

# ІНСАЙДЕРСЬКА ТА АУТСАЙДЕРСЬКА СКЛАДОВІ СУЧАСНОГО КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ: СИСТЕМНИЙ ПІДХІД

Т. Р. Антошко,  
аспірант, факультет менеджменту та маркетингу,  
НТУУ "КПІ"

*У статті досліджуються комплекс питань, пов'язаних з процесом корпоративного управління в умовах сучасних ринкових відносин. Розглянуті теоретичні підходи стосовно визначення інсайдерської та аутсайдерської систем. Особлива увага приділяється правомірності використання інсайдерської інформації.*

*The complex of questions, concerning with the process of a corporate governance in the conditions of modern market relations is investigated. The approaches concerning definition insider and outsiders systems are analyzed. Especial attention is given to legitimacy of usage of the insider information.*

## ВСТУП

У зв'язку з розбудовою ринкової економіки в Україні перед урядом і науковцями стоїть завдання створити стійку основу для ефективного функціонування та соціально-економічного розвитку підприємств. Україна має унікальну можливість не повторювати шлях спроб і помилок, який пройшли у своєму розвитку інші країни, а одразу будувати своє майбутнє за кращими європейськими та світовими зразками. Одним із основних факторів впливу на розвиток підприємств є досконала система корпоративного управління. Досконала система КУ передбачає прозорість і рівні можливості для всіх інвесторів, встановлення збалансованої системи відносин між органами управління, заборону використання інсайдерської інформації, і тим самим забезпечує інституціональне середовище для розвитку та ефективного функціонування АТ.

Світова практика свідчить, що в ХХІ столітті переважного поширення набули дві управлінські системи корпоративного регулювання, які склалися внаслідок історичних особ-

ливостей соціально-економічного розвитку в тих чи інших країнах і характеризують основні підходи до проблеми повноважень і, відповідно, — прийняття рішень та реалізації прав власності. Ці системи називають інсайдерськими та аутсайдерськими [4, с.15]. Слід звернути увагу, що не існує єдиного визначення інсайдерських та аутсайдерських систем. Також серед фахівців ведуться дискусії стосовно критеріїв та правомірності використання інсайдерської інформації під час прийняття корпоративних рішень.

## МЕТА

Метою дослідження є науково-теоретичне обґрунтування проблем, пов'язаних з використанням інсайдерської інформації в корпоративному управлінні акціонерними товариствами.

Для досягнення поставленої мети були сформульовані наступні задачі:

1. Розглянути сучасні підходи стосовно визначення інсайдерської та аутсайдерської систем.

2. Дослідити та дати визначення проблемам, які пов'язані з викорис-

танням інсайдерської інформації в процесі корпоративного управління АТ.

3. Розробити рекомендації щодо вирішення питань, пов'язаних з інсайдерською інформацією.

## МЕТОДОЛОГІЯ

Для досягнення поставленої в роботі мети використано загальнонаукові та емпіричні методи наукових досліджень. Методологічною базою дослідження є праці провідних вітчизняних та іноземних науковців за проблемою, опубліковані в періодичних виданнях матеріали, що стосується окремих аспектів корпоративного управління. За допомогою діалектичного методу було виділено протилежності між інсайдерською та аутсайдерськими системами. Для досягнення поставлених цілей при дослідженні також використовувались методи порівняльного аналізу, експертних оцінок, систематизації та узагальнення.

## РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ

В процесі порівняльного аналізу інсайдерської та аутсайдерської систем були визначені такі суттєві особливості та відмінності [2, с.116].

Інсайдерські системи характеризуються такою ситуацією, коли власність зосереджена в руках однієї чи кількох осіб, які володіють великими частками корпоративного майна. У цьому випадку управління АТ може здійснюватися цими (юридичними чи фізичними) особами і менеджмент перебуває під їх прямим впливом. Інсайдерською системою можна вважати систему корпоративного управління АТ, у разі коли статутом товариства встановлено специфічні умови призначення та звільнення посадових осіб виконавчого органу товариства. Інсайдерська система корпоративного управління базується на діяльності інституційних інвесторів, які здійснюють внутрішній прямиий контроль діяльності корпорацій, а зовнішній контроль здійснюється наглядовими радами невиконавчих директорів та ринками.

Аутсайдерські системи характеризуються акціонерною власністю, яка є досить розпорошеною і тому вплив на прийняття рішень значною мірою залежить від менеджерів, застосування різних форм впливу або перехоплення контролю на корпорацію (акціонерне товариство). Згідно з думкою деяких з фахівців, у країнах континентальної Європи та Японії існує переважно інсайдерська система корпоративного управління, в США та Великій Британії — здебільшого аутсайдерська. Але в усіх вищенаведених країнах досить

часто виникають конфлікти стосовно правомірності використання інсайдерської інформації, хоча в цих країнах існує досить розвинена законодавча база щодо заборони використання інсайдерської інформації [2, с. 117]. Аутсайдерські системи базуються на регулюванні через невиконавчих директорів (членів наглядової ради) і через ринки цінних паперів.

На думку доктора економічних наук В.А. Євтушевського [2, с.116], синонімом слова "інсайдер" є "виконавчий директор", тобто будь-яка особа, яка водночас виконує функції менеджера компанії. Трамбування інсайдерських та аутсайдерських систем розвивається і набуває більш конкретного значення в роботах вітчизняних економістів. Якщо перекласти слово "інсайд" дослівно, це буде означати "всередині", "зсередини", "внутрішній". По суті, таким терміном в англійських країнах прийнято називати все те, що доступно небагатьом, а саме обраним. А інформація, яка потрапляє до рук цих обраних, називається "інсайдерською".

Аутсайдер — незалежний директор, тобто особа, запрошена для виконання певних функцій, яка не має інтересів у компанії. Прикладом аутсайдерської системи корпоративного управління може виступати англо-американська модель корпоративного управління, особливостю якої є безпосередній зв'язок з особливостями акціонерної форми власності та з відсутністю в англійських й американських корпораціях значних, домінуючих над іншими, інвесторів [4, с. 116]. Рада директорів в англо-американській моделі складається з фахівців, які працюють в корпорації (виконавчий директор чи службовець) або тісно пов'язані з управлінням корпорацією. Акціонерний капітал цих корпорацій значною мірою розпорошений, тобто велика кількість корпорацій не має у своїх реєстрах жодного індивідуального чи інституціонального акціонера, частка якого становила б більше одного відсотка від сукупного капіталу. Таким чином, жодна група акціонерів не може пред'явити претензій на особливе представництво в раді директорів. В США приблизно 70% акцій підприємства продаються та купляються на відкритих торгах на біржі [3, с. 17—18]. В Україні, для того щоб придбати акції, які вас цікавлять, незалежно від прибутковості АТ, необхідно персонально звернутися до акціонерів. Таким чином ми бачимо роль володіння інсайдерською інформацією: доступ та допуск до даних з метою купівлі акції мають тільки обрані. Володіючи такою інформацією акції ску-

паються через них а не через біржу (як можливий варіант — рейдерська загроза [7]).

Наступною особливістю аутсайдерської системи є те, що більшість акцій, які не належать індивідуальним інвесторам, сконцентрована в руках інституціональних інвесторів — пенсійних, взаємних (пайових) фондів інвестиційних компаній, інвестиційних фондів. Ці інвестори, в руках яких сконцентровано більше 50% акціонерного капіталу, виступають, в ролі фінансових менеджерів: вони не прагнуть до представництва в рада директорів (виконавчих органах) та уникають відповідальності, що впливає з права власності, за компанії, в яких вони мають значні пакети акцій [2, с. 115—116].

Внаслідок такої розпорошеності акціонерного капіталу значно полегшується "перетікання" акцій від одних власників до інших, оскільки дрібному акціонеру значно простіше прийняти рішення про продаж належних йому акцій, ніж великому [8]. Оскільки для власника значного пакету акцій (більш як 10%), продаж цього пакету часто означає зміну стратегічних планів та може потягти за собою втрати, пов'язані зі зміною курсової вартості акцій певної компанії. Таким чином, британський, та американський ринки цінних паперів вирізняються високою ефективністю та ліквідністю, що робить продаж пакетів дрібними інвесторами швидкою і технічно легкоздійсненною справою, на відміну від українського ринку цінних паперів. Але навіть при наявності тих чи інших систем корпоративного управління можна виділити однакові проблеми для цих систем. А саме: забезпечення та захисту інтересів дрібних інвесторів; забезпечення та захисту інтересів дрібних акціонерів (особливо характерно для України); суперечність між короткостроковими та довгостроковими інтересами інвесторів; суперечність між виконавчими та невиконавчими директорами; суперечність між різними групами інвесторів; суперечність між державою як власником корпоративних прав в акціонерних товариствах і менеджментом та іншими групами інвесторів (особливо характерно для України); наявність низького відсотка акцій прибуткових АТ у вільному обігу (особливо характерно для України).

Деякі з економістів вважають, що інсайдери — це особи, які одночасно є акціонерами й працівниками підприємства, а аутсайдери — це особи, які виконують відносно підприємства тільки роль акціонерів. Інсайдерами можуть бути робітники і менеджери підприємства, які є його акціонерами, а аутсайдери мо-

жуть бути представлені юридичними та фізичними особами (не працівниками підприємства), а також державою [2, с. 117; 6, с. 10]. На думку В.А. Євтушевського, таке трактування є більш конкретним, оскільки є чітке визначення інсайдерів та аутсайдерів [2, с. 117]. Такі підходи приймаються також у випадках, коли виникають проблеми розголошення так званої інсайдерської інформації, з метою контролю акцій акціонерного товариства.

В українському законодавстві ми маємо чітко визначенні поняття інсайдера та інсайдерської інформації. Це встановлено в Законі України "Про цінні папери та фондовий ринок" [1]. Відповідно до положень цього закону встановлено що інсайдерська інформація — це будь-яка неоприлюднена інформація про емітента, його цінні папери або правочини щодо них, оприлюднення якої може значно вплинути на вартість цінних паперів (ст. 45) [1].

До інсайдерів відносяться особи, які володіють інсайдерською інформацією у зв'язку з тим, що вони є:

- 1) власниками голосуючих акцій емітента або часток (паїв) у статутному капіталі емітента;
- 2) посадовими особами емітента;
- 3) особами, які мають доступ до інсайдерської інформації у зв'язку з виконанням трудових (службових) обов'язків або договірних зобов'язань незалежно від відносин з емітентом;
- 4) державними службовцями.

Цей закон зобов'язує емітента або професійних учасників ринку цінних паперів, які здійснюють операції з цінними паперами цього емітента, вести облік осіб, які мають доступ до інсайдерської інформації. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку визначає, яка саме інформація належить до інсайдерської. Відповідальність за протиправне використання інсайдерської інформації встановлюється законом (ст. 45) [1].

Виділимо наступні проблеми, які на думку експертів, не регулює Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" [1].

У контролюючих органів немає можливості відстежити дії, пов'язані з використанням інсайдерської інформації. Вирішення цієї проблеми є в прийнятті відповідного закону який би відображав механізм визначення інсайдерської інформації [3, с.18]. Наприклад, у США компанії зобов'язані надавати будь-яку інформацію, пов'язану із змінами в них [5]. В Україні багато компаній взагалі про себе нічого не заявляють. Як результат дуже важко розібратися та визначити, яка інформація відноситься до інсайдерської, а яка — до публічної. При

сучасних темпах економічного розвитку країни український акціонер, на наш погляд, не отримує 90% даних, які він має право знати. Причиною такої закритості інформаційного поля є бажання компанії самим викупляти акції у своїх працівників та перерозподілити за бажаннями посадових осіб. Ринкова вартість цінних паперів, які обертаються на ринку, постійно змінюється в залежності, від наявності в учасників фондового ринку інформації про очікуваний дохід за цими цінними паперами, стан справ і перспективи діяльності емітента. Отже, особа, яка першою одержує таку інформацію (за наявності певних ознак вона називається "інсайдерською") завдяки своїй посаді чи певному зв'язку з емітентом (за певних умов таких осіб називають "інсайдерами") має можливість одержати прибуток, придбавши цінні папери до підвищення ціни або уникнути збитків, продавши цінні папери до початку падіння їх ринкової ціни (дивись історичну довідку\*).

З нашої точки зору, є доцільним ввести поняття аутсайдерської інформації, оскільки останнє відсутнє в сучасному законодавстві України. Отже, аутсайдерська інформація — це така інформація, яка не відноситься до інсайдерської. Вона характеризується такими параметрами як:

1. Актуальність.
2. Доступність.
3. Відкритість.

4. Достатність (можливість використання отриманої інформації для проведення функціональних аналітичних висновків, що до соціально-економічного розвитку в довгостроковій перспективі).

Розглянемо інший приклад, характерний для ситуації, яка склалася на Україні, а саме поглинання вітчизняних компаній іноземцями. Як правило, скупка акцій починається задовго до того, як з'являється офіційна інформація про майбутнє поглинання. Менеджери, наближені

до переговорних процесів, повідомляють зацікавлені сторони про результати переговорів. А ті у свою чергу ухвалюють рішення або про купівлю акцій, якщо операція буде здійснена, або про продаж, коли сторони не змогли порозумітися. Зазвичай прихід іноземного інвестора незмінно спричиняє за собою збільшення ринкової вартості акцій в багато раз. Наприклад, масова скупка акцій банку "Аваль" до того, як стало відомо про намір австрійської групи "Райффайзен" придбати над ним контроль. З неофіційних джерел деяким торговцям вдалося дізнатися до офіційної заяви австрійців, що акції, які належать міноритаріям, будуть викуплені за тією ж ціною, що і контрольний пакет. В результаті цінні папери банку "Аваль" вперше в історії банківської системи стали одними з найбільш котированих в ПФТС [6, с. 58—60].

## ВИСНОВКИ

Внаслідок використання інсайдерської інформації створюються нерівні умови для інвесторів, які негативно впливають на економіку і суспільство: довіра інвесторів до ринку падає, об'єми інвестицій зменшуються, від чого емітенти одержують менше акціонерного капіталу, а ринок страждає від низького рівня капіталізації та нестабільності. Через ці негативні наслідки використання інсайдерської інформації на ринку цінних паперів розглядається як правопорушення у багатьох розвинувтих країнах. Деякі аналогічні норми вже з'явилися і в Україні.

Таким чином, до заборони використання інсайдерської інформації в Україні належить пройти дуже складний шлях. Основне завдання — це прийняття нових та сучасних законодавчих норм, налагодження ефективної системи державного та внутрішньокорпоративного контролю за їх виконанням. На законодавчому рівні необхідно встановити адміністративну та кримінальну відповідальність,

адекватну здійсненим правопорушенням. На виконавчому рівні (система органів державної виконавчої влади) слід визначити та надати достатні повноваження відповідним органам контролю за дотриманням законодавства. В системі корпоративного управління передбачити у внутрішніх нормативних документах (статут, положення, посадові інструкції) передбачити норми та правила, які б унеможливили використання інсайдерської інформації з корисливою метою, або ж з метою негативного впливу на учасників фондового ринку (емітенти, інвестори, саморегульовані організації, професійні учасники фондового ринку). Ми пропонуємо акціонерним товариствам в обов'язковому порядку затвердити Положення про визначення, режим доступу і контролю за використанням інсайдерської інформації.

Необхідно зробити так, щоб за сучасних умов соціально-економічного розвитку країни, для АТ було вигідніше виключити інсайд, ніж користуватися ним.

## Література:

1. Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" від 23 лютого 2006 року № 3480 — IV. — Режим доступу до закону: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>
2. Євтушевський В.А. Корпоративне управління: Підручник. — К.: Знання, 2006. — 406 с.
3. Гранік І. Інсайди вийшли на публіку биржи // Коммерсант — 2007. — № 235(3811). — С.18. — Режим доступу: <http://www.kommer-sant.ru/daily.aspx?date=20071220>.
4. Лямець С. Інсайд — балансирование на грани // Деньги и этика. — 2007. — № 8 (15) — С. 15—17.
5. Наумець І. Фондовый рынок. Торговля ценными бумагами в Украине невозможна без использования конфиденциальной информации // Business information network. Режим доступу: [http://bin.com.ua/templates/analtic\\_article.shtml?id=50333](http://bin.com.ua/templates/analtic_article.shtml?id=50333)
6. Самойленко І.В. Чому інсайдерська інформація не приносить прибутку на українській біржі // Гроші та етика. — 2007. — № 7 (14). — С. 81. — Режим доступу: <http://times.liga.net/articles/gso12322.html>.
7. Шапошникова С. Перемены к лучшему нам необходимы // Деньги инфо — 2006. — 7—8 (80). — С. 25. — Режим доступу: <http://www.dengi-info.com/archive/article.php?aid=1381>
8. Шевченко П. ГКЦБФР ужесточает контроль над инсайдерами // Business information network. — 08.2008. — Режим доступу: [http://bin.com.ua/templates/news\\_article\\_big.shtml?id=80916](http://bin.com.ua/templates/news_article_big.shtml?id=80916)

\* Найспроможніші інсайди:

*Ларрі Еллісон USD 122 млн.* Таку суму заплатив виконавчий директор Oracle, Ларрі Еллісон, акціонерам компанії. Еллісон і фінансовий директор Джеф Хенлі продали цінні папери до того, як компанія відкрила дані про зниження прибутків. Втім, виплата цієї суми не сильно вплинула на стан Еллісона (\$17 млрд), що входить в першу п'ятірку багатіїв США за версією Forbes.

*Іосіаки Цуцумі USD 72 млн.* У березні 2005 року японський олігарх Іосіаки Цуцумі (за версією Forbes, найбагатша людина миру в кінці 80-х) був засуджений до двох з половиною років тюремного ув'язнення. Цуцумі заплатив хабар інсайдерам компанії Seibu Railway, щоб ті занизили її акціонерний капітал. Фальсифікація була викрита, проте інсайди встигли проінформувати про це Цуцумі заздалегідь, що дозволило йому продати свої активи і виручити \$72 млн

*Джордж Сорос EUR 2,2 млн.* Таку суму заплатив Джордж Сорос, за незаконне використання внутрішньої інформації під час приватизації французького банку Societe Generale. Сорос придбав на біржі пакети акцій чотирьох французьких компаній і банків, у тому числі і акції банку Societe Generale, а через місяць продав їх, заробивши надприбуток. Джерелами інформації про підготовлюване поглинання, за версією звинувачення, були радник уряду Франції і міністр фінансів.