

4. Венгер В. В. Регулювання діяльності природних монополій: теорія і практика / В. В. Венгер. - К. : НАН України, Ін-т економіки та прогнозування, 2007. - 204 с.
5. Жилищная экономика : пер. с англ. / под ред. Г. Поляковского. - М. : Дело, 1996. - 223 с.
6. Кілієвич О. Мікроекономіка для аналізу державної політики : підручник / О. Кілієвич, О. Мертенс. - К. : Вид-во Соломії Павличко "Основи", 2005. - 655 с.
7. Ледьярд Дж. Несостоятельность (провалы) рынка / Джон Ледьярд // Экономическая теория : пер. с англ. / под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгрейта, П. Ньюмена / науч. ред. чл.-кор. РАН В. С. Автономов. - М. : ИНФРА-М, 2004. - XII. - С. 501-508.
8. Подопрігора И. В. Задачи стимулирования спроса и предложения на рынке жилья в Российской экономике / И. В. Подопрігора // Вестн. Том. гос. ун-та. - 2008. - № 308. - С. 121-125.
9. Про природні монополії : Закон України від 20 квіт. 2000 р. № 1682-III // Офіц. вісн. України. - 2000. - № 19. - Ст. 772.
10. Шкільова Н. В. Державна політика регулювання ринку житла в Україні в умовах фінансово-економічної кризи / Н. В. Шкільова // Теорія та практика державного управління : зб. наук. пр. - Х. : Вид-во ХарПІ НАДУ "Магістр", 2009. - Вип. 2 (25).
11. Шомина Е. С. Квартиросъемщики - наше "жилищное меньшинство": российский и зарубежный опыт развития орендного жилья / Е. С. Шомина ; Гос. ун-т - Высш. шк. экономики. - М. : Издат. дом Гос. ун-та - Высш. шк. экономики, 2010. - 364 с.
12. Malpezzi S. Housing Prices, Externalities, and Regulation in U.S. Metropolitan Areas / Stephen Malpezzi // Journal of Housing Research. - 1996. - Vol. 7. - Issue 2. - P. 209-241.

Ольга Сафронова,

*кандидат наук з державного управління,
доцент кафедри економічної теорії
та історії економіки НАДУ*

Завдання та принципи державного регулювання ринку корпоративного контролю в Україні

У статті проаналізовано характерні ознаки ринку корпоративного контролю в контексті забезпечення ефективного впливу держави на процеси його формування і розвитку. На цих засадах визначено завдання і принципи державного регулювання цієї сфери відносин, окреслено можливі засоби їх реалізації в сучасних умовах України.

Ключові слова: ринок корпоративного контролю, механізми державного регулювання, корпоративний сектор економіки, корпоративне управління, рейдери.

In the article it is analyzed the characteristic features of market for corporate control in the context of providing of effective state influence on the processes of its forming and development. On this base the author sets the tasks and principles of public regulation this sphere and identifies the possible instruments of their implementation in the modern terms of Ukraine.

Key words: market for corporate control, mechanisms of state regulation, corporate sector of economy, corporate governance, raiders.

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими та практичними завданнями. Невід'ємною складовою внутрішнього ринку країн із сталими ринковими відносинами є ринок корпоративного контролю. На цьому ринку об'єктами угод стають великі пакети акцій (значні частки в статутному капіталі) корпорацій, у результаті купівлі-продажу яких відбуваються зміни в структурі власників корпорацій, переглядаються стратегічні орієнтири розвитку відповідних компаній і оновлюються системи менеджменту. Ефективне функціонування ринку корпоративного контролю виступає підґрунтям динамічного розвитку корпоративного сектору економіки, засобом реалізації переваг корпоративної форми ведення бізнесу.

У сучасних умовах України цивілізоване функціонування ринку корпоративного контролю часто підміняється рейдерськими, кримінальними схемами перерозподілу власності. З огляду на це не випадково, що одним із пріоритетних завдань реалізації Державної цільової економічної програми розвитку внутрішнього ринку України на період до 2012 р. визначено покращення підприємницького клімату шляхом удосконалення механізмів протидії протиправному поглинанню та захопленню підприємств корпоративного сектору національної економіки [1]. Виконання цього завдання передбачає уточнення завдань уповноважених органів влади з регулювання ринку корпоративного контролю, обґрунтування принципів державного сприяння його легітимному розвитку.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Характерні ознаки становлення ринку корпоративного контролю в Україні розглядаються у роботах В.А.Свтушевського, К.В.Ковальської, Н.В.Бутенко [2], Г.В.Назарової [3], А.Б.Педька [4], О.М.Переверзева [5], О.С.Поважного [6], А.Є.Черпак [7] та інших науковців і практиків. Зокрема, дослідниками справедливо підкреслюється, що специфіка розвитку корпоративного сектору національної економіки зумовлюється насамперед умовами запровадження форсованої масової приватизації і корпоратизації державних підприємств. Також звертається увага, що зазначені інституційні перетворення відбуваються за відсутності довгострокової стратегії, а визначальний вплив на їх перебіг мають кон'юнктурні чинники, пов'язані із зміною розстановки політичних сил. Внаслідок цього сформована нині система корпоративного управління містить численні суперечності, діяльність вітчизняних компаній часто супровод-

жується загостренням корпоративних конфліктів із використанням неправових, кримінальних схем перерозподілу економічної влади. При цьому шляхи подолання наявних протиріч у функціонуванні ринку корпоративного контролю, в тому числі - із застосуванням адекватних механізмів державного впливу, у згаданих публікаціях висвітлені далеко не повною мірою. Недостатньо конкретизовані також принципи відповідної державно-управлінської діяльності, можливі засоби їх реалізації та інші важливі аспекти здійснення політики держави в цій сфері відносин.

З огляду на це метою статті є визначення завдань та базових принципів державного регулювання ринку корпоративного контролю на основі аналізу специфіки його становлення та функціонування в сучасних умовах України.

Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових досліджень. Відомо, що ключовим завданням корпоративного управління є захист інтересів акціонерів (власників корпорацій) від неефективної діяльності менеджерів. Гарантії ефективного використання ресурсів корпорацій в умовах виникнення агентських конфліктів забезпечують різноманітні механізми корпоративного контролю [2, с. 53-54; 5, с. 5-6; 6, с. 250; 7, с. 5].

Під корпоративним контролем прийнято розуміти можливість власників корпорації приймати управлінські рішення і здійснювати контрольні функції щодо діяльності найманих менеджерів [4, с. 67]. Відповідно, вихідною економічною передумовою корпоративного контролю є володіння власністю [4, с. 74]. Однак механізми корпоративного контролю використовуються не лише власниками для попередження опортуністичної поведінки менеджерів, але й останніми з метою вилучення приватних вигід від контролю над ресурсами компанії [7, с. 5-6]. У цьому сенсі ринок корпоративного контролю - це спосіб обміну і перерозподілу економічної влади між власниками та менеджерами компанії; він виступає регулятором діяльності останніх і вважається більш жорстким мотиватором прийняття ними ефективних управлінських рішень, ніж контроль з боку власників. Основні угоди на цьому ринку укладаються з приводу операцій злиття та поглинання компаній, їх перетворення, поділу, роз'єднання тощо. На ринку корпоративного контролю також відбуваються операції з ліквідації компаній [6, с. 250-253].

Різні комбінації здійснення корпоративного контролю, зумовлені історичними, соціально-культурними, економіко-політичними чинниками, визначають види (типи) організації ринку його перерозподілу. У науковій літературі, як правило, виокремлюються наступні форми організації ринку корпоративного контролю: англо-американська, що спирається на безумовний пріоритет прав акціонерів (власників корпорацій) і контроль через фондовий ринок, та німецька і японська у формі банківського контролю, де лево-

ва частка ринкових угод з купівлі/продажу активів компаній відбувається через посередництво банківських установ. Їх можна об'єднати у дві групи - "аутсайдерську" та "інсайдерську" - залежно від характеру застосовуваних методів контролю [2, с. 81-83; 3, с. 62-63; 6, с. 254-255].

Структура власності є відправною точкою в аналізі такого роду систем. Якщо власність розпорошена, то виникає ситуація типу "сильні менеджери - слабкі акціонери (власники)". Реальний контроль над компанією здійснюють менеджери, акціонери ж несуть значні ризики, пов'язані із недобросовісною поведінкою останніх. Така структура власності характерна для корпорацій в англосаксонських країнах [2, с. 84; 5, с. 6]. Якщо ж власність концентрована, то виникає ситуація на кшталт "слабкі менеджери - слабкі міноритарні акціонери (власники) - сильні мажоритарні (контролюючі) акціонери (власники)". Контроль над компанією належить великим акціонерам, які мають не тільки інтерес, але й можливість повністю підпорядкувати менеджерів. Ризики ж, пов'язані із корпоративним контролем, несуть міноритарні акціонери, інтереси яких можуть бути уражені. Така структура власності характерна для німецьких та японських корпорацій [2, с. 84; 5, с. 7-8].

Кожна із зазначених моделей організації ринку корпоративного контролю має свої переваги і недоліки; особливості кожної з них знаходять своє відображення при виборі адекватних механізмів регулювання цього ринку. Як правило, такого роду механізми базуються на використанні можливостей адміністративного впливу уповноважених органів влади на перебіг господарських процесів у цій сфері. Це зумовлено тим, що основними гравцями на ринку корпоративного контролю виступають суб'єкти, які володіють значними фінансовими ресурсами і мають відповідну мотивацію інвестування - здобуття економічної влади над компаніями через перерозподіл власності. Внаслідок цього зазначений ринок об'єктивно тяжіє до олігопольної організації із застосуванням характерних для неї механізмів таємних угод, цінової дискримінації тощо.

За цих обставин функціонування ринку корпоративного контролю визначально передбачає його "зовнішню" корекцію з боку уповноважених органів влади через відстеження концентрації та вжиття передбачених законодавством санкцій при виявленні фактів картельних зговорів. Однак такого роду заходи становлять важливий, але не єдиний напрям державної політики у цій сфері відносин. Справа в тому, що в цьому разі регулюючий вплив держави спрямовується лише на подолання наслідків монополізації ринку корпоративного контролю, а не причин її виникнення. Витоки ж монополістичних тенденцій у розвитку цього ринку, на нашу думку, пов'язуються із нерівною поінформованістю його учасників. Наявна між цими суб'єктами інформаційна асиметрія щодо реальної оцінки пакетів акцій (значних часток у статутному капі-

талі) корпорацій ускладнює прийняття ними раціональних господарських рішень при купівлі/продажу цих активів. Необхідність додаткових трансакційних витрат, потрібних для подолання інформаційних перешкод, викривляє дію механізмів ринкового ціноутворення. Тому саме інформаційний чинник нерідко стає джерелом обмеження конкуренції і появи монопольної влади в окремих суб'єктів ринку корпоративного контролю.

З огляду на це варто визнати: якщо відповідні заходи державного впливу зосереджуються виключно на усуненні наслідків монополізації зазначеного ринку, а не причин їх виникнення, то така політика є пасивною, недієвою. Вирішення проблеми забезпечення ефективного функціонування ринку корпоративного контролю лежить у площині переорієнтації зусиль державних структур на формування передумов запобігання можливостям антиконкурентної поведінки його учасників, а відтак - подолання інформаційної асиметрії між ними. Зрозуміло, що провідне значення у цьому разі набуває вибір адекватних засобів державного впливу на відповідні ринкові процеси. Наприклад, при запровадженні необхідних заходів у країнах, які тяжіють до аутсайдерської моделі, пріоритет має належати фондовим важелям перерозподілу корпоративного контролю та забезпечення належної поінформованості ринкових суб'єктів через індикатори фондового ринку, а в країнах з інсайдерською системою - відповідним механізмам банківського регулювання.

Оцінюючи з цих позицій сучасний стан розвитку ринку корпоративного контролю в Україні, можна визнати, що він несе в собі ознаки обох моделей: висока концентрація частини капіталу господарських товариств при високому розшаруванні іншої його частини, вузький набір фондових інструментів і слабкі інституційні інвестори, елементи перехресного володіння і формування складних корпоративних мереж різного типу. Це створює очевидні труднощі при прийнятті державно-управлінських рішень у сфері забезпечення умов його ефективного функціонування. Не випадково, що наприкінці 90-х рр. національне корпоративне законодавство, визначально орієнтоване на англосаксонську модель регулювання, увійшло в суперечність із структурою висококонцентрованої власності, що склалася після проведення в нашій країні масової приватизації.

У результаті вітчизняні компанії й досі несуть витрати, характерні для аутсайдерської системи корпоративного контролю, і водночас не можуть отримати вигоди, властиві для інсайдерської структури власності. Це протиріччя загострюється внаслідок надзвичайно слабкого інституційного середовища функціонування ринку корпоративного контролю: відсутності належного корпоративного законодавства та дієвої системи правозастосування, інформаційної непрозорості діяльності українських господарських товариств, невизначеності розподілу функцій і компетенції уповноважених

органів влади тощо. По суті, розвиток ринку корпоративного контролю в сучасних умовах України випереджає процес становлення державних інститутів, покликаних забезпечувати його ефективність, гарантувати недоторканність права власності, прозорість і захищеність угод. За цих обставин функціонування легального, цивілізованого ринку корпоративного контролю в нашій країні заміщується різноманітними рейдерськими, кримінальними схемами перерозподілу економічної влади. При цьому саме доступ до внутрішньої, інсайдерської інформації про діяльність тієї чи іншої компанії стає визначальним чинником прийняття рішень щодо започаткування такого роду схем. Інсайдерська інформація нерідко використовується рейдерами як інструмент шантажу керівництва відповідного господарського товариства та дестабілізації умов його нормального функціонування. Завдяки цьому досягається штучне заниження капіталізації компанії, отже, створюється реальне підґрунтя для придбання її активів за вигідною для загарбників ціною.

Слід також додати, що політика держави в цій сфері відносин нині має вкрай пасивний характер: непоодинокими є випадки, коли за вже доведеними в судовому порядку фактами рейдерських захоплень уповноваженими органами влади не вживаються передбачені чинним законодавством санкції до компаній - загарбників. Внаслідок "невтручання" або навіть активної співучасті корумпованих чиновників практика рейдерського перехвату корпоративного контролю стрімко поширюється і на сьогодні стає реальною загрозою для економічної безпеки країни. Аби подолати ці негативні тенденції та забезпечити ефективність державного регулювання розвитку ринку корпоративного контролю в Україні, необхідно переглянути принципи запровадження відповідної державно-управлінської діяльності.

По-перше, варто визнати, що модель ринку корпоративного контролю в Україні нині перебуває на стадії свого становлення; її сучасний стан не дозволяє навіть з великими припущеннями оцінювати її тяжіння до будь-яких усталених, "класичних" зразків. Довільне поєднання розрізнених елементів цього ринку не дозволяє в повному обсязі "запустити" механізми його саморегулювання через взаємодію попиту і пропозиції відповідних активів, конкуренцію їх власників та потенційних покупців. Слабкість власних механізмів функціонування цього ринку зумовлює необхідність посилення державної, владної складової забезпечення його розвитку.

По-друге, відповідні державні механізми мають бути зорієнтовані не стільки на заміщення відсутніх сьогодні елементів ринкового саморегулювання, скільки на їх формування або компенсацію їх недосконалості. Мова йде про те, щоб за допомогою властивих для держави засобів впливу сформувати необхідне інституційне підґрунтя для "вирощування" повноцінного ринку корпоративного контролю в нашій країні. Зрозуміло, що в цьому разі

мається на увазі легальний, цивілізований варіант його втілення, а не спотворений "квазіринок" рейдерського перерозподілу економічної влади.

По-третє, при визначенні пріоритетів запровадження державних механізмів розвитку ринку корпоративного контролю доцільно виходити з того, що запровадження антимонопольного регулювання не дає змоги забезпечити ефективність відповідних заходів. Політика держави у цій сфері відносно буде успішною лише тоді, коли буде здійснений перехід від регулювання ринку *ex post* до його регулювання *ex ante*, тобто через посилення запобіжного впливу на поведінку суб'єктів, які тільки мають намір здійснити ті чи інші антиконкурентні дії на ринку корпоративного контролю. Метою такої політики, враховуючи наявність інформаційної асиметрії на цьому ринку, має стати виявлення потенційних антиконкурентних ситуацій і запобігання розвитку загрозливих монополістичних тенденцій через усунення інформаційної асиметрії і нерівних економічних умов для господарюючих суб'єктів.

Це може бути досягнуто через створення стимулів підвищення ступеня інформаційної прозорості діяльності компаній (насамперед у частині розкриття відомостей про структуру володіння їх активами), сприяння розвитку національної депозитарної системи, формування мережі спеціалізованих інституцій, покликаних забезпечувати доступ учасників ринку до необхідної інформації. Оскільки модель ринку корпоративного контролю в Україні поки що несформована, важливо дотримуватися правила, що зазначені заходи мають охоплювати рівною мірою як його фондовий, так і банківський сегменти. Вирішальну роль у цьому разі відіграє законодавче закріплення норм щодо визначення сутності корпоративного контролю [8] та особливостей розголошення, передачі, надання доступу до інсайдерської інформації про діяльність компаній [9]. Прийняття відповідних законопроектів доцільно розглядати як першочергове завдання реалізації Державної цільової економічної програми розвитку внутрішнього ринку України в частині удосконалення державних механізмів протидії протиправному поглинанню та захопленню підприємств корпоративного сектору національної економіки.

Висновки з даного дослідження і перспективи подальших розвідок у даному напрямі. Проведений аналіз специфіки функціонування ринку корпоративного контролю в Україні довів, що сьогодні цей процес перебуває на початковій стадії. За цих обставин цивілізований, легальний перерозподіл економічної влади всередині корпоративного сектору національної економіки часто підміняється рейдерськими схемами здобуття контролю над капіталом господарських товариств та виведення активів із володіння їх законних власників.

Однією з найважливіших причин такого стану справ є неефективність чинних механізмів державного регулювання цього ринку. Інституціоналізація ринку корпоративного контролю та створення умов його повноцінного розвитку в нашій країні потребують перегляду принципів відповідної державно-управлінської діяльності. Аргументовано, що провідну роль у зазначеній системі державного регулювання мають відігравати механізми, які спрямовані на усунення інформаційної асиметрії між учасниками цього ринку. З огляду на це запропоновано низку заходів, спрямованих на вирішення цього завдання (внесення змін до чинного законодавства в частині посилення контролю Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за учасниками фондового ринку, встановлення особливого порядку передачі, надання доступу до інсайдерської інформації про діяльність компаній).

Перспективними напрямками подальших досліджень автор статті вважає аналіз специфіки формування окремих сегментів ринку корпоративного контролю в Україні (зокрема промислового і банківського) та конкретизацію завдань державної політики щодо їх розвитку з урахуванням сучасних реалій господарського життя країни.

Список використаних джерел

1. Про затвердження Державної цільової економічної програми розвитку внутрішнього ринку на період до 2012 року: Постанова Кабінету Міністрів України від 5 серп. 2009 р. № 828. - Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=828-2009-%EF>
2. *Євтушевський В. А.* Стратегія корпоративного управління : монографія / В. А. Євтушевський, К. В. Ковальська, Н. В. Бутенко. - К. : Знання, 2007. - 287 с.
3. *Назарова Г. В.* Структура власності в моделях корпоративного контролю промисловості / Г. В. Назарова // *Фінанси України*. - 2003. - № 9. - С. 62-70.
4. *Педько А. Б.* Власність, контроль і конфлікт інтересів в акціонерних товариствах : монографія / А. Б. Педько. - К. : Видавн. дім "Києво-Могилян. акад.", 2008. - 325 с.
5. *Переверзев О. М.* Господарсько-правове забезпечення корпоративного контролю в акціонерних товариствах : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук : спец. 12.00.04 "Господарське право; господарсько-процесуальне право" / О. М. Переверзев. - Донецьк, 2004. - 20 с.
6. *Поважний О. С.* Корпоративне управління : навч. посіб. / О. С. Поважний. - Донецьк : Норд-Прес, 2005. - 337 с.
7. *Черпак А. Є.* Розвиток корпоративного контролю в умовах трансформації економіки : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.06.01 "Економіка, організація і управління підприємствами" / А. Є. Черпак. - К., 2006. - 20 с.
8. Проект Закону України про внесення змін до деяких законів України щодо посилення контролю Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за учасниками фондового ринку. - Режим доступу : <http://www.ssmsc.gov.ua/RAProject.aspx?RAProjectID=506>
9. Проект Закону України про внесення змін до деяких законодавчих актів щодо інсайдерської інформації. - Режим доступу : <http://www.ssmsc.gov.ua/RAProject.aspx?RAProjectID=472>