

О.М. Сафронова

ОСНОВНІ СТРАТЕГІЇ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМИ ПАКЕТАМИ АКЦІЙ В СУЧАСНИХ УМОВАХ УКРАЇНИ

Реалізація цілей участі держави в капіталі акціонерних товариств значною мірою залежить від структури володіння нею пакетами акцій цих компаній – їх кількісного та якісного складу, а також від ефективності управління зазначеними активами.

Оцінюючи під цим кутом зору сучасну структуру державних пакетів акцій в Україні¹, слід визнати її неоптимальною. Зокрема, на теперішній час майже 40% корпоративного портфеля держави становлять дрібні пакети акцій (до 10% статутного фонду товариств), які не були реалізовані згідно із планами приватизації підприємств і нині не користуються попитом. Держава володіє контрольними пакетами акцій 363 компаній з числа 1562 господарських товариств, в яких є її частка у статутному фонді. Це означає, що лише у п'ятій частині відповідних ВАТ держава має право контролю за їх діяльністю. Варто також зазначити, що внаслідок відсутності коштів на викуп акцій додаткових емісій у бюджеті країни закріплені за державою контрольні та блокуючі пакети поступово “розмиваються” і вже не забезпечують її необхідного впливу на процес прийняття рішень у цих компаніях.

У сучасній структурі володіння державою пакетами акцій значний сегмент займають активи підприємств, щодо яких порушено провадження у справі про банкрутство (567 господарських товариств, або 36% від їх загальної кількості). Набули поширення численні схеми “тіньової” приватизації державного майна. Так, нерідкими є випадки, коли передані до статутного фонду державних холдингових компаній пакети акцій розпродаються за рішеннями їх керівництва поза межами приватизаційного законодавства².

При цьому процес організаційно-змістовної взаємодії органів виконавчої влади, що здійснюють функції з управління державними пакетами акцій, та їх представників у керівних структурах компаній є недосконалим. Нечіткий розподіл відповідних повноважень призводить до слабкої координації діяльності ФДМУ та інших уповноважених органів виконавчої влади, її дублювання за наявності певних зон, практично вільних від управлінського впливу держави.

Як результат такого стану, реалізація цілей участі держави в капіталі акціонерних товариств, насамперед, довгострокових соціально-економічних завдань набуття державою статусу акціонера, в сучасних умовах України надзвичайно ускладнюється і досить часто призводить до загострення конфліктних ситуацій на внутрікорпоративному рівні.

У лютому 2004 р. урядом країни були затверджені “Основні концептуальні підходи до підвищення ефективності управління корпоративними правами держави”³. Цим документом передбачено здійснення вже протягом найближчого часу низки заходів правового, організаційного, фінансового, адміністративного характеру, спрямованих на вирішення

найбільш нагальних проблем, пов'язаних із володінням державою пакетами акцій виробничих компаній. По суті, нині опрацьовуються певні управлінські процедури забезпечення оперативного й тактичного впливу держави на об'єкти її власності в корпоративному секторі економіки країни. Однак це не виключає, а навпаки, актуалізує завдання розробки стратегій управління зазначеним майном. На думку автора статті, саме навколо заздалегідь визначених стратегій управління державними пакетами акцій, на підставі їх ранжування та з урахуванням ймовірних ризиків їх втілення мають зосереджуватися необхідні заходи оперативного й тактичного плану. Виконання цієї вимоги забезпечуватиме узгодженість впливу держави як власника відповідних активів, її адаптованість до змін ринкового середовища, а відтак – прогнозованість, послідовність і системність реалізації цілей участі держави в капіталі акціонерних компаній.

Серед останніх публікацій, присвячених вирішенню проблеми удосконалення управління державними активами в корпоративному секторі економіки України, варто відзначити статті М.В.Чечетова, І.О.Жадан⁴, Є.М.Григоренка⁵, В.Міщенко, С.Науменкової⁶, Л.І.Тараш⁷. У цих роботах доведено, що управління зазначеними об'єктами власності держави є різноплановою і багатоаспектною діяльністю уповноважених органів виконавчої влади та їх представників у керівних структурах компаній. Дослідниками зроблено висновок, що розвиток такої діяльності потребує системного підходу та передбачає розробку й запровадження низки стратегій, зорієнтованих насамперед на досягнення довгострокових цілей набуття державою статусу акціонера виробничих компаній.

Втім, підґрунтя втілення зазначених стратегій – диференціація пакетів акцій, які належать державі у статутному фонді господарських товариств, доцільні засоби організаційно-правового та фінансово-економічного впливу держави щодо їх різних груп описані в згаданих публікаціях лише у загальному вигляді.

З огляду на це метою даної статті є визначення основних стратегій управління державними пакетами акцій в сучасних умовах України на підставі виокремлення якісно різноманітних груп зазначених активів, а також конкретизації необхідних засобів та умов втілення найбільш прийнятних сценаріїв реалізації зазначених стратегій.

У статті під стратегією управління державними пакетами акцій розуміється певна програма – система взаємоузгоджених цілей, рішень та засобів їх реалізації, згідно з якою діє держава як власник відповідних активів протягом тривалого періоду часу (принаймні, протягом 3–5 років).

Вихідним пунктом розробки стратегій управління державними пакетами акцій є виокремлення різних груп цих активів. Ураховуючи нинішній стан розвитку цієї сфери господарських відносин, за основу такої диференціації доцільно взяти два базових критерії. Перший з них пов'язується з величиною відповідного пакета, оскільки володіння державою саме контрольним пакетом акцій (тобто понад 50% статутного фонду підприємства) забезпечує її визначальний вплив на прийняття управлінських рішень в господарському товаристві. Другий критерій характеризується

рівнем дохідності того чи іншого пакета, тобто можливістю отримання дивідендів на підставі володіння відповідними активами. Варто зазначити, що вибір цих критеріїв зумовлюється не формальними ознаками щодо термінів перебування у державній власності пакетів акцій, а роллю і значенням відповідних товариств в економіці країни, потребами забезпечення державного впливу на їх діяльність та альтернативними можливостями його забезпечення. Відповідно до встановлених критеріїв всі пакети акцій, які на даний час знаходяться у державній власності, можуть бути розподілені на чотири основні групи (таблиця).

Таблиця

Розподіл державних пакетів акцій за їх величиною у статутному фонді акціонерних товариств та дохідністю *

Групи державних пакетів акцій	Володіння державою контрольним пакетом акцій	Отримання державою дивідендів на підставі володіння пакетом акцій
1	–	–
2	+	–
3	+	+
4	–	+

* “+” – зазначена характеристика властива цій групі;

“–” – зазначена характеристика не властива цій групі.

Складено автором.

До першої групи належать пакети, які не приносять дивідендів та розмір яких не дозволяє державі контролювати діяльність відповідних господарських товариств, як правило, це пакети на рівні або менше блокуючих. Основний склад цієї групи формують залишки акцій, які не були продані в процесі реалізації планів приватизації підприємств.

До другої групи належать пакети, які на даний час не приносять доходу, але їх розмір дозволяє державі справляти визначальний вплив на прийняття управлінських рішень в компанії. Це насамперед контрольні пакети акцій, якими володіє держава у статутному фонді господарських товариств, що мають стратегічне або соціальне значення. В останньому випадку йдеться передусім про містоутворюючі підприємства, у разі закриття яких створюються численні соціальні проблеми, пов’язані із зайнятістю населення. Володіння пакетом акцій компаній, які мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави або займають монопольне становище на загальнодержавному ринку товарів дозволяє державі безпосередньо впливати на виробництво певної продукції та стан господарської кон’юнктури в країні.

До третьої групи входять пакети, володіння якими дає можливість державі не тільки суттєво впливати на управління відповідними господарськими товариствами – ці пакети є контрольними, але й забезпечувати надходження основної маси дивідендів до бюджету країни. У цій групі найбільша питома вага припадає на активи, передані до статутного фон-

ду потужних національних та державних холдингових компаній (наприклад, НАК “Нафтогаз України”, НАК “Енергетична компанія України”), а також деяких інших господарських організацій (ВАТ “Укртелеком”).

До четвертої групи належать пакети, володіння якими хоч і не передбачає визначального впливу держави на процес прийняття господарських рішень в компаніях, але все ж такі дозволяє державі отримувати певні дивідендні доходи.

Виокремлення якісно однорідних з управлінського погляду видів пакетів акцій створює можливість сформулювати адекватні їх особливостям програми (комплекси) впливу держави – їх власника. На цих засадах та з урахуванням найбільш актуальних й значущих проблем реалізації державою статусу акціонера⁸⁻¹¹ можна визначити основні стратегії управління аналізованими активами в сучасних умовах України:

- трансформація державних пакетів акцій (здійснення ефективного приватизаційного продажу);
- відтворення державних пакетів акцій (запобігання банкрутству відповідних компаній, проведення їх фінансової санації, забезпечення захисту від “розмивання” часток держави в статутному фонді підприємств);
- використання державних пакетів акцій (отримання доходів у формі дивідендів та зростання курсової вартості відповідних цінних паперів, застосування державою важелів цілеспрямованої (“крапкової”) інвестиційної, інноваційної, структурної, антимонопольної політики тощо).

Стратегію трансформації (приватизаційного продажу) акцій, які перебувають у власності держави, доцільно запроваджувати насамперед стосовно першої групи цих активів, тобто стосовно залишків недопроданих раніше акцій приватизованих підприємств. Оскільки в сучасних умовах витрати держави на управління цим майном суттєво перевищують вартість самих цих пакетів, ціна їх продажу не повинна набувати визначального значення – провідну роль в цьому разі має відігравати сам факт їх передачі до приватного сектора. Для цього потрібно максимально спростити процедури погодження рішень з питань продажу залишків акцій, розширити сферу використання найбільш стандартизованих схем приватизації – продажу через фондову біржу та на аукціонах (в тому числі – зі зниженням ціни без обмежень або без оголошення ціни). З метою забезпечення більшої динамічності приватизаційного процесу зазначені активи держави варто передати у корпоративні фонди – спеціалізовані фінансові організації, якими за певну плату керуватимуть приватні фондові компанії.

Стратегія приватизаційного продажу має застосовуватися й у відношенні акцій другої групи – державних часток у статутному фонді містотворюючих підприємств та компаній, що мають визначальне значення для економіки та безпеки країни (об’єктів приватизації групи Г). Втім, акценти у запровадженні цієї стратегії у даному разі мають бути зовсім іншими. Так, управлінський вплив уповноважених органів влади у випадку продажу акцій цієї групи має спрямовуватися головним чином на зростання їх курсової вартості та пошук потенційних інвесторів. Це потребує цілеспрямованої передприватизаційної підготовки, яка б включала й

розробку підпрограм ринкової трансформації відповідних народногосподарських комплексів. Продаж акцій містоутворюючих підприємств має супроводжуватися здійсненням низки заходів з відшкодування можливих негативних соціальних наслідків їх приватизації і передбачати створення альтернативних робочих місць у регіоні. З метою забезпечення ефективності продажу акцій стратегічних підприємств варто до існуючого переліку можливих способів приватизації включити торги з обмеженою кількістю учасників, розширити практику продажу державних активів за результатами довірчого управління ними, використовувати систему гарантованого розміщення (андеррайтингу) відповідних цінних паперів тощо.

Стосовно державних пакетів акцій, віднесених до третьої та четвертої груп, стратегія трансформації має запроваджуватися у разі прийняття рішень щодо приватизації підприємств відповідних народногосподарських комплексів – нафтогазового, електроенергетичного, зв'язку, транспорту. Оскільки в цьому випадку йдеться про приватизацію компаній системних галузей та природних монополій, на які до того ж покладаються завдання з виплати дивідендів до бюджету країни, здійснення зазначеної управлінської стратегії передбачає формування ефективних механізмів державного регулювання, підтримки і контролю за діяльністю відповідних підприємств, наявності програм їх розвитку тощо.

Необхідною умовою реалізації стратегії трансформації державних пакетів акцій у сучасних умовах є ухвалення вже найближчим часом Державної програми приватизації на 2004–2006 рр.¹²

Стратегія забезпечення відтворення державних пакетів акцій нині має спрямовуватися насамперед на вирішення проблеми банкрутства та здійснення фінансової санації підприємств, в статутному фонді яких є частка держави. Нині держава володіє пакетами акцій багатьох збиткових господарських товариств, які, за наведеними вище критеріями, належать до першої та другої груп. У цьому контексті важливо зауважити, що санація компаній, акції яких належать до першої групи, в сучасних умовах господарювання є безумовно економічно доцільною. Це визначається тим, що у разі, коли підприємство знаходиться на межі банкрутства, важко розраховувати на продаж його акцій за високими цінами. Проведення заходів з фінансового оздоровлення компаній цієї групи дозволить продати їх акції за більш високою курсовою вартістю.

Однак у випадку володіння державою пакетами акцій другої групи – стратегічних та містоутворюючих підприємств – до запровадження процедур банкрутства і санації варто підходити більш виважено. Треба брати до уваги, що через відсутність на даний час адекватного нормативно-правового забезпечення беззастережне здійснення цих заходів може суттєво зашкодити інтересам держави. З огляду на це умовою втілення стратегії відтворення щодо активів зазначеної групи є розробка низки необхідних правових документів. Мова йде, зокрема, про підготовку проекту змін до чинного законодавства з питань банкрутства в частині збільшення рівня боргів, що дають підстави для започаткування процедур банкрутства та санації з урахуванням важливості суб'єктів господарювання для держа-

ви. Доцільно також розробити Типовий план реструктуризації (досудової санації) господарських товариств з часткою держави у статутному фонді, внести зміни до нормативних документів, які на даний час регулюють порядок здійснення цих заходів з урахуванням специфіки такого роду підприємств. По кожному стратегічно важливому підприємству, яке знаходиться в критичному стані, необхідно розробити конкретний план виходу з цього становища, залучивши до цього спеціалізовані інжинірингові та консалтингові фірми. Ці заходи мають поєднуватися з прискоренням формування повної бази даних про санацію і банкрутство підприємств з державною часткою у статутному фонді, створенням умов для вільного доступу до неї потенційних інвесторів, а також передбачати запровадження дієвих механізмів виявлення штучного банкрутства таких компаній, спроб заниження рівня їх капіталізації тощо.

Актуальною проблемою, розв'язання якої потребує реалізації стратегії відтворення аналізованих активів, є організація додаткових емісій акцій в господарських товариствах з часткою держави у статутному фонді. На підприємствах, акції яких мають бути приватизовані вже найближчим часом (тобто таких, що входять до складу першої групи), додаткова емісія не повинна здійснюватися до моменту їх продажу, аби не перенаповнювати фондовий ринок.

Додержання вимоги щодо термінів проведення додаткового випуску акцій компаній, які належать до інших груп, не є суттєвим. Важливого значення в цьому разі набуває створення спеціального фонду для викупу державою таких цінних паперів та розробка механізмів визначення пріоритетності фінансування відповідних заходів щодо конкретних господарських товариств. Умовами запровадження стратегії відтворення стосовно цих активів є вирішення питань відносно резервування в державному бюджеті необхідних для зазначених цілей коштів, внесення відповідних змін до чинного бюджетного законодавства, підготовки необхідного нормативно – методичного супроводу оцінки перспективності проектів, на впровадження яких витратяться ці інвестиції тощо.

Варто однак зауважити, що викуп акцій додаткового випуску в сучасних умовах не завжди є найбільш прийнятним для держави варіантом отримання необхідного фінансового (комерційного) ефекту від участі в капіталі господарських товариств. Цілком ймовірно, що ціна пакета, що належатиме державі після “розмивання”, за рахунок ефективного менеджменту залучених зовнішніх ресурсів буде навіть вищою за ту, яка встановлюється для більшого за розміром пакета. Цю обставину важливо взяти до уваги при вирішенні питань стосовно викупу акцій додаткових емісій конкретних компаній третьої та особливо четвертої груп, тобто тих, в статутному фонді яких держава бере участь насамперед з метою забезпечення надходжень дивідендів до бюджету.

У межах реалізації стратегії відтворення державних пакетів акцій необхідна увага має приділятися альтернативним можливостям подолання тенденції щодо “розмивання” державних часток у статутному фонді господарських товариств. Так, альтернативою викупу цінних паперів до-

даткових емісій у випадку їх віднесення до другої групи може бути запровадження інституту “золотої акції”. Закріплення “золотої акції” за державою означатиме набуття нею права вето стосовно найбільш суттєвих питань діяльності відповідних підприємств, що й забезпечуватиме необхідні юридичні підстави для досягнення економічних та соціальних пріоритетів розвитку країни. При цьому перелік питань, стосовно вирішення яких держава набуватиме зазначеного права вето, має бути заздалегідь визначеним й вичерпним. Оскільки запровадження інституту “золотої акції” у вже діючих господарських товариствах може призвести до порушення прав їх недержавних учасників, доцільно його використовувати тільки стосовно новостворених компаній, в яких держава поки що є єдиним акціонером. На діючих підприємствах додаткова емісія акцій може бути замінена випуском корпоративних облігацій. З урахуванням цих міркувань умовою втілення зазначеної стратегії є внесення необхідних змін до чинних Законів України “Про господарські товариства”, “Про цінні папери та фондову біржу” та низки інших правових актів.

Результатом втілення стратегій трансформації та відтворення державних пакетів акцій має стати приведення структури володіння державою цими активами у відповідність до потреб реалізації цілей її участі в капіталі господарських товариств. Однак додержання цієї вимоги автоматично не забезпечує вирішення проблеми налагодження ефективної системи управління об’єктами державної власності в корпоративному секторі економіки. З огляду на це актуальності набуває реалізація стратегії використання державних пакетів акцій.

У сучасних умовах ця стратегія має поширюватися на всі групи аналізованих активів та передбачати забезпечення умов стабільної роботи відповідних товариств, розвиток їх цільової виробничої діяльності. Налагодження ефективної системи використання державних пакетів акцій, по суті, є додатковим засобом проведення інвестиційної, інноваційної, структурної, антимонопольної політики держави, забезпечення її цілеспрямованості шляхом адресного, “крапкового” впливу на процес прийняття управлінських рішень в конкретних компаніях.

Основними засобами реалізації зазначеної стратегії виступають: встановлення завдань та регламентація діяльності представників ФДМУ та інших уповноважених органів державної влади у спостережних радах та ревізійних комісіях товариств, застосування механізмів держзамовлення, пільгового кредитування. Стосовно активів, віднесених до другої та третьої груп, запровадження цієї стратегії передбачає (у випадку необхідності) заміну вищих менеджерів, здійснення моніторингового контролю за фінансово-економічними показниками діяльності відповідних підприємств тощо. Умовами реалізації стратегії використання державних пакетів акцій є прийняття Закону України “Про акціонерні товариства”, розробка регламенту реалізації прав держави як акціонера, а також низки нормативно-методичних рекомендацій з питань участі представників держави в органах управління компаніями.

Пріоритетними варіантами використання пакетів акцій третьої та четвертої груп мають бути ті, що забезпечують надходження до державного

бюджету істотних дивідендів при умові спрямування необхідної частини прибутку на розвиток і модернізацію виробництва. Розмір дивідендів на державну частку має залежати не тільки від галузевих особливостей, як передбачено чинним порядком нарахування цих виплат¹³, але й враховувати стан справ у конкретній компанії стосовно фінансування інвестиційних та інноваційних проектів. З огляду на це варто відійти від галузевих нормативів у процесі нарахування дивідендів підприємствами, які активно займаються реструктуризацією та оновленням виробництва. Доцільно також розглянути питання про можливість реінвестування державою разом із іншими власниками всього чистого прибутку на розвиток виробництва певних компаній (насамперед таких, що мають стратегічне значення для економіки країни) при умові щільного контролю за використанням відповідних коштів.

Проведення ефективної дивідендної політики щодо компаній з часткою держави у статутному фонді можна стимулювати шляхом впровадження різного роду пільг, наприклад, через надання дозволу конвертувати дивіденди в акції, що належать державі. Для цього необхідно переглянути чинні принципи нарахування та використання державою дивідендів, сформулювати їх в оновленому варіанті Концепції корпоративно-дивідендної політики держави та розробити комплекс узгоджених заходів з їх втілення.

У контексті запровадження стратегії використання державних пакетів акцій актуальності набуває здійснення заходів з підтримки стабільної або помірковано зростаючої курсової вартості аналізованих активів. З цією метою необхідно поширювати практику укладення договорів між акціонерними товариствами, в яких держава є акціонером, з фондовими інститутами про маркет-менеджерське, депозитарне обслуговування обігу цінних паперів. Доцільно також об'єднати управління пакетами акцій третьої та четвертої груп у фінансових холдингах, створених за галузевою ознакою. Це принципово нові для нашої країни структури, які займатимуться не виробництвом або маркетингом (нині переважна більшість державних холдингових компаній спрямовує свою діяльність саме на ці сфери діяльності), а передусім – здійсненням контролю за фінансовими потоками підприємств, що будуть входити до їх складу, укріпленню їх позицій на фондовому ринку.

Найбільш загальною умовою втілення стратегії використання державних пакетів акцій є розробка єдиної програми державного корпоративного управління, що має розраховуватися принаймні на п'ять років. У зазначеному документі, зокрема, мають бути сформульовано пріоритети участі держави в корпоративних відносинах, визначено кількісні та якісні орієнтири їх реалізації (у випадку необхідності – з регіонально-галузевою деталізацією). Розробка такого документа була передбачена Указом Президента України від 21.03.2002 р. №280/2002 “Про заходи щодо розвитку корпоративного управління в акціонерних товариствах”¹⁴, однак на теперішній час реальних кроків у цьому напрямку органами державної влади поки що не зроблено.

За сучасних умов в Україні набуває актуальності запровадження стратегічного підходу до управління об'єктами власності держави в корпоративному секторі економіки. На підставі виокремлення якісно різних груп

аналізованих активів визначено, що нині провідну роль відіграють стратегії, спрямовані на трансформацію, відтворення та використання державних пакетів акцій. Реалізація кожної з визначених стратегій передбачає здійснення низки конкретних заходів, а також додержання необхідних передумов їх запровадження.

На думку автора статті, найбільш перспективними подальшими розвідками в даному напрямі є: визначення ступеня ризикованості та ймовірності здійснення необхідних заходів, оцінка їх ефективності, виявлення альтернативних варіантів їх реалізації, аналіз впливу факторів зовнішнього оточення з урахуванням можливості виникнення тих або інших ситуацій, планування необхідних ресурсів та розробка інших питань, пов'язаних із змістовним наповненням основних стратегій управління державними пакетами акцій.

¹ *Звіт* про результати діяльності органів приватизації з управління корпоративними правами держави у 2003 році: Інформаційно-видавничий центр ФДМУ, 2004. – 15 с.

² *Боротьба з корупцією – життєво необхідна справа*: Виступ Президента України Л.Д.Кучми на Всеукраїнській нараді з проблем боротьби з організованою злочинністю і корупцією та захисту прав людини // Урядовий кур'єр. – 31.01.2004 р. – №19. – С.3–4.

³ Про затвердження Основних концептуальних підходів до підвищення ефективності управління корпоративними правами держави: Постанова Кабінету Міністрів України від 11.02.2004 р. №155 // Офіційний вісник України. – 2004. – №6. – ст.327.

⁴ *Чечетов М., Жадан І.* Удосконалення управління державними корпоративними правами – стратегічний напрям ринкових перетворень в Україні // Економіка України. – 2001. – №2. – С.4–12.

⁵ *Григоренко Є.М.* Корпоративний портфель держави: проблеми управління ним та можливі шляхи їх вирішення // Про приватизацію: Державний інформаційний бюлетень. – 2004. – №3. – С.2–6.

⁶ *Мищенко В., Науменкова С.* Проблеми вдосконалення управління державними корпоративними правами // Економіка України. – 2002. – №5. – С.29–36.

⁷ *Таращ Л.І.* Экономический аспект управления государственной акционерной собственностью // Актуальні проблеми економіки. – 2003. – №11. – С.21–34.

⁸ *Чечетов М., Жадан І.* Удосконалення управління державними корпоративними правами – стратегічний напрям ринкових перетворень в Україні // Економіка України. – 2001. – №2. – С.4–12.

⁹ *Григоренко Є.М.* Корпоративний портфель держави: проблеми управління ним та можливі шляхи їх вирішення // Про приватизацію: Державний інформаційний бюлетень. – 2004. – №3. – С.2–6.

¹⁰ *Мищенко В., Науменкова С.* Проблеми вдосконалення управління державними корпоративними правами // Економіка України. – 2002. – №5. – С.29–36.

¹¹ *Таращ Л.І.* Экономический аспект управления государственной акционерной собственностью // Актуальні проблеми економіки. – 2003. – №11. – С.21–34.

¹² *Про Державну програму приватизації на 2004–2006 роки*: Проект Закону України <http://www.spfu.gov.ua/ukr/law/project 0203.html>

¹³ *Щодо Концепції корпоративно-дивідендної політики держави*: Наказ ФДМУ №1262 від 16.07.2002 р. // Українська інвестиційна газета. – 30.07.2002 р. – №30. – С. 24.

¹⁴ *Про заходи щодо розвитку корпоративного управління в акціонерних товариствах*: Указ Президента України від 21.03.2002 р. №280/2002 // Офіційний вісник України. – 2002. – №13. – Ст.647.