

**Карпенко Г.В.,**

кандидат економічних наук,  
учений секретар  
Академії фінансового управління  
Міністерства фінансів України

**Данькевич А.П.,**

старший викладач кафедри економічної теорії  
Національного університету ДПС України

## **НОРМАТИВНО-ПРАВОВЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ: ПРОБЛЕМИ ЗАЛУЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙ НА ВІТЧИЗНЯНІ ПІДПРИЄМСТВА**

*Статтю присвячено дослідженню основних проблем нормативно-правового забезпечення ефективного корпоративного управління в Україні, зокрема підвищенню рівня захисту прав акціонерів та достовірності і прозорості подання й розкриття акціонерними товариствами інформації щодо їхньої діяльності.*

*The article investigates the main problems of normative-legal provision of efficient corporate management in Ukraine, in part the higher level of shareholders' rights protection, validity and transparency of submitting and disclosing by joint-stock societies of information as to their activities.*

Проблема ефективного регулювання корпоративних відносин в Україні набула актуальності ще в 1990-ті роки, коли після розвалу командно-адміністративної системи з'явилися перші акціонерні товариства (АТ). Серед цілої низки проблем, пов'язаних із їх функціонуванням, особливо яскраво постало питання щодо захисту прав акціонерів (зокрема міноритарних) та підвищення прозорості розкриття інформації в АТ.

Сьогодні окреслені проблеми не менш актуальні, адже останні роки позначилися цілою низкою корпоративних скандалів та заявами про рейдерські атаки на українські підприємства. Далеко не останнє місце серед причин цих негативних явищ посідає низький рівень корпоративного управління, що частково є наслідком незахищеності прав акціонерів.

Треба сказати, що такі явища не лише завдають шкоди інвестиційному іміджу України на світовому ринку капіталів, а й дестабілізують економічну ситуацію всередині країни, знижуючи ефективність функціонування вітчизняних корпорацій. Підтвердженням сказаного є результати опитувань. Так, провідною світовою консалтинговою компанією "McKinsey" у 2003 році проведено опитування акціонерів щодо ситуації з корпоративним управлінням у різних регіонах світу, під час якого ставалося питання і про те, скільки вони готові платити за хороше корпоративне управління на розвинених ринках і таких, що розвиваються. В опитуваннях, що

проводилися за сприяння Світового банку, професора Сенгйонга Парка з Університету Йонсі й регіональних представництв журналу “Institutional Investor”, узяли участь більш ніж 200 інституційних інвесторів, які сукупно керують активами на суму понад 3 трлн дол. США<sup>1</sup>.

Згідно з результатами цих опитувань близько 75 % інвесторів зазначили, що у процесі прийняття рішення щодо інвестування в компанію вони вважають практику функціонування ради директорів не менш важливою, ніж її фінансові показники. Понад 80 % респондентів зазначили, що за різних фінансових показників двох компаній вище цінуватимуться акції компанії з якісним корпоративним управлінням.

Як відомо, структура корпоративного управління відповідає умовам і особливостям кожної конкретної країни та складається під впливом таких чинників:

- законодавчої бази, що регулює права й обов’язки сторін, які беруть участь у корпоративному управлінні;
- практики ділових взаємозв’язків, що складаються у країні;
- статуту корпорації та її внутрішніх документів.

На нашу думку, найважливішим серед перелічених чинників є законодавча база. До того ж це основний фактор, який підлягає державному регулюванню, адже відмінності у статутах у рамках законодавчого поля регулюють та ініціюють самі корпорації, а практика ділових взаємозв’язків залежить від цілої низки чинників, які не підлягають державному регулюванню (наприклад, національний менталітет). Отже, держава може виступати ініціатором поліпшення якості корпоративного управління переважно через зміни в законодавчому полі.

Окреслені проблеми корпоративного управління в Україні потребують невідкладного розв’язання, тому введення в дію нових законодавчих актів, які ефективніше регулювали би питання захисту прав інвесторів у АТ і передбачали заходи із протидії рейдерським захопленням, було б дуже доречним.

Аналіз останніх досліджень і публікацій свідчить про те, що в сучасній економічній літературі теоретичні аспекти розбудови корпоративного управління висвітлюються досить широко, зокрема, розглядаються його моделі, методи, узагальнюється досвід становлення й розвитку корпоративних відносин тощо. Цій тематиці присвячено праці низки видатних науковців: О. Амоші, В. Андропова, В. Антонова, Г. Астапової, Т. Долгопятової, В. Євтушевського, В. Задихайла, Ю. Іванова, О. Кібенко, Г. Клейнера, Г. Козаченка, Е. Кореневої, М. Круглова, С. Масютіна, Г. Назарової, М. Прокопенка, О. Радигіна, В. Россінського, С. Румянцева, А. Сірка, М. Старовойтова, І. Храбрової та ін.

---

<sup>1</sup> Кумз П. Ціна корпоративного управління / П. Кумз, М. Вотсон, К. Кампос, Р. Ньюел, Г. Вілсон // Український діловий тижневик “Контракти”. — 2003. — № 36. — 8 вер. — <http://www.kontrakty.com.ua/show/ukr/article/638/362003638.html>.

Разом із тим дослідження названих науковців мають переважно теоретичний характер, у них приділяється мало уваги розробці суто практичних рекомендацій щодо поліпшення функціонування корпорацій в Україні та країнах СНД, зокрема внесення відповідних змін у нормативно-правове поле держави, які сприятимуть підвищенню економічної ефективності функціонування вітчизняних акціонерних товариств і формуванню позитивного інвестиційного іміджу України серед іноземних інвесторів.

З огляду на викладене метою даної статті є аналіз чинної нормативно-правової бази України, що регулює діяльність акціонерних товариств, та висунення практичних рекомендацій щодо її вдосконалення.

Одним із базових документів, що визначає напрями реорганізації й подальшої розбудови ринків капіталу в Україні, можна вважати Концепцію Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні<sup>2</sup>. В цьому документі наведено перелік причин відставання національного ринку капіталу від світових ринків, у тому числі недосконалості корпоративного управління. Зокрема, це:

- недосконалість законодавства, що регулює діяльність на ринках капіталу;
- наявність проблем у корпоративному секторі та незахищеність прав інвесторів;
- низький рівень торговельної активності на вітчизняному ринку акцій унаслідок того, що контрольні пакети акцій належать великим власникам, які не зацікавлені в додаткових емісіях;
- нерозвиненість сектору інституційних інвесторів, зокрема відсутність інвестиційних банків, потужних інвестиційних компаній, страхових компаній зі спеціалізацією на інвестиційному страхуванні, венчурних фондів інноваційного спрямування;
- недостатнє висвітлення інформації про емітентів, професійних учасників ринку цінних паперів, ризики стосовно фінансових інструментів, що не дає змоги інвесторові реально оцінити вартість і потенціал українських підприємств, приймати виважені інвестиційні рішення<sup>3</sup>.

Крім того, розпорядженням Кабінету міністрів України від 07.03.2006 № 131-р затверджено План заходів з реалізації Основних напрямів розвитку фондового ринку України на 2006—2010 роки, де за кожним із пріоритетних пунктів передбачається низка відповідних вельми важливих для економіки заходів. Зокрема, серед заходів, що сприяють поліпшенню захисту прав акціонерів можна виокремити *впровадження в діяльність вітчизняних АТ загальноприйнятих міжнародних принципів корпоративного управління*.

---

<sup>2</sup> Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні: Розпорядження Кабінету Міністрів України від 08.11.2007 № 976-р. — <http://www.zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=976-2007-%F0>.

<sup>3</sup> Там само.

Зрозуміло, що побудова корпоративного управління має здійснюватися на певних загальноприйнятих засадах, запровадження яких у сфері корпоративних відносин повинне привести до підвищення “корпоративної культури” та до забезпечення ефективного співробітництва як усередині корпорацій, так і між ними<sup>4</sup>. Крім того, запровадження цих засад дає змогу створювати універсальні акти переважно рекомендаційного характеру. Вони називаються *кодексами корпоративного управління*. Міжнародні організації, які розробляють такі кодекси, здебільшого пов’язані з ринком цінних паперів, а механізми їх застосування допомагають забезпечити міжнародну співпрацю у сфері обігу цінних паперів.

При цьому *національні кодекси* створюються у країнах, де існує централізоване регулювання ринку цінних паперів або ж діяльність учасників ринку координується (наприклад, Сорок рекомендацій з корпоративного управління в Нідерландах або Кодекс найкращої практики у Швейцарії). *Кодекси, розроблені окремими учасниками ринку*, можуть впливати на ринок у цілому тільки за умови наявності відповідних законодавчих чи організаційних механізмів (наприклад, Глобальні принципи корпоративного управління CalPERS)<sup>5</sup>.

Якщо узагальнити світову практику щодо створення кодексів корпоративного управління, можна простежити певні тенденції та зробити відповідні узагальнення. Так, усіма подібними документами визнаються такі основні принципи корпоративного управління:

- 1) забезпечення захисту прав акціонерів;
- 2) дотримання прав зацікавлених осіб та забезпечення їх участі в роботі корпорації;
- 3) відповідність системи розкриття інформації про діяльність корпорації критеріям прозорості, об’єктивності й достовірності;
- 4) виконання основних прописаних законом процедур при поглинанні компанії та захисних заходів щодо протидії рейдерству;
- 5) дотримання певних вимог щодо керівництва компанією, які включають, зокрема, відсутність конфлікту інтересів, прозорість щодо висунення кандидатів до ради директорів, наявність свободи дій у керівництва, щоб робити відповідні пропозиції і втілювати корпоративну стратегію;
- б) висунення стандартних вимог до аудиту й бухгалтерської звітності, серед яких забезпечення належного внутрішнього аудиту, щорічне проведення незалежних аудиторських перевірок фахівцями, які обираються на загальних зборах акціонерів, та ін.

Із метою вдосконалення механізмів захисту прав інвесторів у вересні 2008 року було ухвалено нову редакцію Закону України “Про акціонерні товариства” (*дали* —

---

<sup>4</sup> *Абрамов Я.* Принципи корпоративного управління у світі. Чи слід їх запроваджувати в Україні. — [http://www.contora.com.ua/m\\_resource/s\\_stat1/](http://www.contora.com.ua/m_resource/s_stat1/)

<sup>5</sup> *Там само.*

Закон)<sup>6</sup>. Це має сприяти поліпшенню інвестиційного клімату у країні, адже в даній редакції враховано наведені вище принципи корпоративного управління, завдяки чому посилюється правовий захист власника та зміцнюються права міноритарних акціонерів. Отож Закон має стати ефективним інструментом протидії рейдерству, важливим кроком до посилення корпоративної безпеки бізнесу.

Слід підкреслити, що Закон поширюється на всі АТ, які створюються після його ухвалення, та на існуючі відкриті акціонерні товариства, котрі протягом 5 років після набуття ним чинності зобов'язані привести установчі документи у відповідність до нього. При цьому закриті акціонерні товариства не підпадають під дію нового закону та керуються у своїй діяльності власними статутами й чинним Законом України “Про господарські товариства”, проте створення нових ЗАТ відбувається вже за умов, визначених у Законі “Про акціонерні товариства”<sup>7</sup>.

Безумовним плюсом Закону є те, що він чітко визначає компетенцію органів акціонерного товариства, встановлює механізми їх взаємодії та регулює питання підзвітності й підконтрольності менеджменту. Також ним встановлено вимоги щодо кворуму загальних зборів акціонерів на рівні 50 %, що має знизити ризик блокування проведення загальних зборів. Із цією ж метою передбачене обов'язкове повторне скликання загальних зборів не пізніше 20 днів від дати, встановленої для зборів, що не відбулися через відсутність кворуму<sup>8</sup>.

До виключної компетенції загальних зборів зараховано повноваження щодо обрання й відкликання голови виконавчого органу, але наглядовій раді надається право відсторонити його від виконання повноважень та призначити тимчасово виконуючого обов'язки до прийняття загальними зборами відповідного рішення. До компетенції наглядової ради також зараховано питання стосовно обрання й відкликання членів виконавчого органу, а також встановлення розміру їх винагороди.

Раніше українським законодавством передбачалась можливість формувати наглядову раду виключно з числа акціонерів, а новим законом дозволено обирати її членом як акціонера, так і його представника. Цим розв'язується проблема формування наглядової ради в АТ, учасниками яких є юридичні особи.

Законом комплексно регулюються питання, пов'язані з реалізацією основних прав акціонерів, зокрема збалансовано інтереси власників контрольних пакетів, дрібних акціонерів і власників привілейованих акцій. Власники великих пакетів акцій отримують можливість контролювати рух активів підприємства завдяки передбаченому Законом порядку укладання значних правочинів (на суму від 10 % вартості

---

<sup>6</sup> Про акціонерні товариства: Закон України від 17.09.2008 № 514-VI // Відомості Верховної Ради України. — 2008. — № 50—51. — Ст. 384.

<sup>7</sup> Уже існуюче ЗАТ буде змушене привести свою діяльність у відповідність до нового закону тільки в разі збільшення ним статутного капіталу та емісії цінних паперів.

<sup>8</sup> *Щербина О.* Перші кроки на шляху до нового Закону “Про акціонерні товариства” // Щотижнева правова газета “Правовий тиждень”. — 2007. — № 42 (63). — 16 жов. — <http://www.legalweekly.com.ua/article/?uid=102>.

активів товариства) та правочинів із заінтересованістю (коли посадова особа товариства або акціонер має особисту зацікавленість в угоді, що укладається товариством). Відповідно до Закону рішення про вчинення таких правочинів приймаються наглядовою радою, а в деяких випадках — загальними зборами акціонерів.

Акціонери, які володіють великими пакетами акцій, захищаються від втрати контролю над підприємством завдяки врегулюванню порядку придбання значного пакета акцій (понад 50 % простих акцій). Так, особа, котра має намір придбати значний пакет, зобов'язана заздалегідь подати товариству письмове повідомлення про свій намір та оприлюднити його через ДКЦПФР, біржу, на якій товариство пройшло процедуру лістингу, і ЗМІ. При цьому загальними зборами товариства може бути прийняте рішення про вжиття заходів, що перешкоджають придбанню значного пакета. Якщо придбання такого пакета відбулося, акціонери товариства отримують гарантоване право вимагати від його власника викупу належних їм акцій за ринковою вартістю. Слід зазначити, що подібний порядок придбання значного пакета передбачено законодавством багатьох країн світу, але він є принципово новим для України.

Закон передбачає також гарантії захисту інтересів дрібних акціонерів у разі прийняття загальними зборами певних рішень, а саме:

- про припинення товариства (крім ліквідації);
- про вчинення значного правочину, зміну розміру статутного капіталу;
- про незастосування переважного права акціонерів при додатковій емісії акцій у приватному товаристві.

У таких випадках акціонерам, котрі голосували проти прийняття зазначених рішень, надається право вимагати від акціонерного товариства викупити належні їм акції за ринковою вартістю<sup>9</sup>.

Для підвищення привабливості привілейованих акцій, що на сьогодні становлять мізерну частку ринку цінних паперів, Законом надано їх власникам додаткові права, зокрема право голосу на загальних зборах при вирішенні таких питань, як конвертація привілейованих акцій цього класу у привілейовані акції іншого класу, прості акції або інші цінні папери, внесення змін до статуту, якими обмежуються права власників привілейованих акцій цього класу, розміщення нового класу привілейованих акцій, власники яких матимуть певні переваги, або збільшення обсягу прав власників привілейованих акцій інших класів.

Крім того, власникові привілейованих акцій надається право вимагати від товариства викупу належних йому акцій за ринковою ціною, якщо на загальних зборах він проголосував проти прийняття останнього з перелічених рішень.

Також замість звичного поділу АТ на відкриті й закриті їх поділено на публічні і приватні, відмінності між якими полягають у такому:

---

<sup>9</sup> Шербина О. Перші кроки на шляху до нового Закону “Про акціонерні товариства” // Щотижнева правова газета “Правовий тиждень”. — 2007. — № 42 (63). — 16 жов. — <http://www.legalweekly.com.ua/article/?uid=102>.

- публічне АТ може здійснювати як приватне, так і публічне розміщення акцій, тоді як приватне — тільки приватне розміщення;
- публічне АТ має пройти процедуру лістингу принаймні на одній фондовій біржі;
- акції публічного АТ відчужуються без згоди інших акціонерів, при цьому статутом приватного АТ може передбачатися переважне право на придбання акцій, що продаються акціонерами;
- грошова оцінка майна, що вноситься до статутного капіталу публічного АТ, має відповідати його ринковій вартості;
- в публічному АТ голосування на загальних зборах відбувається з обов'язковим використанням бюлетенів, а при обранні наглядової ради й ревізійної комісії обов'язково застосовується процедура кумулятивного голосування (спеціальний порядок голосування, що дає змогу дрібним акціонерам обирати до складу органу управління своїх представників);
- публічне АТ зобов'язане мати власну веб-сторінку в мережі Інтернет, де розміщується інформація, що підлягає опублікуванню;
- публічне АТ зобов'язане повідомляти біржу, на якій воно пройшло процедуру лістингу, про: а) скликання загальних зборів, б) внесення змін до порядку денного загальних зборів; в) прийняття рішення про виплату дивідендів, г) прийняття рішення про припинення товариства шляхом поділу, виділення, перетворення, злиття або приєднання.

Слід зауважити, що деякі фахівці вважають такий поділ недоліком нового закону, адже ним не встановлено правил трансформації АТ, не зрозуміло, чи обов'язково ВАТ має стати публічним, а ЗАТ — приватним. Зокрема, стаття 5 Закону встановлює, що кількість акціонерів приватного товариства не може перевищувати 100 осіб. При цьому в ньому не прописано порядок дій приватного товариства в разі, якщо кількість його акціонерів перевищить цю цифру, ніде не сказано про обов'язковість зміни типу товариства на публічне. Та й санкції за недотримання вказаної норми не передбачені. Так само не встановлено терміну, протягом якого потрібно змінити тип АТ. На нашу думку, така правова невизначеність може бути використана на шкоду товариству та його акціонерам.

Окрім того, введення нового поділу потребуватиме внесення змін у статутні документи вітчизняних компаній або навіть їх перереєстрації, що триватиме майже рік. У окремих товариствах, які мають велику кількість акціонерів похилого віку, можуть виникнути труднощі з переходом, наприклад, на бездокументарну форму акцій, оскільки їх запровадження потребуватиме роз'яснювальної роботи серед акціонерів.

Ще одним спірним постулатом Закону можна вважати частину 1 статті 24, що зобов'язує публічне АТ пройти процедуру лістингу та залишатися в біржовому реєстрі принаймні на одній фондовій біржі. При цьому Законом знов-таки не визначено терміну, протягом якого має бути проведена процедура лістингу, та не встановлено відповідальності за її непроведення або делістинг.

В Україні під дію нового Закону “Про акціонерні товариства” підпадають тисячі компаній як такі, що мають усі ознаки публічного товариства, зокрема за кількістю акціонерів. І вони будуть зобов’язані пройти процедуру лістингу. Разом із тим лише незначна частина таких товариств відповідають вимогам, які встановлені Положенням про функціонування фондових бірж, затвердженим Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України від 19.12.2006 № 1542: для внесення до котирувального списку тільки другого рівня лістингу компанія-емітент повинна мати вартість чистих активів і річний дохід від реалізації товарів, не нижчі від 50 млн грн. Отже, створюються умови, за яких значна кількість емітентів через об’єктивні причини не зможе виконати законодавчу вимогу щодо проходження процедури лістингу<sup>10</sup>.

Закон також встановлює, що у приватному АТ обрання членів наглядової ради відповідно до ст. 53 може здійснюватися одним зі способів, визначених у статуті: або шляхом кумулятивного голосування, або за принципом пропорційності представництва у складі ради акціонерів відповідно до кількості належних останнім голосуючих акцій.

На думку авторів, дозволений Законом принцип пропорційного представництва на практиці може бути використаний із метою усунення міноритарних акціонерів від участі в управлінні. Адже АТ може запровадити правило “кожним X % акцій — 1 місце в наглядовій раді” й таким чином позбавити акціонерів, які володіють пакетом, меншим ніж X % акцій, права бути обраними до наглядової ради.

Ще однією важливою проблемою, якої, на жаль, не розв’язує новий Закон, є те, що залишилась чинною норма, що загальні збори акціонерного товариства мають кворум за умови реєстрації для участі в них акціонерів, котрі разом володіють не менш ніж 60 % голосуючих акцій. Тому, як і раніше, майже неможливо протистояти свідомому зриву зборів акціонерів.

Зазначені неточності в законодавстві можуть спричинити плутанину, яка перешкоджатиме господарській діяльності товариств та в кінцевому підсумку може призвести до реєстраційної тяганини або навіть до зриву їх роботи. Крім того, як видно із проведеного аналізу, Закон не повною мірою унеможливує свідомий саботаж зриву акціонерних зборів, що є складовою поширеної схеми рейдерських атак.

Недосконалість нового Закону “Про акціонерні товариства” може стимулювати подальше внесення змін до нього або спричинити появу цілої низки роз’яснювальних підзаконних актів та інших подібних документів, які значно ускладнять діяльність вітчизняних АТ і послаблять їхні позиції на ринку через зниження привабливості для акціонерів (особливо іноземних), що аж ніяк не сприятиме залученню в економіку країни іноземних інвестицій.

---

<sup>10</sup> Шербина О. Новели Закону “Про акціонерні товариства”: поділ товариств на публічні та приватні, аналіз окремих недоліків закону // Юридичний радник. — 2009. — № 1.