ТЕОРЕТИЧНІ ТА ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ФІНАНСОВО-КРЕДИТНОГО МЕХАНІЗМУ

Анатолій СІРКО, Наталія НАЙДИЧ

ВРЕГУЛЮВАННЯ ВІДНОСИН ТА ПРАВ ВЛАСНОСТІ У КОРПОРАТИВНОМУ СЕКТОРІ ЕКОНОМІКИ

Розглянута та уточнена специфіка відносин корпоративної власності, узагальнено та визначено системний характер дискримінації власників корпоративних прав, обґрунтована необхідність та запропоновані основні напрями законодавчо-правового урегулювання відносин власності у корпоративному секторі економіки України, активізації державної політики щодо сприяння формуванню цивілізованої корпоративної культури та виходу корпорацій на фондовий ринок.

Згідно зі статистикою, у вітчизняній економіці за внеском у створення національного продукту явно переважає корпоративний сектор, хоча чисельно він поступається сектору індивідуально-приватного господарювання. Формально така структура економіки майже схожа з країнами розвинених ринкових відносин. Утім, заглиблення в реалії економіки українських корпорацій, передусім тих, що сформувалися на тлі державної власності, виявляє масу невирішених і накопичених нагальних проблем. Їхня діяльність усе ще базується на успадкованому техніко-технологічному ресурсі, у більшості випадків давно застарілому й істотно спрацьованому. При цьому їх модернізація та ринкова реструктуризація наразі є вельми проблематичною справою, оскільки у зоні збитковості перебуває приблизно 40% промислових підприємств, доступ до кредитних джерел суттєво обмежений реальним ринком, а мотивація до активного залучення акціонерного капіталу через відкритий і прозорий фондовий ринок відсутня. По суті, формально корпоратизовані підприємства трансформувалися у закриті приватні структури і стали заручниками жорстокого переділу прав власності на користь впливових і корумпованих чиновників, кланів, директорату та криміналітету. Означена ситуація, ми переконані, є наслідком безсистемності та непослідовності розпочатих реформ у сфері власності, триваючого процесу первісного нагромадження капіталу, до обслуговування якого (засобами, рішеннями й бездіяльністю) долучена й сама держава.

Власницький аспект функціонування корпорацій у перехідній економіці, практично, мало вивчений науковцями, як і не викорінені ще наївні абстрактні

© Анатолій Сірко, Наталя Найдич, 2006.

уявлення про переваги економічної демократії, ритуалів якої дотримуються акціонерні товариства. *Серед авторів найвагоміших* праць з проблем власності у транзитивній економіці, і корпоративної її форми зокрема, варто виділити А. Гальчинського [1], В. Рибалкіна [2], росіян М. Дерябину, Р. Капелюшникова, Г. Клейнера, А. Радигіна тощо. У цій статті ми *ставимо за мету* акцентувати увагу на особливостях функціонування відносин корпоративної власності та обґрунтувати на цій основі виняткову роль держави у їх правовому урегулюванні.

Ділова чи підприємницька корпорація, за визначенням, – це засноване на пайовій участі у капіталі об'єднання (спілка, товариство), юридичні права та зобов'язання якого відособлені від прав та зобов'язань його учасників. У корпорації акціонерного типу права (титули) власності гранично відособлені від безпосереднього управління спільним капіталом, інакше кажучи, така структура виділилася в ході ринкової еволюції, насамперед, як товариство капіталів, тоді як поява її історичних попередників (виробничих кооперативів, різновидів господарських товариств) припускала об'єднання, передусім, бажаних осіб, але без обов'язковості первісного внесення капіталу для кожної з них. І саме завдяки двом основоположним принципам – обмеженій майновій відповідальності учасників спільного бізнесу (особистого ризику в межах внеску) та організаційному розщепленню їх права приватної власності у формі відособлення володіння капіталом від поточного управління ним – акціонерна корпорація отримала низку відносних переваг, реалізація яких забезпечила економічне домінування цього суб'єкта підприємництва в сучасному світі.

Однак, як засвідчує історія, локомотивом економічного зростання акціонерна форма підприємництва стала не сама по собі, не виключно завдяки самоорганізації, а лише за умови належного інституційно-правового оформлення державою взаємовідносин її учасників. Вочевидь, гарантією успіху акціонерних компаній-первісток на рубежі XVI–XVII ст. в Англії та Нідерландах слугувала та обставина, що створювалися вони під патронатом держави як монополії з ведення колоніальної торгівлі. Адже в подальшому стихія заснування акціонерного бізнесу в різних країнах усе частіше сприяла масштабним аферам із коштами довірливих інвесторів, через що, власне, ця підприємницька форма й була, приміром, в Англії надовго заборонена законом як така [3, 356]. Час її узаконення на Заході прийшовся тільки на середину XIX ст., звісно, уже як реакція на виклики індустріальної революції

Таку тернисту долю акціонерній формі власності об'єктивно визначили зазначені вище основоположні принципи її утворення. Усуспільненням у такий спосіб приватних капіталів водночас закладається суттєва функціональна специфіка корпорації, вираженням якої стає необхідність ретельного інституційно-правового облаштування відносин власності задля того, аби були постійно задіяні механізми органічного поєднання інтересів їх суб'єктів.

Централізація багатьох індивідуальних капіталів у спільному бізнесі, разом з тим, означає, що корпорація стає носієм комплексу протиріч інтересів асоційованих власників, диференційованих за різними ознаками: великих і дрібних, стратегічних і портфельних, зовнішніх і внутрішніх, власників і менеджерів, акціонерів і кредиторів, акціонерів і працівників тощо. У цьому аспекті корпорація має чимало спільного із суспільством, яке заради свого існування й цивілізованого поступу

мусить, зрештою, підкоритися єдиним, загальновизнаним правилам (звичаям, традиціям, принципам моралі) та законодавчим нормам, себто стати організованим і прогнозованим для індивідуальних рішень цілим.

Економічний інститут корпорації був би практично неможливим без встановлення певних нормативних обмежень регулятивного характеру стосовно прав та обов'язків її учасників, порядку формування, повноважень та відповідальності органів управління. Суть цих правових регламентувань зводиться до гарантування захисту інтересів як акціонерів-інвесторів, так і корпорації в якості самостійного господарюючого суб'єкта. Зупинимося детальніше на розбіжностях у цьому сплетінні інтересів.

Усі акціонери, без винятку, вимагають, передусім, захисту від свавілля менеджерів компанії, оскільки останні, згідно з новітніми розробками теоретиків-інституціоналістів, на відмінну від власників, володіють, як фахівці, повнотою інформації про реальний стан компанії, і тому можуть нею маніпулювати з метою максимізації корисності для себе. Вони здатні добиватися для себе від власників незаслужених додаткових винагород і пільг або комерціалізувати інсайдерську інформацію.

У самій акціонерній спільноті також бракує цілковитої єдності економічних інтересів. Інтереси акціонерів, звичайно, визначаються придбаними частками статутного капіталу, які диференціюють їх щодо участі в управлінні компанією зазвичай на пасивну більшість (міноритарних акціонерів) та активну меншість (мажоритарних акціонерів). Якщо великі власники зацікавлені в ефективному корпоративному менеджменті й готові взяти на себе витрати з контролю за ним, то дрібні акціонери, яких більшість, радше споглядають на тенденції ринкового курсоутворення з тим, аби вчасно перемістити власний капітал у більш прибуткові та безпечніші компанії.

Разом з тим, користуючись демократичними процедурами управління корпорацією, домінуючі власники спроможні перебрати на себе значну економічну владу, тобто здатні нав'язувати свої цілі решті акціонерів і таким чином фактично розпоряджатися активами компанії, на власний розсуд наймати і контролювати менеджерів тощо [4, 126]. За приклад візьмемо нещодавно розкриті фінансові афери керівників і реальних власників збанкрутілих американських корпорацій-гігантів "Enron" і "WorldCom", які набули величезного резонансу, причому, сталися в країні із суворим, як ніде, корпоративним правом.

То ж загроз інтересам власників, особливо міноритарним, у корпорації є чимало. Але за участю у спільному проекті, вочевидь, стоїть і загальний, чи консолідуючий, інтерес, який полягає у збереженні й розвитку спільного бізнесу. Виявляється, прийняттю життєво важливих для корпорації рішень також може зашкодити поведінка акціонерної опозиції (зокрема, зрив зборів акціонерів через відсутність кворуму, підступні спроби рейдерів скомпрометувати чи тероризувати компанію). Тому ключова проблема нормативно-правового урегулювання корпоративних відносин полягає у забезпеченні і підтримуванні балансу (компромісу) економічних інтересів усіх учасників корпорації, прозорості й підзвітності у корпоративному управлінні.

Цивілізований світ шукає вирішення цієї комплексної проблеми, названої корпоративним управлінням, шляхом поглибленої розробки і вдосконалення корпоративного (спеціального!) законодавства, підвищення рівня правової і корпоративної культури населення та посилення ролі ринкових регуляторів (фондової біржі, конкуренції на товарних і фінансових ринках). І, хоча у різних країнах склалися власні, національно-особливі системи корпоративного управління, все ж під тиском глобалізації світової економіки намітився, на наш погляд, рух у бік певної гармонізації корпоративного законодавства, спрямування законотворчого процесу у країнах із слабшим захистом прав акціонерів (зокрема, у континентальній Європі) на забезпечення більшої відкритості корпоративних систем та посилення захисту прав інвесторів.

В Україні внаслідок реалізованих моделей приватизації (зауважимо: не лише сертифікатної, як прийнято вважати) та постприватизаційного переділу прав власності корпоративний сектор представлений в основному квазікорпораціями. Реальна власність тут дісталася тим, хто виявився поближче до влади та/або зумів шахрайськими і кримінальними методами перерозподілити її на свою користь.

В підсумку склалася інсайдерська система корпоративного управління, у якій власність максимально сконцентрувалася, на противагу розвиненому світу, у руках керівників підприємств та/або афілійованих осіб із представників колишньої й чинної влади, криміналітету. Причому українська практика переформатування корпоративних відносин власності також стверджує істину, виявлену емпіричними дослідженнями у багатьох країнах світу, що причиною до надвисокої концентрації корпоративних прав власності є незадовільний рівень дотримання законодавства в країні та слабкість правових механізмів захисту прав власності [5]. Наша особливість тут полягає, мабуть, тільки у тому, що така концентрація, зазвичай, чиниться позаекономічними методами.

Вивчення вітчизняної практики корпоративного життя показує, що найбільш поширеними порушеннями прав акціонерів є такі, що пов'язані із:

– непрозорістю діяльності корпорацій, закритістю інформації про персональний склад акціонерів, розмір належних їм часток капіталу, прийняті рішення акціонерних зборів тощо;

– виплатою дивідендів (установленням термінів, форм виплати та кола акціонерів, яким нараховуються дивіденди);

– обранням органів управління корпораціями;

– участю у прийнятті рішень про відчуження активів корпорації;

– формуванням порядку денного зборів акціонерів;

– з підпискою на акції додаткової емісії (порушення переважного права акціонерів на придбання нових акцій);

– процедурою підготовки й проведення зборів акціонерів (зокрема, нерідко акціонерів свідомо дезінформують щодо термінів, місця та порядку денного зборів);

– статутними обмеженнями прав акціонерів;

– самочинним (без відома й згоди акціонера) перетворенням звичайних акцій у привілейовані ("безголосі");

– недобросовісним веденням реєстру акціонерів (внесенням незаконних змін і відмовою внести законні зміни, веденням "подвійного" обліку акціонерів);

– проведенням повторної емісії акцій без згоди акціонерів і навіть власника контрольного пакета акцій;

– протидією незалежному аудиту фінансової діяльності корпорацій;

– дробленням чи консолідацією акцій тощо.

Саме через правовий вакуум, який сьогодні існує в галузі корпоративного управління в Україні, виникає безліч проблем, пов'язаних із захистом прав власників, а відтак гальмується інвестиційний процес. Наприклад, відсутність чітко унормованих механізмів реорганізації акціонерного товариства позбавляє акціонерів гарантій щодо збереження їхніх часток у статутному фонді новоствореного товариства або отримання адекватної компенсації за акції; кредитори не інформуються про наміри проведення реорганізації. Причому, найчастіше допускаються порушення акціонерних прав працівників підприємств та зовнішніх власників, які набули цього статусу в приватизаційному процесі.

Характерною ознакою слабкості правового поля є те, що у багатьох випадках зацікавлені особи знаходять можливості вирішувати корисливі справи за рахунок акціонерів та інших інвесторів без формального порушення норм чинного законодавства. Навіть поширена практика відверто шахрайського розмивання часток акціонерів, вилучення активів корпорації через продаж їх пов'язаним особам, перерозподілу грошових потоків на користь зацікавленим особам, укладання збиткових для корпорації угод тощо не має реальних правових перепон. Недостатній рівень забезпечення прав акціонерів ми розглядаємо як один із головних бар'єрів для розвитку ринку корпоративного контролю, що, з одного боку, фактично сприяє узурпації прав власності дрібних акціонерів, а з іншого, – серйозно гальмує інвестиційний процес й реструктуризацію підприємств.

Корпоративні відносини в Україні сьогодні регулюються Законами "Про господарські товариства", "Про цінні папери і фондову біржу", Цивільним і Господарським кодексами (у новій редакції, починаючи з 2004 р.), законодавством про приватизацію, указами Президента України, нормативно-правовими актами органів виконавчої влади. Та все ж, як свідчить практика, чинне нормативно-правове поле явно недостатньо регулює цю сферу економічних відносин. Зокрема, Закон "Про господарські товариства" присвячує акціонерним товариствам лише 25 статей, які описують основи цієї системи відносин і не вказують *жодних* механізмів захисту прав власників. Таким чином, корпоративні права в Україні слабо інституціоналізовані і практично незахищені. Прикметно, що, хоча чинне українське господарське законодавство у багатьох випадках здебільшого калькувалось із російського, попри те, що в Росії корпоративний закон ухвалено ще наприкінці 1995 р., в Україні його й досі немає, а ухвалення однойменного законопроекту вперто блокується законодавцями. Для порівняння: закон присвячує акціонерним корпораціям у Росії 94 статті, в Узбекистані – 118 статей; у ФРН основний корпоративний закон складається із 5 книг і 410 статей, у Франції – із 509, в Угорщині – із 300 статей.

Для розв'язання гордієвого вузла проблем у сфері корпоративної власності, накопичення й загострення яких часто призводить до відкритих корпоративних конфліктів із застосуванням сили та зброї, потрібно насамперед невідкладно прийняти спеціальний Закон "Про акціонерні товариства" як базовий для акціонерних корпорацій. Адже, відверто кажучи, без правового захисту своїх прав власності

держава залишила 17 млн. акціонерів, із яких майже 80% – дрібні власники. Зрештою, неурегульованість корпоративних взаємовідносин, передусім незахищеність прав дрібних акціонерів, дискредитує українську державу, значущість її Конституції, яка у ст. 13 та ст. 41 декларує, що власність зобов'язує, її використання не може завдавати шкоди правам, свободам та гідності громадян, інтересам суспільства.

Головним у концепції корпоративного закону має бути захист прав акціонерів, і передусім міноритарних. Цей принцип має бути наскрізним у його змісті. Правовим захистом законних інтересів міноритарних акціонерів можна значною мірою збалансувати інтереси великих і дрібних акціонерів, змусити контролюючих власників рахуватися з інтересами решти номінальних власників корпорації. Разом з тим, названий принцип має враховувати необхідність забезпечення й певної гнучкості у прийнятті важливих для господарської діяльності корпорації рішень, мінімізації так званих патових ситуацій, пов'язаних із пасивністю акціонерів на зборах чи ігноруванням ними загальних зборів товариства взагалі.

Балансу сил учасників ділової корпорації, що рівнозначно подоланню домінуючої наразі неринкової інсайдерської моделі, можна досягти не окремими змінами, а лише системою заходів, яка має включати:

– активізацію механізмів прямої участі акціонерів у корпоративному управлінні через регламентацію процедур підготовки й проведення загальних зборів акціонерів, забезпечення представництва різних груп акціонерів в органах управління, захист законних інтересів міноритарних власників у разі повторної емісії акцій і їхньої незгоди з рішеннями загальних зборів тощо;

– підвищення ролі й відповідальності наглядової ради через формалізацію процедур її взаємовідносин з менеджментом компанії, встановлення підзвітності менеджменту на основі жорсткої системи контролю й оцінки його роботи, ретельний підбір членів ради за принципами незалежності, компетентності, добросовісності тощо;

– встановлення ефективних механізмів зовнішнього контролю корпоративної діяльності шляхом прийняття цілісної законодавчо-правової системи, утвердження незалежного судочинства, налагодження інфраструктури ринку прав власності, створення конкурентного режиму господарювання тощо.

Та навіть детальне корпоративне законодавство має все-таки робити окремі винятки, зважившись на потребу практики у гнучких, ситуативних підприємницьких рішеннях. У будь-якому випадку рішення керівників корпорацій із тих, що зачіпають законні інтереси інвесторів, а також процедури їх прийняття, повинні бути неодмінно передбачені у статуті корпорації. До цього їх, звичайно, повинен зобов'язувати закон. Одним із таких законних винятків, можна, з нашого погляду, вважати надання акціонерним зборам права схвалення рішення про незастосування акціонерами свого переважного права у випадку, коли доцільною видається додаткова емісія акцій під конкретного стратегічного інвестора. Поступившись дещо своїми частками прав на користь такого власника, акціонери матимуть надію на поліпшення справ у корпорації, а отже, й підвищення цінності належних їм прав. Але важливо й тут застерегти права дрібних акціонерів: рішення про додаткову емісію по закритій підписці мають приймати тільки загальні збори і тільки кваліфікованою більшістю –

у три чверті від кворуму, адже наслідком такого рішення буде зменшення часток власності акціонерів.

Важливим механізмом захисту прав міноритарних акціонерів у великих корпораціях слугує система кумулятивного голосування при виборах наглядової ради. При цій системі кількість належних акціонеру голосів кратно збільшується на кількість місць у наглядовій раді, а акціонеру надається право віддати усі підраховані таким чином голоси за одного кандидата чи розподілити їх між кількома кандидатами. В результаті навіть той акціонер, який виявився у меншості, при наявності достатньої кількості акцій може забезпечити своє представництво у наглядовій раді. На відміну від цього мажоритарна система голосування не давала такої можливості, навіть якщо й акціонер, який виявився у меншості, мав 49,9% голосів. Пороговим значенням для застосування системи кумулятивного голосування, як показує досвід інших країн, доцільно взяти умову, якщо чисельність акціонерів-власників простих акцій становить понад 1000 осіб.

Жорсткий контроль з боку держави за дотриманням норми щодо однаково справедливого ставлення в корпорації до всіх її акціонерів у доповненні з використанням кумулятивного голосування матиме своїм результатом також представництво в наглядовій раді та її комітетах інституціональних інвесторів. Це особливо важливо стосовно тих фінансових інститутів, які самі представляють інтереси широкого кола дрібних інвесторів, у тому числі й акціонерів. При цьому, однак, можливий негативний вплив таких інститутів на стратегічний розвиток корпорації, оскільки їхній інтерес, зазвичай, не йде далі отримання поточних дивідендів для наступного розподілу серед своїх інвесторів. Та все ж їх присутність у наглядовій раді можна розглядати як важливий чинник демократизації діяльності цього органу управління в інтересах усіх інвесторів.

Законодавчого урегулювання потребує порядок оприлюднення структури статутного капіталу корпорації, включаючи відомості про афілійованих власників. Консолідація корпоративної власності у постприватизаційний період суттєво позначилася на персоніфікованій структурі капіталу. Долучення до процесу перерозподілу прав власності афілійованих осіб забезпечило високий реальний рівень концентрації корпоративного контролю. Наявність тісних родинно-кланових та інших зв'язків у системі корпоративної власності є важливою інформацією для акціонерів та потенційних інвесторів, яка, як відомо, зазвичай сприймається негативно, як сигнал наявності підвищеного ризику для інвестиційних рішень. Враховуючи цю обставину, вважаємо, що, по-перше, має існувати заборона на публічний обіг акцій емітентів, які уникають належного розкриття передбаченої законодавством інформації, й, по-друге, Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку, яка від імені держави здійснює контроль за випуском та обігом цінних паперів, має бути наділена повноваженнями на накладення штрафних санкцій за правопорушення в області розкриття інформації, причому в окремих випадках без надання порушникам права судового оскарження прийнятих рішень.

Узагалі закон має встановлювати суворий режим розкриття інформації емітентами цінних паперів для відкритого ринку, позаяк вона слугує головною опорою ринкового моніторингу корпорацій і має ключове значення для здійснення акціонерами свого права голосу. Це тим більш важливо для перехідної економіки, де за відсутності

розвинених інститутів корпоративного управління належний рівень прозорості структур власності й розкриття інформації стає найважливішим чинником для запобігання зловживанням та сприяння позитивним зрушенням у цій сфері. Така інформація має бути достатньо повною для прийняття виваженого інвестиційного рішення, але, разом із тим, не ставити під загрозу конкурентні позиції корпорації. Зрозуміло, вона повинна також бути достовірною, регулярною, а в разі суттєвих змін у корпорації – і своєчасною. Відповідальність корпоративних посадовців за зловживання своїми законними повноваженнями щодо належного інформування інвесторів, як і за укладення інсайдерських угод та фальшування рішень загальних зборів акціонерів, має бути невідворотною й адекватною заподіяній шкоді (у вигляді адміністративних і матеріальних стягнень, кримінальних покарань).

Різними є підходи науковців і практиків до правового вирішення питання стосовно обов'язковості виплати дивідендів. На нашу думку, пропозиція щодо закріплення у законодавстві норми, яка б зобов'язувала корпорації відраховувати у дивідендний фонд фіксований відсоток чистого прибутку, не є раціональною. Вона суперечить принципам ринкового господарювання та корпоративного самоуправління. Інша справа, що задля забезпечення однакового ставлення до всіх акціонерів та гарантування їх інтересів потрібно законодавчо зобов'язати суб'єктів корпоративної форми закріпити у своїх статутах граничний термін та форму виплати дивідендів (грошима чи акціями компанії). Щодо відбиття у статуті та/чи внутрішніх положеннях корпорації конкретних чинників формування дивідендної політики, то відповідні рекомендації дають міжнародні й національні принципи корпоративного управління, які необхідно широко популяризувати.

Як засіб державного впливу на забезпечення прозорих структур власності й контролю у корпораціях, потрібно розглядати також поступовий перехід до міжнародних стандартів і принципів обліку, використання аудиторських послуг. Згідно з міжнародними стандартами фінансового обліку, компанії зобов'язані розкривати у річних звітах, зокрема, усі угоди з афілійованими особами, сальдо усіх внутрішніх угод для відображення реального обороту і оприлюднювати завірені аудиторами звіти. Зрозуміло, що стимулюючий ефект цього заходу полягає у можливості для корпорації таким чином підвищити рівень ліквідності акцій та знизити вартість залучуваного капіталу. Партнером держави у досягненні цієї мети виступають саморегулівні організації ринку цінних паперів (компанії, що спеціалізуються на аудиті, торгівлі цінними паперами, реєстраторській і депозитарній діяльності, управлінні активами й цінними паперами тощо, а також професійні організації, що об'єднують їхніх учасників, – асоціації, спілки та ін.). Жорсткою дисципліною у сфері ліцензування й контролю за діяльністю професійних учасників фондового ринку, а також контролю за якістю надаваної корпораціями звітності, можна істотно посилити стимули для власників і керівників корпорацій діяти за правилами цивілізованого ринку.

Серед інституціональних факторів розвитку корпоративних відносин особливо необхідно вказати на важливість забезпечення дійсно незалежного обліку прав на акції. Теперішні маніпуляції з обліком акціонерів пов'язані не лише з людською непорядністю, а й з комерційним статусом реєстраторів, їх зацікавленістю у збереженні клієнтури, а також незахищеністю від тиску з боку корумпованих

чиновників і криміналітету. Очевидно, крім жорсткого регулятивного контролю, необхідними є державні гарантії недоторканості обліку акціонерних прав. Мабуть, конструктивним вирішенням цього питання буде ідея створення національного реєстратора як суто державної установи на кшталт національного депозитарію.

Вивчення практики показує безуспішність спроб суто адміністративними заходами заставити емітентів та професійних учасників ринку цінних паперів перемістити торгівлю акціями інвестиційно привабливих компаній на біржовий ринок. Так, прийняті на основі цього підходу відповідні нормативно-правові акти ДКЦПФР були зрештою оскаржені в суді й визнані нелегітимними. Спроба цього ж регулятивного органу провести відповідний законопроект через Верховну Раду також не мала успіху. Отож, урок, що випливає з цих реалій, полягає у необхідності пошуку *економічних* важелів впливу на поведінку суб'єктів ринку корпоративних цінних паперів.

Засобами заохочення трансакцій з корпоративними цінними паперами на організованому ринку, на нашу думку, могла б бути система пільг, зокрема:

– звільнення корпорацій від сплати державного мита за реєстрацію випуску цінних паперів, розміщення якого здійснюється на організованому ринку;

– здешевлення послуг клірингового депозитарію;

– зниження податкового тиску на операції з корпоративними цінними паперами та доходи по них.

Задамося питанням: чому Україна так припізнюється з уведенням спеціального корпоративного законодавства, попри достатній досвід своїх сусідів?

Головний чинник умисного гальмування правової реформи у галузі корпоративного управління, на нашу думку, – це незавершеність процесу первісного нагромадження капіталу, наявність виняткових можливостей збагачення ділками "тіньового" бізнесу шляхом переділу корпоративної власності, передусім, держави й інших власників. Переконливим доказом цього є факт, що законопроекти "Про акціонерні товариства" уже кілька років поспіль рішуче відкидаються законодавцями як передчасні. Найбільший спротив з боку великих власників та їхніх лобістів, зокрема, викликають пропоновані норми:

– щодо обов'язкового розкриття відомостей про контролюючих власників та афілійованих осіб;

– щодо оприлюднення у звітах та проспектах емісії цінних паперів інформації про винагороди посадових осіб корпорації;

– щодо контролю акціонерів за укладанням керівниками підприємств значних угод;

– щодо викупу контролюючими власниками акцій у дрібних власників за ринковою ціною у випадку їх незгоди з рішеннями зборів акціонерів;

– щодо примусового (через обмеження чисельності акціонерів) "розкриття" закритих акціонерних товариств;

– щодо заборони держслужбовцям займати за сумісництвом посади в органах управління корпорацією тощо.

Уникнення радикальних правових реформ у галузі корпоративного управління зазвичай маскується популістськими гаслами про захист колективної форми власності, про те, що інтереси колективу мають стояти вище особистих інтересів

акціонерів. Водночас, як свідчать результати опитувань, багато керівників корпорацій вважають появу базового закону про акціонерні товариства необхідною. І це зрозуміло, адже за відсутності належної специфікації й захисту прав власності не захищений ніхто – ні звичайні акціонери, ні великі власники, ні менеджмент, ні держава. На захист сподівається тільки той, хто має політичну та/або кримінальну підтримку. Але подібний захист завжди буває лише тимчасовим і непередбачуваним у перспективі.

Не поділяємо песимізм тих дослідників, які схильні думати, що ключові питання корпоративного управління мають бути юридично вирішені лише після закінчення періоду первісного нагромадження капіталу, оскільки їх негайне упровадження призведе до нового витка перерозподілу власності [6, 177]. По-перше, перерозподіл прав власності – закономірність перехідної економіки, об'єктивний процес відбору ефективного власника, а відтак не доцільно стримувати його штучно; по-друге, залишати цей процес і надалі на відкуп стихії "дикого" нагромадження капіталу було б аморальним, злочинним актом держави по відношенню до півтора десятка мільйонів дрібних акціонерів; по-третє, консолідація корпоративної власності в Україні уже завершується, й тому є критична маса акціонерів, зацікавлених у належній специфікації своїх прав.

Позиція, яка змушує думати, що належне інституційно-правове урегулювання відносин власності можливе лише еволюційним шляхом, шляхом "дозрівання" домінуючих наразі власників до усвідомлення цивілізованих корпоративних "правил гри", нам видається абстрактною, відірваною від суспільно-політичного контексту. Маємо виходити із того, що ринкові трансформації в перехідній економіці нееволюційні за своїм характером, себто їх сенс не лише у поверненні до адекватних людській природі об'єктивних форм відносин, а й у забезпеченні дієвих механізмів активного відстоювання громадянами своїх прав, одним із ключових є право власності. Тому перспективу суттєвого поліпшення правового поля в корпоративному секторі ми пов'язуємо, передусім, з демократизацією інституту держави. Потрібна політична воля й для того, аби легалізувати реальних бенефіціарних власників корпоративного капіталу, які наразі маскуються за ланцюжками афілійованих осіб. Йдеться не лише про юридичне закріплення прав власності, включаючи механізми їх здійснення, а й про незалежне судочинство, широкий громадський контроль за діями посадових осіб.

Корпоративний досвід країн з ринковою та перехідною економікою переконує у тому, що тільки активні дії на захист прав і законних інтересів дають найбільший результат. Уся світова історія учить: реальні права громадян є результатом їхньої ж успішної боротьби. Така логіка суспільного розвитку. Пасивність номінальних власників і громадськості, навпаки, лише активізує дикий переділ власності. Виразом активності дій власників має стати, зокрема, об'єднання їх сил, у тому числі шляхом створення асоціацій (спілок), використання засобів масової інформації, тиск на владні органи. Важливим елементом дійової системи постійного суспільного моніторингу й засобом дисциплінуючого впливу на корпорації здатні слугувати, зокрема, рейтинги корпоративного управління, які складаються за участю компетентних і соціально відповідальних науково-аналітичних центрів. "У XXI столітті, – застерігає Дж.К. Гелбрейт, – суть корпорації не зміниться і люди повинні її краще

уявляти, аби контролювати діяльність керівників підприємств" [7]. Конфлікти інтересів, зауважує зі свого боку нобелівський лауреат Дж. Стігліц, існуватимуть завжди, і суспільство зможе пом'якшити їхні наслідки шляхом розвитку чутливості до них, усвідомлення викликаних ними спотворених стимулів, введення правових обмежень та викриття злочинів [8, 4].

Розбудову цивілізованого правового поля для унормування корпоративних відносин власності в Україні, з нашого погляду, *можуть істотно прискорити* деякі чинники, як-от:

– нагальна потреба національної економіки в інвестиціях, невирішеність якої прирікає країну на поглиблення її відсталості;

– обмеженість вітчизняного ринку капіталів;

– наближення завершення приватизаційного процесу в країні;

– великий політичний ризик у зв'язку з реальною можливістю втягнути в коло жертв дикого переділу власності створювані нині інститути спільного інвестування й недержавні пенсійні фонди, які, згідно із законодавчим регламентом, можуть претендувати лише на роль дрібних (а значить, практично беззахисних за теперішніх умов) акціонерів;

– вступ країни до Світової організації торгівлі та загострення у зв'язку з цим конкурентної боротьби на внутрішньому ринку тощо.

Література

1. *Гальчинський А. С. Суперечності реформ: у контексті цивілізаційного процесу. – К.: Українські пропілеї, 2001. – 320 с.*
2. *Рибалкін В. О., Лазня І. В. Теорія власності. – К.: Логос, 2000. – 280 с.*
3. *Барр Р. Политическая экономия: В 2 т. – Т.1.: Пер. с фр. – М.: Международные отношения, 1994. – 608 с.*
4. *Гэлбрейт Дж. К. Экономические теории и цели общества / Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1979. – 406 с.*
5. *La Porta R., Lorez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Law and Finance. HIID, Development Discussion Paper № 576, 1997, p. 32–35, 40–43.*
6. *Довгань Л. Є., Пастухова В. В., Савчук Л. М. Управління корпораціями. – К.: Політехніка, 2004. – 236 с.*
7. *Galbraith G. K. Challenges of the New Millenium // Finance a development. 1999. – Vol. 36. – № 4.*
8. *Стігліц Дж. Корпоративний капіталізм: криза суспільної довіри // День. – 2002. – 12 листопада.*

Редакція отримала матеріал 29 серпня 2006 р.