Спілка акціонерів України та проблеми корпоратизації / В. І. Науменко // Збірник доповідей та тез Міжнародного економічного форуму „Теорія і практика розвитку корпоративного сектора економіки України в контексті цілей тисячоліття та світової глобалізації”, 27–28 травня 2004 р. : матеріали і тези доповідей. – К. : Видавничий дім „Корпорація”, 2004. – С. 43–45.
105. Национальный институт системных исследований проблем предпринимательства. Развитие спроса на правовую регуляцию корпоративного управления в частном секторе Часть 1. Эволюция законодательства и развитие спроса на правовые институты в сфере корпоративного управления [Электронный ресурс] : официальный сайт. – Режим доступа : <http://www.smd.ru/analytics>
106. Небава М. І. Теорія корпоративного управління: вузлові питання : навчальний посібник / М. І. Небава. – К. : ЦНЛ, 2004. – 295, [164–166] с.

107. НП „Российский институт директоров” [Электронный ресурс] : официальный сайт. – Режим доступа : <http://www.rid.ru>.
108. ОАО „Группа „Разгуляй” [Электронный ресурс] : официальный сайт. – Режим доступа : <http://www.gaz.ru>.
109. Оганесов Р. Ю. Методы поглощений сельскохозяйственных предприятий в Московской области / Р. Ю. Оганесов // Аграрная наука. – 2005. – № 1. – С. 6–7.
110. ООО „Bunge – СНГ” [Электронный ресурс] : официальный сайт. – Режим доступа : <http://www.Bunge.ru>.
111. ООО „Ассоциация Агропромышленная корпорация „Стойленская нива” [Электронный ресурс] : официальный сайт. – Режим доступа : <http://www.stniva.ru>.
112. Організаційно-економічні проблеми розвитку АПК та сільських територій / [П. А. Лайко, А. Г. Борщ, І. І. Долженко та ін.]. – К. : Вид-во „Ніч лава”. – 2006. – 448, [39–44] с.
113. Осташко Т. О. Інституціонально-структурні трансформації аграрного сектора: моніторинг, оцінка, регулювання : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня докт. екон. наук : спец. 08.02.03 „Організація управління, планування і регулювання економікою” / Т. О. Осташко. – К., 2004. – 32 с.
114. Осташко Т. О. Сільське господарство в умовах СОТ та ЄС / Т. О. Осташко. – К. : Інститут сільського розвитку, 2005. – 72, [40–41] с.
115. Офіційний сайт Міністерства аграрної політики та продовольства України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.minagro.gov.ua>.

116. Парсяк В. Н. Малий бізнес: шляхи та наслідки створення корпорацій / В. Н. Парсяк // Збірник доповідей та тез Міжнародного економічного форуму „Теорія і практика розвитку корпоративного сектора економіки України в контексті цілей тисячоліття та світової глобалізації”, 27–28 травня 2004 р. : матеріали і тези доповідей. – К. : Видавничий дім „Корпорація”, 2004. – С. 324–332.
117. Парсяк В. Н. Формування корпоративних відносин в системі малого підприємництва : автореф. дис. на здобуття наук ступеня докт. екон. наук : спец. 08.06.01 „Економіка, організація і управління підприємствами” / В. Н. Парсяк. – К., 2004. – 32 с.
118. Планування соціально-економічного розвитку підприємств / [Кузьмін О. Є., Фещур Р. В., Шуляр Р. В. та ін.] – Львів : Національний університет „Львівська політехніка”, Львівський інститут банківської справи УБС НБУ, 2007. – 449, [26–29] с.
119. Поглинання компаній. Портал Української зернової асоціації [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.uga-port.org.ua>.
120. Показники єдиного державного реєстру підприємств та організацій України станом на 1 січня 2008 р. : Статистичний бюлетень Державного комітету статистики України Головного управління у Луганській області. – Луганськ, 2008. – 52 с.
121. Полонский В. Г. Корпоративное управление в непроизводственной сфере : учеб. пособ. для студентов экономических специальностей / В. Г. Полонский, С. В. Белоусова, А. М. Белоусов – Херсон : ОЛДИ – плюс, 2003. – 460, [36–38] с.

122. Попов А. С. Розмір землекористування в ринкових умовах / А. С. Попов // Збірник наукових праць Харківського національного аграрного університету Вісник ХНАУ. Серія „Економіка АПК і природокористування”. – 2006. – № 1. – С. 295–301.
123. Продовольственная безопасность Украины: состояние, механизм обеспечения, проблемы / [В. Г. Ткаченко, В. И. Богачев, Ю. Н. Бабак и др.]. – Луганск : „Книжковий світ”, 2004. – 176, [17–19] с.
124. Проценко В. О. Організація корпоративних форм господарювання як фактор зростання економічної ефективності сільськогосподарського виробництва / В. О. Проценко // Економіка АПК. – 2003. – № 10. – С. 11–17.
125. Проценко В. О. Основні методологічні засади розвитку корпоративного виробництва / В. О. Проценко // Економіка АПК. - 2005. – № 8. – С. 33–35.
126. Перевалов Ю., Басаргин В. Анализ закономерностей формирования корпоративного контроля на приватизированных предприятиях // Проблемы прогнозирования. - 2000. - № 5.
127. Реалізація продукції сільськогосподарськими підприємствами Луганської області за 2007 рік : Статистичний збірник Державного комітету статистики України Головного управління у Луганській області. – Луганськ, 2008. – 161 с.
128. Регулювання зовнішньоекономічної діяльності України у процесі приєднання до світової організації торгівлі / [Гончаров В. М., Сбітнев А. В., Кірнос І. О., Черниш О. І.]. – Донецьк : „ВІК”, 2004. – 225, [58–61] с.

129. Редькін О. С. Сучасні стратегії та технології корпоративного управління / О. С. Редькін, В.О. Реген, Н. А. Хрущ – Одеса : „Евен”, 2004. – 216, [40–42] с.
130. Річний звіт Антимонопольного комітету України за 2007 рік. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.amc.gov.ua>.
131. Ринок корпоративних цінних паперів – новий або не перерахований [Електронний ресурс]. – режим доступу : <http://www.100rudov.com.ua>.
132. Розвиток корпоратизму і корпоративних відносин в економіці України / за ред. В. І. Голікова. – К. : Ін-т екон. Прогнозування, 2002. – 304, [28–29] с.
133. Розробка проекту стратегії соціально-економічного розвитку Білокуракинського району на 2005-2015 роки : звіт НДР / С. В. Мельник, О. В. Додонов, В. Д. Матросов та ін. – Луганськ, ДУ НДІ соціально-трудових відносин, 2004. – Ч. 2. – 80 с.
134. Румянцев С. А. Українська модель корпоративного управління: становлення та розвиток / С. А. Румянцев. – К. : Т-во „Знання”, КОО, 2003. – 149, [120–128] с.
135. Рупняк М. Я. Фінанси акціонерних товариств / М. Я. Рупняк // Фінанси України. – 2004. – № 5. – С. 105–110.
136. Саблук П. Т. Основні напрями розроблення стратегії розвитку агропромислового комплексу в Україні / П. Т. Саблук // Економіка АПК. – 2004. – № 12. – С. 3–15.
137. Саблук П. Т. Проблеми забезпечення доходності агропромислового виробництва в Україні в постіндустріальний період / П. Т. Саблук // Економіка АПК. – 2008. – № 4. – С. 19–37.

138. Саблук П. Т. Проблеми концепції аграрної політики / П. Т. Саблук // Агро-перспектива. – 2005. - № 6. – С. 10–11.
139. Саблук П. Т. Розвиток АПК – надійність і стабільність / П. Т. Саблук // Економіка АПК. – 2005. – № 4. – С. 11–16.
140. Саблук П. Т. Структурно-інноваційні зрушення в аграрному секторі України як фактор його соціально-економічного зростання / П. Т. Саблук // Економіка АПК. – 2004. – № 6. – С. 3-8.
141. Саблук П. Т. Ефективність корпоративного управління: інституційний аспект / П. Т. Саблук, О. О. Мороз // Вісник аграрної науки. – 2004. – № 6. – С. 54–56.
142. Саблук П. Т. Формування міжгалузевих відносин: проблеми теорії та методології / Саблук П. Т., Малік М. Й., Валентинов В. Л. – К. : ІАЕ УААН, 2002. – 294, [38–46] с.
143. Савчук В.П. Финансовый менеджмент предприятий. - Издательский дом „Максимум”, 2001.
144. Сагдиев М. Корпоративное управление в агропромышленном комплексе России / М. Сагдиев // Международный сельскохозяйственный журнал. – 2004. – № 6. – С. 32–34.
145. Савчук В.П. Хто допоможе власникові знатися на його бізнесі? (або внутрішній аудит в корпоративному управлінні). [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.management.com.ua>
146. Самые динамичные компании Украины // ТОП – 100. – № 4–5. – Ноябрь–декабрь 2007. – С. 10–12.
147. Сахно Л. А. Удосконалення економічних відносин в інтегрованих агропромислових підприємствах /

- Л. А. Сахно // Економіка АПК. – 2004. – № 8. – С. 142–146.
148. Сирко А. Корпоративная собственность в транзитивной экономике / А. Сирко // Экономика Украины. – 2003. – № 2. – С. 57–64.
149. Система розкриття інформації на фондовому ринку України [Електронний ресурс] : офіційний сайт. – Режим доступу : <http://www.smida.gov.ua>.
150. Сильви де Куссерг. Новые подходы к теории финансового посредничества и банковская стратегия. [Електронний ресурс] : офіційний сайт. – Режим доступу : <http://articles.excelion.ru>
151. Сільське господарство України за 2008 рік / ред. Ю. М. Остапчук : Статистичний збірник Державного комітету статистики України. Департамент статистики сільського господарства та навколишнього середовища. – К., 2009. – 367 с.
152. Сірко А. Постприватизаційний перерозподіл та концентрація прав власності у перехідній економіці / А. Сірко // Економіст. – 2004. – № 9. – С. 34–37.
153. Сірош М. В. Формування корпоративного сектора економіки і корпоративне управління в акціонерних товариствах (на прикладі підприємств Криму) : автореф. дис. на здобуття наук ступеня канд. екон. наук : спец. 08.06.02 „Підприємництво, менеджмент та маркетинг” / М. В. Сірош. – Сімферополь, 2000. – 19 с.
154. Славянская районная государственная администрация [Электронный ресурс] : официальный сайт. – Режим доступа : <http://www.slav-rga.narod.ru>.
155. Совершенствование управления в агрокомплексе ОАО „Мариупольского металлургического комбината имени Ильича”. Совершенствование



- організаційного механізму управління. Ч. I / [Попов В. Н., Цыганкова С. А., Бондаренко В. И., Кальченко Н. Н. и др.]. – Луганск : ЛНАУ, Элтон-2. – 2003. – 212, [39–40] с.
155. Совершенствование управления в агрокомплексе ОАО „Мариупольского металлургического комбината имени Ильича”. Совершенствование экономического механизма управления. Ч. II / [Попов В. Н., Цыганкова С. А., Бондаренко В. И., Кальченко Н. Н. и др.]. – Луганск : ЛНАУ, Элтон-2. – 2003. – 139, [8–11] с.
157. Соловьёв Н. Ф. О концентрации производства и размерах сельскохозяйственных предприятий / Н. Ф. Соловьёв // Вісник ХНАУ. Серія : „Економіка АПК і природокористування”. – 2004. – № 8. – С. 10–25.
158. Статистичний щорічник Луганської області за 2007 рік / ред. С. Г. Пілієв / Державний комітет статистики України. Головне управління у Луганській області. – Луганськ, 2009. – Ч. 1 – 415 с., Ч. 2 – 543 с.
159. Статьи В.А. Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета Корпоративное управление, и вопросы защиты прав собственности в России [Электронный ресурс] : Режим доступа : <http://koet.syktso.ru>
160. Стратегія економічного і соціального розвитку України (2004-2015 рр.) „Шляхом Європейської інтеграції” / [Гальчинський А. С., Гесць В. М. та ін.].– К.: ІВЦ Держкомстату України, 2004. – 416, [185] с.

161. Супрун П. І. Нові стратегічні альянси (кластери) та маркетингові комунікації – шлях до підвищення конкурентоздатності економіки в регіонах / П. І. Супрун // Збірник доповідей та тез Міжнародного економічного форуму „Теорія і практика розвитку корпоративного сектора економіки України в контексті цілей тисячоліття та світової глобалізації”, 27-28 травня 2004 р. : матеріали і тези доповідей. – К. : Видавничий дім „Корпорація”, 2004. – С. 62–73.
162. Современная корпорация и внутрифирменное управление. Способ систематизации элементов организации. Учебное пособие. – Петрозаводск : ПетрГУ, 2002.
163. ТОВ СП „Нібулон” [Електронний ресурс] : офіційний сайт. – Режим доступу : <http://www.nibulon.com.ua>.
164. Турчак А.А. Интегрированные финансово-промышленные структуры. - Спб. : „Наука”, 1996.
165. Україна. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Про схвалення проекту нової редакції Принципів корпоративного управління України, затверджених рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11.12.2003 р. № 571 : Рішення від 24.01.2008 р. № 52 // Відомості Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – Лютий 2008 р. – № 38. – 36 с.
166. Україна. Закон „Про акціонерні товариства” : за станом на 12 квіт. 2011 р. [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Офіц. вид. – Режим доступу до вид. : <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
167. Україна. Закон „Про господарські товариства” : за станом на 12 квіт. 2011 р. [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Офіц. вид. – Режим доступу до вид. : <http://www.zakon.rada.gov.ua>.

168. Україна. Закон „Про державний бюджет України на 2008 р. та про внесення змін до деяких законодавчих актів України” : за станом на 18 січ. 2011 р. [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Офіц. вид. – Режим доступу до вид. : <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
169. Україна. Закон „Про захист від недобросовісної конкуренції” : за станом на 12 квіт. 2011 р. [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Офіц. вид. – Режим доступу до вид. : <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
170. Україна. Закон „Про захист економічної конкуренції” : за станом на 12 квіт. 2011 р. [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Офіц. вид. – Режим доступу до вид. : <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
171. Україна. Закон „Про фіксований сільськогосподарський податок” : за станом на 13 квіт. 2011 р. [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Офіц. вид. – Режим доступу до вид. : <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
172. Україна. Закон „Про холдингові компанії в Україні” : за станом на 15 квіт. 2011 р. [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Офіц. вид. – Режим доступу до вид. : <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
173. Україна. Закон „Про цінні папери та фондовий ринок” : за станом на 28 бер. 2011 р. [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Офіц. вид. – Режим доступу до вид. : <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
174. Україна. Кабінет Міністрів. Про врегулювання питань щодо забезпечення захисту майнових прав селян у процесі реформування аграрного сектору економіки : Постанова Кабінету Міністрів від

- 28 лютого 2001 р. № 177 // Офіційний вісник України. – 2001 р. – № 9. – С. 216–227.
175. Україна. Президент (1991-1994 рр.). Положення про холдингові компанії, що створюються в процесі корпоратизації та приватизації : Указ Президента від 11 травня 1994 р. № 224/94 [Електронний ресурс]. – Офіц. вид. – Режим доступу до вид. : <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
176. Україна. Президент (1994-2005 рр.). Про невідкладні заходи щодо прискорення реформування аграрного сектора економіки : Указ Президента від 3 грудня 1999 р. № 1529 / 99 // Офіційний вісник України. – 24 грудня 1999 р. – № 49. – С. 11–13.
177. Уоллес Енн. Моделі корпоративного управління / Енн Уоллес // Збірник доповідей та тез Міжнародного економічного форуму „Теорія і практика розвитку корпоративного сектора економіки України в контексті цілей тисячоліття та світової глобалізації”, 27-28 травня 2004 р. : матеріали і тези доповідей. – К. : Видавничий дім „Корпорація”, 2004. – С. 289–298.
178. Ушачёв И. Состояние и перспективы развития корпоративных форм управления в АПК России / И. Ушачёв // АПК: экономика, управление. – 2002. – № 10. – С. 21–31.
179. Файдор М. На цыпочках в Европу / М. Файдор // Деловой. – № 5 (45). – Май 2007. – С. 60–64.
180. Фирсов Е. А. Об экономических основах аграрной политики / Е. А. Фирсов // Економіка АПК. – 2008. – № 3. – С. 24–38.
181. Хицков И. Интеграционные связи в агропромышленном производстве / И. Хицков, Н. Митина, Е. Фомина // АПК: экономика, управление. – 2003. – № 9. – С. 9–17.

182. Чайнов А. В. Краткий курс кооперации / А. В. Чайнов. – [4-е изд.]. – М. : Центральное товарищество „Кооперативное издательство”, 1925. – 78, [48–49] с.
183. Чеботарьов В. А. Фінансове забезпечення формування корпоративних структур у АПК / В. А. Чеботарьов // Фінанси України. – 2003. – № 11. – С. 43–46.
184. Черноіванов В. В. Розвиток приватизаційних процесів на селі / В. В. Черноіванов // Економіка АПК. – 2002. – № 4. – С. 60–65.
185. Чечетов М. Совершенствование управления государственными корпоративными правами – стратегическое направление рыночных преобразований в Украине / М. Чечетов, И. Жадан // Экономика Украины. – 2001. – № 2. – С. 4–12.
186. Чечетов М. Управління державною власністю в контексті економічної стратегії держави Автор: Михайло Чечетов (голова Фонду державного майна України) / Газета Дзеркало тижня. - № 17 (442) 8-16 травня 2003 р. : [Електронний ресурс] – Режим доступу до матер. : <http://www.zn.ua>
187. Чуприна Б.А. Корпоративное управление: курс лекций. Организация управления корпорацией на основе контрольных пакетов акций : [Электронный ресурс] – Режим доступа к матер. : <http://pobu.ru>.
188. Черемин С. Е. Основные предпосылки формирования и принципы функционирования русских корпораций. Участие русских корпораций в интеграционных экономико политических процессах : [Электронный ресурс] – Режим доступа к матер. : <http://www.cfin.ru>.

189. Шарошкина Г. А. Аграрные корпорации – как перспективное направление развития отечественного АПК : [Электронный ресурс] / Г. А. Шарошкина // Материалы III Международной конференции „Образование, наука, производство” Белгородского государственного технологического университета им. В. Г. Шухова, 20-22 сент. 2006 г. : материалы докладов. – Режим доступа к матер. : <http://www.confbstu.ru>.
190. Шиткина І.С. Холдинги. Правовий і управлінський аспекти - Система ГАРАНТ, 2002.
191. Шпак С. Депозитарна система України: інвестиційні виклики // Юр. газета : [Електронний ресурс] – Режим доступу до матер. <http://www.yur-gazeta.com/ru>
192. Щедров В. И. Сравнительный анализ иерархических структур отраслевых корпорации / В. И. Щедров // Экономика России : основные направления совершенствования : Сб. науч. трудов / науч. ред. А. В. Бандурина. – М. : Консалтинг XXI век, 2003. – С. 169–170.
193. Щедров В. И. Структура системы стратегического управления отраслевой корпорации /В. И. Щедров // Экономика России: основные направления совершенствования : Сб. науч. трудов / науч. ред. А. В. Бандурина. – М. : Консалтинг XXI век, 2003. – С. 158 – 168.
194. Юрчишин В. Розвиток відносин власності на селі: концептуальні основи становлення і утвердження приватного сектора / В. Юрчишин, Г. Запша // Економіка України. – 2003. – № 11. – С. 47–54.
195. Якутин Ю.В. Интегрированные корпоративные структуры: развитие и эффективность. - М. : ЗАО Издательский дом „Экономическая газета”, 1999.

196. Яценко В. М. Формування і розвиток агропромислової інтеграції в Україні / В. М. Яценко // Економіка АПК. – 2004. – № 1. – С. 54–60.
197. Moldavan L. V. Le mouvement cooperative in Ukraine. Entre reticences et espoir / L. V. Moldavan // Materiaux du colloque „Ges cooperatives agricoles mutatis et perspectives”. SFER, Paris, France. – 2008. – С. 152–160.
198. Sokolova G. E. The peculiarities of the activity of farm corporations in the USA agrarian sector / G.E. Sokolova // Agricultural economics and agribusiness, 1988. – P. 23–25.
199. Stansfildе J. Corporate finance / J. Stansfildе. – New York : McGRAW – Hill, 2002. – 218, [189–192] p.