

Міністерство освіти і науки України  
Вінницький національний технічний університет

О. В. МОРОЗ, Н. П. КАРАЧИНА

СОЦІАЛЬНО-ЕКОНОМІЧНІ  
АСПЕКТИ ЕФЕКТИВНОСТІ  
КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ

Монографія

УНІВЕРСУМ – Вінниця  
2005

УДК 65.012.32 : 658. 114.3

М 80

Рецензенти:

доктор економічних наук, професор **О.О.Корольов**

доктор економічних наук, професор **М.І.Пугачов**

Рекомендовано до видання Ученою радою Вінницького національного технічного університету Міністерства освіти і науки України (протокол №10 від 20 червня 2005 р.)

**МОРОЗ О. В., КАРАЧИНА Н. П.**

**М 80 Соціально-економічні аспекти ефективності корпоративного управління** Монографія. – Вінниця : УНІВЕРСУМ - Вінниця, 2005. – 176 с.

**ISBN**

В монографії здійснено аналіз соціально-економічної ефективності корпоративного управління. Узагальнено теоретико-методологічні і прикладні аспекти даної категорії. На прикладі підприємств молочної промисловості досліджено спектр основних проблем процесу корпоратизації за сучасних умов поглиблення ринкових відносин на постприватизаційному етапі функціонування вітчизняних підприємств. Обґрунтовано концептуальні положення, критерії, завдання, а також шляхи та заходи зростання ефективності корпоративного управління в Україні.

Для науковців, спеціалістів народного господарства, викладачів, аспірантів, студентів.

УДК 65.012.32: 658.114.3

**ISBN**

© О. Мороз, Н. Карачина, 2005

*Є незаперечним, що індустріальна система може існувати лише доти, доки є певний запас творчої психічної енергії, яка рухає її, і що досі цю рушійну енергію постачав середній клас. Тож питання врешиті-решит набирає іншої форми: чи є якась альтернативне джерело психічної енергії, яку можна було б використовувати для тих самих економічних цілей і яка рухала б далі вестернізований світ, якби енергія середнього класу виснажилась... Якщо якась практична альтернатива цілком досяжна, то світ може собі дозволити дивитися надалі з незворушністю на смерть капіталістичної системи...*

*А. Дж. Тойнбі*

## ЗМІСТ

Вступ	5
1. Науково-теоретичні основи формування корпоративного управління та оцінки його ефективності	8
1.1. Концептуалізація категоріального апарата щодо ефективності корпоративного управління	8
1.2. Особливості та принципи формування сучасного корпоративного сектора економіки України	24
1.3. Методичні аспекти визначення ефективності корпоративного управління	53
2. Корпоративне управління в молочній промисловості: стан, ефективність і перспективи розвитку	72
2.1. Об'єкт дослідження та нинішній стан корпоративного сектора молочної промисловості	72
2.2. Розроблення методики оцінки соціально-економічної ефективності корпоративного управління підприємствами	83
2.3. Оцінка соціально-економічної ефективності корпоративного управління підприємств молочної промисловості Вінниччини	92
2.4. Моделювання інтегрального показника оцінки соціально-економічної ефективності корпоративного управління	105
3. Напрями підвищення ефективності корпоративного управління	112
3.1. Підвищення ефективності функціонування корпорації з використанням потенціалу системно-синергетичного підходу	112
3.2. Удосконалення організації корпоративних відносин та шляхи забезпечення балансу інтересів учасників корпоративного управління	125
3.3. Вдосконалення дивідендної політики як складової корпоративного управління	140
Висновки	149
Література	155
Додаток А Матриця даних для розрахунку показників	167
Додаток Б Матриця вихідних даних для розрахунку інтегрального показника	168
Додаток В Перетворення показників в індексну форму	172

## ВСТУП

Одним з найхарактерніших явищ ринкових трансформацій в Україні стало створення корпоративного сектора економіки як базового серед інших організаційно-правових форм господарювання. В силу цілого спектру галузевих проблем саме формування ефективної системи корпоративного управління залишається важливою складовою структурного реформування, що зумовило актуалізацію наукових досліджень різнопланового соціально-економічного змісту. Питання полягає передусім у досягненні соціально-економічної ефективності за умов реалізації різних цілей корпоративного управління, а саме: підвищення ефективності функціонування корпорації і забезпечення балансу інтересів зацікавлених сторін. Як показав аналіз, досягнення цих двох цілей є необхідним з точки зору досягнення необхідних темпів економічного зростання, створення і підтримки конкурентного середовища, максимізації прибутковості інвестиційного процесу, підвищення продуктивності праці та ефективності виробництва.

Проблема оцінки якості корпоративного управління об'єктивно ускладнюється різноорієнтованими ціннісними пріоритетами учасників корпоративних відносин. При цьому усі учасники корпоративного управління зацікавлені у досягненні успіху щодо діяльності товариства, однак шляхи й методи його забезпечення можуть різко відрізнятись. Саме тому адекватне оцінювання соціально-економічної ефективності корпоративного управління дозволяє визначити можливість створення балансу інтересів зацікавлених сторін.

Важливим аспектом наукових досліджень з проблем ефективності корпоративного управління є необхідність адаптації результатів світового досвіду до умов вітчизняної економіки, яка знаходиться на етапі динамічної трансформації. На сьогодні в Україні відбувається активне становлення теорії і практики корпоративного управління. Проблематика даного питання активно досліджується такими вітчизняними економістами, як О. Поважний, А. Козаченко, В. Євтушевський, А. Воронкова, Є. Коренев, С. Румянцев, Д. Задихайло, О. Кібенко, М. Чечетов, А. Мендрул, М. Сірош та іншими. Проте практично відсутні дослідження, які б комплексно розглядали аспекти підвищення

ефективності функціонування корпорацій як господарюючого суб'єкта і соціально-економічної інституції у ринковій економіці. Актуальним залишається питання розроблення методологічних і методичних основ оцінки соціально-економічної ефективності корпоративного управління. Крім того, недостатньо, як ми вважаємо, розкрито цілий ряд теоретичних понять та категорії щодо корпорації, корпоративного управління та його соціально-економічної ефективності. Всі ці проблемні питання є винятково важливим для вітчизняної харчової промисловості, корпоратизація якої стала найхарактернішою особливістю в процесі реформ. Дані завдання залишаються актуальними на підприємствах молочної промисловості, які вже на постприватизаційному етапі свого функціонування зіткнулися з низкою негативних тенденцій щодо соціально-економічного розвитку.

Саме тому метою даних досліджень стало розроблення теоретико-методологічних засад та обґрунтування організаційно-економічних заходів, спрямованих на формування ефективної системи управління підприємствами корпоративного типу в умовах ринкових відносин і конкурентного середовища. Звідси авторами досліджувалися визначальні принципи формування та розвитку сучасного корпоративного сектору економіки, були узагальнені теоретико-методологічні підходи до визначення змістовного апарату понять в процесі досліджень корпоративного сектору харчової промисловості, методичні аспекти визначення ефективності корпоративного управління на прикладі молочної промисловості, розроблені методики оцінювання соціально-економічної ефективності корпоративного управління, методологічні підходи до створення економіко-математичної моделі інтегрального показника оцінки ефективності корпоративного управління, а також напрями підвищення ефективності функціонування корпорацій за рахунок використання потенціалу системно-синергетичного підходу.

Теоретичною і методологічною основою роботи є фундаментальні положення сучасної економічної теорії, наукові праці вітчизняних та зарубіжних вчених, нормативні та законодавчі акти України з питань становлення корпоративного сектору економіки та молочної промисловості. Інформаційну базу дослідження становили статистичні матеріали Держкомстату України, Міністерства промислової політики України, Укази Пре-

зидента України, законодавчі та нормативно-правові акти Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України, дані статистичної звітності, монографії та науково-аналітичні статті з проблем корпоративного управління, дані звітності підприємств – об'єктів дослідження (АТЗТ „Бершадьмолоко“, АТЗТ „Тростянецький молокозавод“, ВАТ „Літинський молокозавод“, ВАТ „Вапнярський молокозавод“, ВАТ „Барський завод сухого знежиреного молока“, ВАТ „Вінницький міський молокозавод“, ВАТ „Гайсинський маслосирзавод“, ВАТ „Крижопільський сироробний завод“, ВАТ „Могилів-Подільський молокозавод“, ВАТ „Погребищенський маслосирзавод“, ВАТ „Тульчинський маслосирзавод“, ВАТ „Хмільницький завод сухого знежиреного молока“, ВАТ „Шаргородський маслосирзавод“, ВАТ „Ямпільський маслосирзавод“).

# 1. НАУКОВО-ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ ТА ОЦІНКИ ЙОГО ЕФЕКТИВНОСТІ

## 1.1. Концептуалізація категоріального апарата щодо ефективності корпоративного управління

Внутрішньоекономічний мікроландшафт вітчизняних корпорацій, фундаментальні риси яких формувалися на основі детермінантної специфіки державних підприємств, характеризується проблемами досягнення необхідного рівня ефективності. Саме це, на нашу думку, обумовлює необхідність створення відповідної системи корпоративного управління. При цьому формування ефективної системи корпоративного управління передбачає уточнення, на яких саме підприємствах необхідно забезпечувати відповідне корпоративне управління, що уособлює поняття корпоративного управління та які існують проблеми щодо забезпечення ефективного корпоративного управління.

Отже, у зв'язку з розвитком підприємницької діяльності і різних форм власності та організації виробництва в Україні актуалізується значення категорії „корпорація” та „корпоративне управління”. Корпорація історично виникла в результаті еволюції ринкових відносин як економічний інститут об'єднання капіталу для фінансування великих підприємницьких проектів, що забезпечило їй широку перспективу. У вітчизняній економіці ця форма господарства була використана головним чином як засіб ринкової трансформації постсоціалістичної економіки в процесі приватизації великих підприємств, внаслідок чого вона стала інструментом перманентного перерозподілу прав власності та активів держави. За умов поглиблення загальної соціально-економічної кризи в Україні це призвело до занепаду багатьох приватизованих підприємств, інвестиційних обмежень та зростаючого соціального невдоволення масовою приватизацією. Отже, на етапі зародження корпорацій науковий і практичний інтерес являє собою вивчення досвіду корпоративного господарювання, уточнення його реального потенціалу у ринково-конкурентному середовищі.

Питання чіткого висвітлення змісту поняття „корпора-



ція”, „корпоративне управління”, структури корпоративного сектора, його реального місця та ролі в економіці залишається недостатньо розробленою. Означена проблема визначає один з напрямків нашого дослідження.

Нові підходи до управління корпораціями в процесі їхнього становлення і розвитку на різних етапах людського суспільства вплинули також і на поняття „корпорація” та його сутність.

Історично поняття „корпорація” відноситься до цехового способу організації діяльності (не обов'язково комерційної) у середньовічній Західній Європі. У рамках цього поняття корпорація – це буквально тіло, а її учасники – члени, що управляють корпорацією за визначеними правилами [1, с. 95].

Сучасне використання терміна „корпорація” має істотні відмінності в основних системах права: англійській (системі суспільного права, розповсюдженій в США, Великобританії, Канаді, Австралії, Індії, ПАР і Ізраїлю) і цивільній (континентальній системі права, у рамках якої розрізняють німецьку, французьку і скандинавську системи права) [2, с. 21].

В англійській системі поняття „корпорація” має досить широке використання при розгляді організації як єдиного цілого і як учасника господарювання. У даній системі права корпорація ототожнює собою акціонерне товариство, тобто в основу її створення покладений акціонерний капітал.

У країнах континентальної (цивільної) системи права, поширеній у більшості західноєвропейських країн та Японії, поняття „корпорація” набагато ширше. До корпорацій відносяться різні види господарських товариств (повного, командитного, акціонерні, товариства з обмеженою відповідальністю), господарські об'єднання (концерни, холдинги, синдикати), кооперативи, орендні, державні підприємства, а також різні негосподарські союзи й асоціації [3, с. 22].

Трактується досить неоднозначно серед науковців і поняття корпорації. Існує декілька підходів, відповідно до яких корпорація в економічній та правовій літературі розглядається по-різному.

Слід зазначити, що це поняття не нове і ще А. Сміт у своїй праці „Дослідження про природу та причини багатства народів” застосував категорію „корпорація” в розумінні акціонерної

форми організації підприємництва [4, с. 14]. К. Макконнелл, С. Брю та Г. С. Вечканов розкривають корпорацію як „...юридичний суб'єкт (юридична особа), який отримав чартер властей штату чи федерального уряду та відособлений від індивідів, власністю яких він є” [5, с. 389; 6, с. 156]. Отже, корпорація – це юридична особа, окрема і відмінна від своїх власників, що має права, обов'язки і привілеї [7, с. 31]. Американські науковці Р. Тьюлз та Е. Бредлі визначають, що корпорація – підприємницька організація, визнана юридичною особою, яка має обмежену відповідальність і необмежений термін існування та засновується на основі статуту, схваленого комісаром у справах корпорацій штату. Права й обов'язки корпорації регламентуються її статутом та місцевим і федеральним законодавством. Корпорація контролюється акціонерами, що мають право голосу, які обирають директорів, а ті, у свою чергу, призначають інших керівних осіб [8, с. 626].

П. Самуельсон і В. Нордхауз визначають корпорацію як „...юридичну особу, яка може самостійно продавати і купувати, позичати гроші, виготовляти товари й послуги та вступати у контрактні відносини, має право обмеженої відповідальності, у відповідності з яким інвестиції кожного із власників корпорації обмежені жорстко певним розміром” [9, с. 144].

Д. Маршал і В. Бансал додають до визначення корпорації те, що вона повністю відокремлена від своїх власників, діє самостійно, а її власники можуть вільно передавати свою участь у капіталі іншим особам без будь-якого безпосереднього впливу на саму корпорацію [10, с. 497]. І. Ансофф розкриває поняття корпорації так: „Корпорація – це широко поширена в країнах з розвиненою ринковою економікою форма організації підприємницької діяльності, яка передбачає пайову власність, юридичний статус та зосередження функцій управління у руках верхнього ешелону професійних управляючих, працюючих за наймом” [11, с. 352; 12, с. 254].

У сучасному економічному ландшафті корпорація – найбільш розповсюджена форма організації підприємницької діяльності. Майно корпорації поділене на фіксовану кількість часток (акцій). Кожна акція надає її власникові право власності на визначену частку майна даної корпорації [13, с. 402]. Водночас під корпорацією розуміється підприємство або фірма, що має

форму юридичної особи, де відповідальність кожного власника обмежена його внеском у дане підприємство. Корпорація – суспільство, засноване на паях. Здобуваючи акції суспільства, окремі особи стають власниками корпорації, що забезпечує залучення фінансових засобів величезної кількості людей. Власники акцій одержують частину доходу у вигляді дивідендів. Вони ризикують тільки тією сумою, що заплатили при покупці акцій. Корпорація існує незалежно від її власників-акціонерів, що дозволяє їй функціонувати відносно стабільно [14, с. 27]. Корпорація – юридична особа, що представляє об'єднання вкладників капіталу (акціонерів) для здійснення визначеної діяльності: торговельної, фінансової, промислової, транспортної і т.д. і тотожне поняттю „акціонерне товариство” [15, с. 72; 16, с. 34].

Корпорація – спільність людей (суб'єкт господарювання), організована на асоційованій формі власності, принципах взаємозв'язку і взаємовідповідальності членів об'єднання, викликаних загальним інтересом (одержання прибутку, доходу) і обумовлених правом, традиціями, глибиною психології, економічною культурою і моральністю [17, с. 11].

Очевидно найбільш повне сучасне визначення корпорації надано в Barron's Dictionary of Banking Terms: „Корпорація – ділова організація, розглянута як незалежне утворення – штучна особа, що відрізняється від його власників в очах закону. Власність представлена частками в капіталі. Корпорація має три відмінні характеристики: 1) відділення власності від управління і обмежена відповідальність, тобто її відповідальність перед власниками обмежена її ресурсами, на відміну від товариств або індивідуальних підприємств, де зберігається необмежена відповідальність власників; 2) здатність укладати контракти і володіти власністю; 3) передача права власності, що забезпечує існування корпорації за межами терміну життя її власників. Акціонери обирають корпоративних директорів, які у свою чергу визначають її політику” [1, с. 95]. В цьому визначенні корпорації в найбільшій мірі притаманні риси акціонерного товариства – відокремлення власності від управління нею і передача права власності.

С. А. Румянцев зазначає, що корпорації є „...юридичними особами, які мають повну господарську самостійність у питаннях вибору форми управління, реалізації продукції, встанов-

лення цін і оплати праці, використання чистого прибутку й несуть відповідальність за своїми зобов'язаннями усіма активами” [18, с. 11]. О. С. Поважний, провівши детальне дослідження поняття корпорації, надав таке формулювання корпорації: „Корпорація – договірне господарське об'єднання, створене на основі загальних економічних інтересів виробничих працівників і акціонерів для одержання максимального прибутку від виробничої діяльності і вкладених інвестицій” [2, с. 25]. Д. В. Задихайло розглядає корпорацію як господарське товариство [19, с. 9], а М. В. Грідчіна та О. В. Гладунов – як акціонерне товариство [20, с. 5; 21, с. 53].

О. В. Рудінська при аналізі цілей та функцій корпорацій розкриває поняття „корпорація” як інтегрований інвестиційний інститут, спрямований на забезпечення розширеного відтворення капіталу за рахунок вкладень у великомасштабне виробництво конкурентоспроможної і, як правило, експортно орієнтованої продукції [22, с. 259]. В. А. Євтушевський при визначенні об'єкта корпоративного управління зазначив, що до корпорацій відносяться акціонерні товариства та частина товариств з обмеженою відповідальністю, в яких управління відділене від власності [4, с. 16].

Таким чином, результати аналізу розкритих понять „корпорація” свідчать про існування трьох незалежних поглядів на понятійні межі цього терміну. Відповідно до першої точки зору до корпорацій відносять лише господарські товариства. Прихильники другої точки зору до корпорацій відносять лише акціонерні товариства. Третя точка зору передбачає, що корпорацією можна вважати підприємницькі організації, що засновані на членстві.

Отже, узагальнимо досліджені визначення поняття „корпорація” за трьома виявленими основними поглядами (рис. 1.).

На нашу думку, кожна з позицій має раціональне підґрунття і право на існування, хоча не можна не зазначити, що більшість науковців відносять до корпорацій акціонерні товариства, адже саме ця організаційно-правова форма у вітчизняній економіко-правовій системі за своєю суттю з найменшими умовами ідентифікується з корпораціями у світовій та правовій практиці.

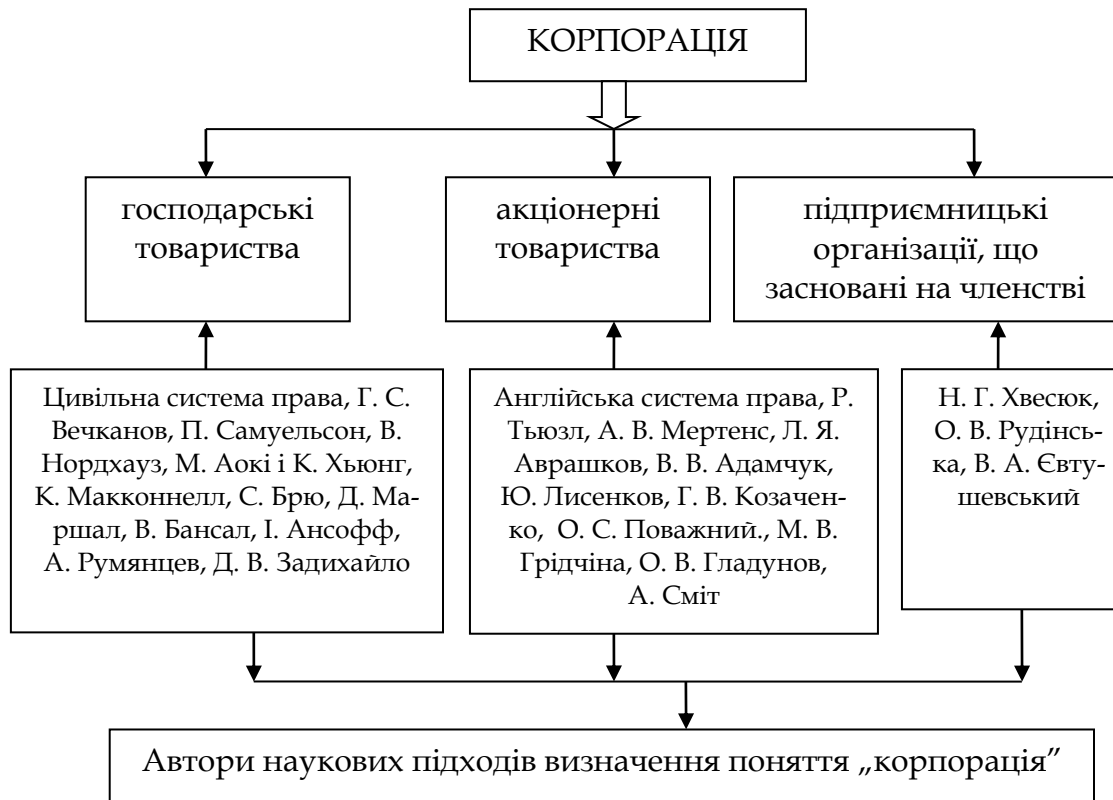


Рис. 1. Наукові підходи до визначення сутності корпорації

З метою глибшого дослідження категорії „корпорація” необхідно дослідити її сутність у вітчизняній економіко-правовій системі з врахуванням української правової бази.

Проблемним для України залишається питання однозначного законодавчого визначення поняття „корпорація”, що перешкоджає отриманню дійсної оцінки привабливості застосування тієї чи іншої форми об'єднань (табл. 1.) [23, 24, 25, 26].

Дослідивши сутність законодавчого визначення поняття „корпорація”, можна стверджувати, що правове поле України є невизначеним щодо корпорації та ідентифікації цього поняття з акціонерним товариством та господарським товариством.

Необхідно зазначити, що чинне законодавство України, запроваджене впродовж 90-х років ХХ ст., закріплювало за корпорацією лише статус одного з видів договірних об'єднань. Починаючи з 2001 р., значення цього терміна у правовому полі фіксує вже утворення юридичної особи акціонерного типу, що відповідає загально прийнятим у діловому світі нормам.

Таблиця 1

## Еволюція законодавчого визначення поняття „корпорація”

Нормативні акти	Рік видання	Поняття „корпорація”
1. Закон України „Про підприємства в Україні” (ст. 3)	1991	„Договірні об’єднання, створені на основі поєднання виробничих, наукових та комерційних інтересів, з делегуванням окремих повноважень централізованого регулювання діяльності кожного з учасників”
2. Закон України „Про банки і банківську діяльність” (ст. 10)	2000	Банківська корпорація - юридична особа, створена з метою концентрації капіталів банків-учасників корпорації, підвищення їх загальної ліквідності та платоспроможності, а також забезпечення координації та нагляду за їх діяльністю.
3. Господарський кодекс України (ст. 120)	2003	„Договірне об’єднання, створене на основі поєднання виробничих, наукових та комерційних інтересів підприємств, що об’єдналися, з делегуванням ними окремих повноважень централізованого регулювання діяльності кожного з учасників органам управління корпорації”.

Вітчизняні акціонерні товариства характеризуються окремими рисами, які притаманні західним корпораціям (обмежена відповідальність акціонерів, розподіл капіталу на визначену кількість акцій), але, оскільки існують відособлені поняття „корпорація” і „акціонерне товариство”, замінити їх один одним не є можливим. Аналогічним чином неможливо співставити поняття „корпорація” і „господарське товариство”, адже в Законі України „Про господарські товариства” (1991 р.) у переліку господарських товариств наведений перелік товариств, які відно-

сяться до господарських: акціонерні, з обмеженою і додатковою відповідальністю, повні і командитні, проте корпорація тут не зазначена.

Не змінив ситуацію, на наш погляд, і введений в дію з 1 січня 2004 р. „Господарський кодекс України”. Зазначене визначення поняття „корпорація” лише доповнює його у Законі України „Про підприємства в Україні” і не вносить точності.

Проте при вивченні накопиченого досвіду в країнах з розвинутою економікою цілком доцільно проводити аналіз основ управління господарськими суб'єктами подібних за економічним змістом – акціонерних товариств, корпорації, господарських товариств – як корпораціями з врахуванням, передусім, законодавства, специфіки і значимості акціонерної форми господарювання.

Отже, провівши глибоке і детальне дослідження сутності корпорації, як з економічної, так і з правової точки зору, проаналізувавши характеристики усіх господарських об'єднань, доцільно сформулювати поняття „корпорація” у вузькому та широкому значенні. У вузькому значенні „корпорація” – договірне господарське об'єднання юридичних осіб або громадян, створене на основі поєднання загальних економічних інтересів учасників, для одержання максимального фінансового результату від його діяльності. Це визначення найбільш повно відповідає сутності акціонерного товариства. У широкому значенні „корпорація” – договірне господарське об'єднання підприємств, створене на основі поєднання загальних економічних інтересів, для одержання максимального прибутку від господарської діяльності та вкладених інвестицій. Це визначення відповідає сутності більш зрілих корпоративних структур, а саме: консорціумам, холдингам, концернам, синдикатам, фінансово-промисловим групам тощо.

Виходячи з наведених визначень, основними економічними рисами корпорацій є такі: об'єднання капіталів та обмеження економічного ризику для окремих учасників; поєднання різних економічних можливостей – капіталів і вмінь, знань, ідей; розмежування капіталу та економічної діяльності; жорстке відокремлення власності корпорації і власності її учасників; обмеження можливостей вилучення капіталів з корпорації.

При визначенні поняття „корпоративне управління” та-

кож існує множина точок зору, які розкривають різні підходи їх авторів до цього економічно важливого аспекту діяльності підприємств. На нашу думку, визначення сутності корпоративного управління повинно насамперед надати відповідь на питання: за допомогою яких саме механізмів і ким приймаються управлінські рішення в корпорації та як розподіляються доходи від її діяльності. Сутність корпоративного управління розкривають не лише вітчизняні і закордонні вчені, але й міжнародні фінансові організації і організації державного регулювання. Проте єдиного тлумачення цього поняття не існує, що вимагає розгляду найбільш характерних підходів для його розкриття.

На думку фахівців Міжнародної фінансової корпорації, корпоративне управління – це система виборних та призначених органів акціонерного товариства, яка управляє ним, відбиває баланс інтересів його власників і спрямована на отримання максимально можливого прибутку від усіх видів діяльності товариства в межах діючого законодавства [27, с. 114; 1, с. 97]. Такий підхід поділяє М. Хессель, який проводить паралель між державним устроєм (виборці – парламент – уряд) та корпоративним управлінням (акціонери – рада директорів – менеджери) [28, с. 39; 29, с. 47]. З цієї точки зору ключовою у корпоративному управлінні стає проблема раціонального співвідношення між принципами підзвітності та невторчання власників у діяльність найманих ними вищих керівників, тобто питання корпоративного контролю.

У відповідності з визначенням Світового банку корпоративне управління об'єднує норми законодавства, нормативні акти та практику господарювання в приватному секторі, що дозволяє корпораціям залучати фінансові та кадрові ресурси, ефективно здійснювати господарську діяльність і, таким чином, продовжувати своє функціонування, підвищуючи довгострокову економічну вартість за рахунок збільшення вартості акцій та захищаючи при цьому інтереси акціонерів і суспільства в цілому [30, с. 114; 18, с. 13]. Це визначення розкриває корпоративне управління з позиції об'єднання норм законодавства і практики господарювання в приватному секторі.

Значною кількістю авторів система корпоративного управління розглядається як організаційна модель, за допомогою якої компанія представляє і захищає інтереси своїх інвесторів



[31, с. 17; 32, с. 451; 33, с. 17]. До цієї точки зору схиляється і К. Майер. Він вважає, що корпоративне управління є організаційною угодою, за якою певна компанія репрезентує та обслуговує інтереси власних інвесторів. Ця угода може охоплювати різні аспекти діяльності корпорації – організацію роботи вищих керівних органів, систему мотивації персоналу, процедуру банкрутства тощо. Необхідність такої угоди впливає, з точки зору К. Майера, в основному з розмежування права власності від процесу управління сучасним АТ [6, с. 24].

О. Краковський вважає корпоративне управління практикою та вивченням шляхів удосконалення взаємовідносин між різними зацікавленими особами в корпорації. Водночас, за його точкою зору, основна проблема корпоративного управління полягає у створенні механізмів контролю аутсайдерів (кредитори та міноритарні акціонери) над інсайдерами (вище керівництво та акціонери з контрольним пакетом акцій). Таким чином, на його думку, персонал та інші групи учасників корпоративних відносин не беруть активної участі у формуванні та діяльності вищих керівних органів акціонерного товариства, а тому майже не здатні достатньо впливати на діяльність корпорації. Отже, інтереси цих учасників корпоративних відносин у більшості випадків можуть бути виведені зі сфери корпоративного управління [28, с. 41].

Б. З. Мільнер та інші практично ототожнюють корпоративне управління з управлінням акціонерним товариством [28, с. 41]. При цьому сфера управлінських рішень у корпоративному управлінні з суто корпоративних (насамперед, фінансово-майнових) відносин поширюється на маркетинг, підготовку й організацію виробництва, організацію праці та інші аспекти управління діяльністю акціонерним товариством. Але для більшості учасників корпоративних відносин зазначені сфери підприємницької діяльності не є пріоритетними, оскільки прямо не впливають на їхні фінансово-майнові інтереси. Для акціонерів, вищого керівництва, персоналу, комерційних партнерів, держави та громадськості більшого значення набувають стратегічні рішення, виходячи з яких формується поточна політика управління корпорацією.

Деякі науковці трактують корпоративне управління з точки зору захисту прав інвесторів і корпоративного контролю.

Так, А. Шлейфер і Р. Вішні визначають корпоративне управління як способи, за допомогою яких інвестори корпорацій забезпечують собі отримання прибутку від своїх інвестицій [34, с. 65]. А. Дамб і Ф. Ньюбауер трактують корпоративне управління як процес, за допомогою якого корпорації несуть відповідальність перед правами і інтересами акціонерів [35, с. 153]. М. Ісаксон формулює корпоративне управління як систему, за допомогою якої відбувається управління і контроль за бізнесом корпорації [2, с. 27].

Проблему корпоративного управління деякі автори розглядають як проблему гарантування роботи підприємства в інтересах його власників [36, с. 13]. Зокрема, Д. Коссе і С. Лемма відзначають, що корпоративне управління передбачає механізми, за допомогою яких акціонери компанії здійснюють контроль над робітниками компанії і всім управлінським апаратом в інтересах свого захисту [37, с. 29].

В свою чергу С. Пишпек формулює корпоративне управління у вузькому та широкому значенні. У вузькому значенні корпоративне управління полягає в забезпеченні діяльності менеджерів по управлінню підприємством в інтересах власників-акціонерів. У ширшому змісті – це захист і врахування інтересів як фінансових, так і нефінансових інвесторів, які вносять свій вклад в діяльність корпорації [38, с. 86].

М. Озкайа и Х. Аскарі зазначають, що головною метою корпоративного управління є розвиток ефективного моніторингу і спонукальних механізмів, які б скоротили недоліки, пов'язані з виділенням володіння від управління [2, с. 28].

Наступна група авторів підходить до корпоративного управління з позиції взаємовідносин між різними учасниками корпорацій. Так, підхід відомого рейтингового агентства „Стандарт енд Пуерз корпорейшн” (Standard & Poor's Corporation) полягає в тому, що корпоративне управління передбачає взаємодію між управляючими компаніями, її радою директорів, акціонерами компанії та іншими фінансовими посередниками [2, с.28]. А. Сірош також розкриває корпоративне управління як систему організаційно-правових, економічних і фінансових взаємовідносин всіх учасників акціонерного товариства, яка встановлює механізми і методи взаємодії зацікавлених сторін, за допомогою яких вони представляють в акціонерному товаристві

свої інтереси і взаємодіють з акціонерним товариством та між собою [39, с. 37- 41].

С. Турнбулл відзначає, що корпоративне управління розкриває процеси в діяльності організації, які пов'язані як з визначенням уповноважених осіб по контролю і регулюванню діяльності, так і з організацією виробництва, реалізацією товарів і послуг [2, с. 29].

З точки зору Федеральної комісії з цінних паперів Російської Федерації, під корпоративним управлінням необхідно розуміти систему відносин між органами управління і посадовими особами емітентів, власниками цінних паперів таких емітентів (акціонерами, власниками облігацій та інших цінних паперів), а також іншими зацікавленими особами, які задіяні в управлінні емітентом як юридичною особою [40, с. 6; 41, с. 68]. Це визначення розповсюджує корпоративне управління на підприємства – емітентів цінних паперів та об'єднує майже всіх суб'єктів корпоративного управління. А. Кедбері визначає, що корпоративне управління – це система управління і контролю за бізнесом корпорації. Структура корпоративного управління обумовлює розподіл прав і обов'язків серед різних учасників в корпорації, таких як рада, акціонери-управлінці та інші посередники-кредитори, а також встановлює правила і процедури прийняття рішень відносно діяльності корпорації [2, с. 29].

І. Храбова розглядає корпоративне управління як управління організаційно-правовим оформленням бізнесу, оптимізацією організаційних структур, побудовою внутрішніх і зовнішніх відносин компанії у відповідності з прийнятими цілями [42, с. 63]. З точки зору О. С. Поважного корпоративне управління – це спосіб впливу на систему взаємовідносин між органами управління безпосередньо виробництвом, інвесторами, трудовим колективом і державою, яка регламентується законодавчими і нормативними актами, внутрішніми нормативними документами і положеннями в цілях підвищення ефективності господарювання – отримання очікуваного прибутку [2, с. 33]. Таке визначення сутності корпоративне управління узагальнює економічний та законодавчий аспект управління.

В. А. Євтушевський пропонує розглядати корпоративне управління як управління корпоративними правами, оскільки управління корпоративними правами стосується усіх їх власни-

ків, а ними є значна частина людей у світі, у тому числі громадяни України. Отже, за його визначенням корпоративне управління являє собою „... процеси регулювання власником руху його корпоративних прав із метою отримання прибутку, управління корпоративним підприємством, відшкодування витрат через отримання частки майна при його ліквідації, можливих спекулятивних операцій з корпоративними правами” [4, с. 10].

Деякі автори розглядають корпоративне управління як набір інституційних механізмів, що регулюють відносини між декількома групами учасників у справах діяльності корпорації (інвесторів – як акціонерів, так і кредиторів; менеджерів і робітників) з метою отримання економічних результатів від такої коаліції [6, с. 309; 43, с. 86]. Р. Капелюшніков поділяє цей підхід і розглядає систему корпоративне управління як набір інституціональних механізмів, які обмежують відхилення від поведінки, яка забезпечує максимізацію ринкової вартості [44, с.119].

М. Чечетов і А. Мендрул розкривають корпоративне управління в широкому значенні як елемент загальної системи управління, який притаманний тільки фірмам в організаційно-правовій формі акціонерного товариства, і полягає в організації взаємодії учасників корпоративних відносин [45, с. 10].

В концепції корпоративного управління, в основу якої покладені принципи Організації Економічного Співробітництва та Розвитку (ОЕСР), дане поняття розглядається в двох напрямках: нормативному і біхевіоральному. З біхевіорального боку корпоративне управління включає взаємовідносини, виходячи з моделі поведінки між різними учасниками корпорації з обмеженою відповідальністю, як спосіб взаємодії між менеджерами (керівниками) і акціонерами, а також робітниками, кредиторами, споживачами і суспільством з метою формування корпоративної стратегії. З нормативного боку концепція корпоративного управління стосується норм і правил, які визначають взаємовідносини і особисту поведінку. Ці норми складаються з акціонерного законодавства, нормативних положень в галузі цінних паперів і вимог щодо котирування в фондовій біржі, які також можуть бути приватними на рівні саморегулювання [46, с. 10-13; 47, с. 91].

Д. В. Задихайло, О. Р. Кібенко, Г. В. Назарова розглядають корпоративне управління як сукупність юридичних, економіч-

них, організаційних норм і правил, у рамках яких функціонує корпорація (товариство), і на базі яких будуються взаємовідносини між усіма її учасниками [19, с. 9]. В межах даного визначення розкривається законодавчий, економічний та організаційний аспект управління.

З точки зору психологічного фактору корпоративне управління розуміється як управління корпоративними (точніше, особистісно-корпоративними) відносинами власності. Це розглядається як основа економічного змісту даної форми управління [17, с. 3,4; 48, с. 1053].

Проведене дослідження щодо єдиного визначення корпоративного управління засвідчило, що на даний час його не існує. Однак розкриті точки зору щодо сутності корпоративного управління необхідно узагальнити у розрізі декількох підходів. Г. В. Козаченко пропонує реалізувати це в межах таких підходів: часткового, суспільного, нормативного, економічного та управлінського [1, с. 96]. Але, на нашу думку, запропоновані підходи не охоплюють усю множину визначення корпоративного управління. Автор пропонує впровадити ще два підходи щодо визначення сутності корпоративного управління на основі проведених досліджень: організаційного і соціально-економічного та розкрити їх значення (рис. 2).

Проаналізувавши усі підходи щодо визначення корпоративного управління та їх сутність, зазначимо, що, на нашу думку, корпоративне управління – це спосіб забезпечення захисту і врахування інтересів як фінансових, так і нефінансових інвесторів, який регламентується законодавчими і нормативними актами, внутрішніми нормативними положеннями і документами, з метою отримання максимального прибутку.



Рис. 2. Підходи до визначення сутності корпоративного управління

Дослідивши особливості корпоративних підприємств, можна стверджувати, що ефективність корпоративного управління передбачає забезпечення організаційної та соціально-економічної ефективності управління корпораціями, виходячи з предмету дисертаційних досліджень – акціонерними товариствами.

Організаційна ефективність у нашому трактуванні має на

меті оцінити вплив системи менеджменту, організаційної культури та методів прийняття рішень на ефективність реалізації стратегічних цілей корпорації. Соціально-економічна ефективність управління розглядається як ступінь задоволення інтересів робітників в міру того, наскільки ці інтереси співпадають з поточною метою діяльності підприємства, тобто відображає інтереси не тільки власника, а й колективу підприємства, що було досліджено у науковій роботі І. Ф. Лісної [49, с. 12-15].

Тим не менше, на нашу думку, така точка зору щодо соціально-економічної ефективності корпоративного управління повинна бути доповнена концептуальною необхідністю створення, а саме досягнення балансу інтересів зацікавлених в діяльності акціонерних товариств осіб. Враховуючи особливості організації корпорацій, соціально-економічна ефективність корпоративного управління полягає у створенні балансу інтересів зацікавлених в діяльності акціонерних товариств осіб. Це передбачає врахування економічної та соціальної природи корпоративних відносин, які виникли та набули розвитку у вітчизняних акціонерних товариствах та економічному ландшафті України в цілому.

Звідси забезпечення соціально-економічної ефективності реалізує мету корпоративного управління, яка полягає у підвищенні ефективності функціонування корпорації за рахунок створення балансу інтересів зацікавлених сторін. Досягнення цієї мети є необхідним з точки зору досягнення позитивного економічного розвитку, створення і підтримки сприятливого ділового середовища, забезпечення довгострокового зростання продуктивності та ефективності. Пріоритетність саме соціально-економічної ефективності корпоративного управління над організаційною обумовлена такою особливістю управління корпораціями, як відокремлення володіння власністю від безпосереднього управління нею, в результаті якого і створюються різні групи учасників корпоративних відносин.

## 1.2. Особливості та принципи формування сучасного корпоративного сектора економіки України

Сучасна економіка України функціонує в умовах становлення ринкових відносин, основною ознакою яких є формування корпоративного сектора як базового серед нових організаційно-правових форм господарювання з певною системою впливу на учасників корпоративних відносин із метою ефективного використання об'єднаного капіталу. Формування корпоративного сектора економіки відбувалось в процесі приватизації (реформування державної власності). У результаті створено понад 35 тис. акціонерних товариств, учасниками яких є майже 19 млн. акціонерів (рис. 3) [50, с. 24].

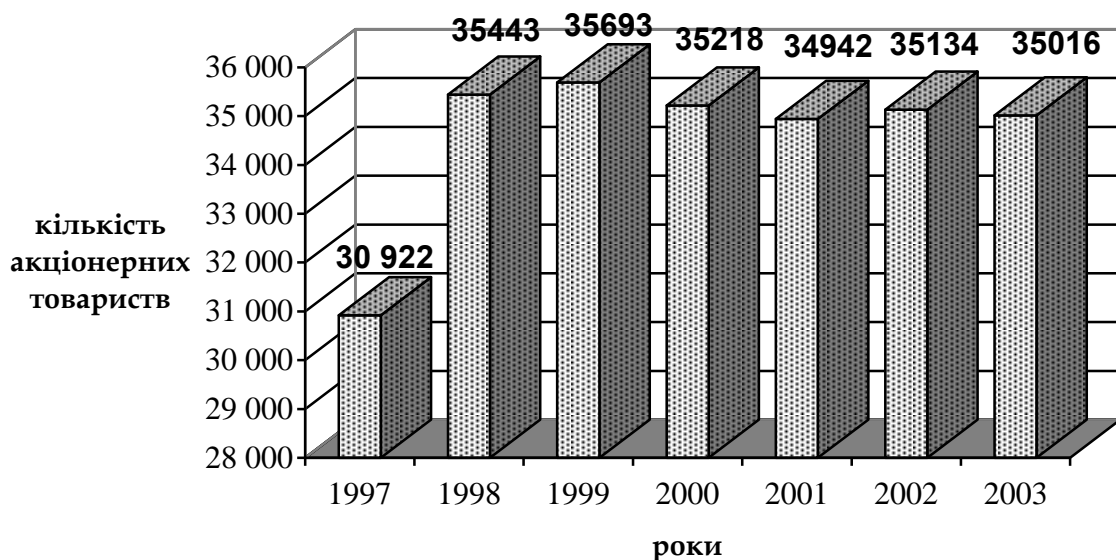


Рис. 3. Динаміка корпоративного сектора економіки України

В активі корпоративного сектора нашої країни вже близько 70% загального обсягу промислового виробництва [51, с. 57]. Отже, за статистичними параметрами, цей сектор став домінуючим у структурі національної економіки.

Важливість формування сучасного корпоративного сектора та корпоративного управління забезпечила розроблення державної програми корпоративного управління, національних принципів та кодексу корпоративного управління, а також створення державної системи підготовки і перепідготовки фахівців для роботи у цьому секторі економіки. З цією метою остан-



нім часом в Україні прийнято низку важливих правових документів, які мають стратегічне значення для подальшого розвитку корпоративного сектора і корпоративного управління: Указ Президента України від 26.03.2001 №198 „Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України”, яким затверджено основні напрями розвитку фондового ринку України на 2001-2005 рр., постанова Кабінету Міністрів України від 14.08.2001 №1046 „Про заходи щодо реалізації основних напрямів розвитку фондового ринку України на 2001-2005 рр.”, а також розпорядження Кабінету Міністрів України від 24.10.2001 №487-р „Про затвердження заходів щодо удосконалення системи підготовки, перепідготовки і підвищення кваліфікації фахівців фондового ринку і корпоративного управління в Україні на 2001-2005 рр.”. У 2002 р. прийнято новий Указ Президента України від 21.03.2002 №280 „Про заходи щодо розвитку корпоративного управління в акціонерних товариствах”, у 2003 р. видано розпорядження Кабінету Міністрів України від 18.01.2003 №25 „Про затвердження заходів щодо реалізації пріоритетних напрямів розвитку корпоративного управління в акціонерних товариствах”, у 2003 р. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) затвердила від 11.12.2003 №571 Національні принципи корпоративного управління, у 2004 р. прийнятий Цивільний та Господарський кодекси України.

Слід підкреслити, що в Україні створений формальний інституційний каркас приватизації народного господарства на основі корпоратизації. Так подібна діяльність регулювалася новоствореними з початку 90-х рр. ДКЦПФР, Фондом державного майна України (ФДМУ), Українським інститутом розвитку фондового ринку (УІФР), Українською асоціацією інвестиційного бізнесу (УАІБ), Міжнародним інститутом бізнесу (МІБ), Міжнародною фінансовою корпорацією (МФК).

Останнім часом було підготовлено ряд важливих документів з проблем корпоративного управління, а саме: проект Закону України „Про господарські товариства”, проект Концепції розвитку корпоративного управління в Україні, Рекомендації кращої практики корпоративного управління для акціонерних товариств України [52, с.32-33].

Можна стверджувати, що урядом України, функціональними інститутами приватизації і корпоратизації за наукової

підтримки створені теоретичні та практичні основи для формування корпоративного сектора економіки України, метою якого є організація ринково орієнтованих підприємств та підвищення ефективності функціонування організаційних формуваль корпоративного типу на основі: використання переваг корпоративного устрою суб'єкта господарювання, забезпечення інвестиційних інтересів широких верств населення України, участі їх у користуванні, розпорядженні та управлінні майном окремих суб'єктів господарювання корпоративного типу, вирішення складних проблем бізнесу за рахунок об'єднань зусиль, інтелекту та капіталів різних груп акціонерів тощо, завдяки чому уможлиблюється й вирішення ряду соціально-економічних проблем держави.

У країнах із ринковою економікою сформувалася певна структура управління корпоративними підприємствами зі сталими характеристиками й елементами. Три основні моделі корпоративного управління, які виділяються рядом авторів [53, с. 62], - це англо-американська, західноєвропейська (німецька) та японська, достатньо досліджені і функціонують з високим рівнем ефективності в розвинутих країнах. Тим не менше, в сучасних умовах господарювання доцільно визначити ще одну модель із власними характеристиками та своєрідними підходами до формування корпоративних відносин - це модель країн із перехідною економікою, до якої належить і Україна.

Крім зазначених моделей корпоративного управління, у світі сформувалися дві управлінські системи корпоративного регулювання, які характеризують основні підходи до проблеми повноважень і відповідно прийняття рішень та реалізації прав власності. Ці системи отримали назви інсайдерських та аутсайдерських. Інсайдерські системи управління існують, коли власність сконцентрована в руках кількох осіб, які володіють великими частками корпоративного майна. У цьому випадку значна частина функцій управління здійснюється юридичними та фізичними особами і менеджмент перебуває під їх прямим впливом. Характерним є те, що інсайдери є водночас і акціонерами, і менеджерами таких корпорацій. Аутсайдерські системи характеризуються акціонерною власністю, яка є досить розпорошеною, і тому вплив на прийняття рішень більшою мірою залежить від менеджерів, застосування різних форм перехоплення

контролю за корпорацією [4, с. 22].

Структура моделі корпоративного управління в Україні ґрунтується на специфіці розподілу управлінських функцій між акціонерами і менеджерами компанії. У своїй основі дана модель перебуває на стадії свого активного становлення, формально включаючи окремі, розрізнені компоненти усіх трьох традиційних моделей. Такими компонентами є власність, прибутковий аутсайдерським моделям; тенденція до концентрації власності і контролю, запровадження елементів перехресного володіння і формування складних корпоративних структур різного типу, що властиво інсайдерським моделям, в яких визначені пільги отримують робітники і (або) менеджери підприємства. В останньому випадку перевага структури акціонерного капіталу інсайдерів приводить до внутрішньої „нормотворчості” і розподілу прибутку саме в інтересах акціонерів – робітників [54, с. 53; 55, с. 7]. При цьому поширеною є практика порушення прав зовнішніх акціонерів, що стає можливим за умов недосконалої законодавчої бази щодо захисту прав інвесторів. Частіше всього це відбувається у спосіб, коли загальні збори акціонерів проводяться як збори трудового колективу, а при розподілі прибутку основна увага приділяється фондам соціального розвитку і матеріального заохочення, а не виплаті дивідендів. Очевидно є підстави стверджувати, що таке поєднання елементів існуючих систем корпоративного управління є однією з основних особливостей української моделі управління корпоративними підприємствами.

При формуванні національної моделі управління корпоративними сектором економіки доцільним є також визначення подібних та відмінних рис української моделі та усталених моделей корпоративного управління, а саме англо-американської, німецької та японської. Зазначене порівняння визначає спільні характеристики та виявляє, що національна модель найбільше тяжіє до японської [56, с. 53]. Проведений аналіз дає підстави ідентифікувати ряд закономірностей у вигляді структурної схеми відповідності національної моделі управління корпоративними підприємствами визначеним моделям (рис. 4).



Рис. 4. Структурна схема формування національної моделі корпоративного управління

Вочевидь превалююча в країні модель корпоративного управління здійснює вплив на структуру володіння акціями підприємств. Однак структура володіння, яка склалася, не є сталою, вона може з часом змінюватися, що і спостерігається на

ряді вітчизняних підприємств, коли зміна структури акціонерного капіталу здійснюється за рахунок скупки акцій зовнішніми інвесторами або менеджерами підприємств, а також шляхом проведення додаткових емісій акцій, які здатні внести істотні корективи у структуру управління.

Теоретичною основою створення корпоративного сектора економіки в Україні є формування адекватного інституційного середовища на основі національних принципів корпоративного управління. Останні повинні носити універсальний характер навіть в країнах, де відбуваються глибокі якісні процедури з реформування економіки.

Загальні принципи корпоративного управління відображають міжнародний досвід діяльності корпорацій в світі. На цій основі заснована класифікація загальних принципів корпоративного управління: ОЕСР, Європейського Банку Реконструкції та Розвитку (ЄБРР), Конфедерації Європейських Асоціацій Акціонерів „Євроакціонери” (КЄАА) (табл. 2) [18, с. 29-43; 46, с. 13].

ОЕСР спільно із Світовим банком, МВФ та іншими міжнародними інституціями ініціювала у 1998 р. глобальну програму створення універсальних стандартів та норм, націлену на істотне поліпшення національних систем корпоративного управління. При цьому не передбачалося створити єдиний і обов'язковий для всіх країн кодекс чи збірник корпоративних норм, а лише частину стандартів, які позитивно себе зарекомендували практикою, вважати корисними для застосування усіма країнами. Ці принципи зосереджені на проблемах, які виникають внаслідок розмежування власності та управління, визначають межі, в яких визначаються цілі компанії, засоби досягнення цих цілей, здійснення моніторингу діяльності компанії. Метою принципів, розроблених ЄБРР, є сприяння встановленню взаєморозуміння між корпораціями, кредиторами і інвесторами при ухваленні рішень про надання кредиту або вкладання капіталу шляхом впровадження раціональних ділових норм у корпоративну практику.

## Міжнародні принципи корпоративного управління

Принципи корпоративного управління	Сутність принципів
<b><i>Принципи ОЕСР</i></b>	
<b><i>1. Захист прав акціонерів</i></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Основні права акціонерів (надійна реєстрація власності, передача акцій, регулярне та своєчасне отримання інформації по корпорацію, участь та голосування на загальних зборах акціонерів, участь у виборах Ради, отримання частки прибутку корпорації).</li> <li>- Право на участь у прийнятті рішень та отримання достатньої інформації стосовно фундаментальних змін у корпорації.</li> <li>- Можливість ефективною участі у загальних зборах, голосування на зборах, бути поінформованими про правила, що регламентують проведення загальних зборів.</li> <li>- Оприлюднення структури капіталу.</li> <li>- Інформація про витрати та зиски використання права голосу.</li> </ul>
<b><i>2. Забезпечення однакового ставлення до акціонерів, включаючи дрібних та іноземних акціонерів</i></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ставлення до усіх акціонерів, які належать до одного класу, має бути однаковим.</li> <li>- Необхідно заборонити будь-які операції у власних інтересах та операції з використанням закритої інформації.</li> <li>- Члени ради та Правління зобов'язані повідомити про свою матеріальну зацікавленість в угодах або питаннях, що стосуються акціонерного товариства.</li> </ul>
<b><i>3. Визнання передбачених законом прав зацікавлених осіб та заохочення співробітництва між компанією та зацікавленими особами</i></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Система корпоративного управління має забезпечувати дотримання захищених законом прав зацікавлених осіб.</li> <li>- Якщо їхні інтереси захищені законом, зацікавлені особи повинні мати можливість використовувати ефективні методи захисту в разі порушення їхніх прав.</li> <li>- Система корпоративного управління повинна дозволити участь зацікавлених осіб у заходах по підвищенню ефективності діяльності компанії.</li> <li>- Якщо зацікавлені особи беруть участь у процесі корпоративного управління, вони повинні мати доступ до необхідної інформації.</li> </ul>

Принципи корпоративного управління	Сутність принципів
<p><i>4. Забезпечення своєчасного і точного розкриття інформації з усіх найважливіших питань, що стосуються акціонерного товариства, включаючи його фінансовий стан, продуктивність, власність та управління</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Інформація, що підлягає розкриттю: результати фінансової та операційної діяльності компанії; завдання компанії; володіння значними пакетами акцій та права голосу; список членів ради та Правління, а також розмір винагороди, яку кожен з них отримує; значущі фактори ризику, що можна спрогнозувати; важливі питання, які пов'язані з працівниками та іншими зацікавленими особами; структура й політика управління компанією.</li> <li>- Інформація повинна готуватися, перевірятися та розкриватися відповідно до високих стандартів якості розкриття фінансової й не фінансової інформації та аудиту.</li> <li>- З метою забезпечення належної підготовки та надання фінансової звітності, слід щороку проводити аудиторські перевірки з використанням незалежного аудитора, який дає зовнішню та об'єктивну оцінку цієї звітності.</li> <li>- Канали розповсюдження інформації повинні передбачити рівноправний, своєчасний та не пов'язаний із надмірними витратами доступ користувачів до необхідної інформації.</li> </ul>
<p><i>5. Забезпечення стратегічного керівництва компанією, ефективного нагляду за діяльністю виконавчих директорів з боку Ради, а також звітність цієї Ради перед компанією та акціонерами</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Члени ради повинні діяти на основі всієї необхідної інформації в інтересах компанії та акціонерів.</li> <li>- Якщо рішення ради можуть по-різному впливати на різні групи акціонерів, то вона має однаково справедливо ставитися до всіх акціонерів.</li> <li>- Рада має забезпечити дотримання відповідного законодавства та враховувати інтереси зацікавлених осіб.</li> <li>- Рада має виконувати певні ключові функції (стратегія, управлінські кадри, винагороди, вирішення конфліктів, бухгалтерський облік та звітність, ризики).</li> <li>- Рада повинна мати можливість виносити об'єктивне судження в справах акціонерів, не будучи залежною, зокрема від Правління.</li> </ul>
<p><b>Принципи ЄБРР</b></p>	

**1. Принципи відносин з клієнтами**

- незмінно висока якість товарів та послуг і за конкурентноспроможними цінами; гласність у взаємовідносинах із клієнтами і надання їм достовірної інформації про товари і послуги; урахування всіх аспектів обслуговування клієнтів.



Принципи корпоративного управління	Сутність принципів
<b>2. Принципи взаємовідносин з акціонерами</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- юридичне закріплення в статуті компанії функцій і обов'язків керівних органів і акціонерів;</li> <li>- гласність правил голосування, захист прав дрібних акціонерів стосовно втрати вартості їх акцій; порядок забезпечення достовірності списку акціонерів;</li> <li>- систематичний і відкритий зв'язок з акціонерами;</li> <li>- отримання правил проведення зборів акціонерів та надання достатньої інформації щодо прийняття рішень;</li> <li>- чіткий розподіл повноважень між керівними органами корпорації, тобто правлінням, спостережною радою і загальними зборами акціонерів.</li> </ul>
<b>3. Принципи взаємовідносин з працівниками</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- обов'язкове дотримання трудового законодавства;</li> <li>- забезпечення необхідних норм охорони і гігієни праці;</li> <li>- принцип найму, оплати праці і просування по службі працівників без будь-якої дискримінації;</li> <li>- дотримання права працівників на участь у профспілковій діяльності;</li> <li>- ефективні системи консультацій із працівниками щодо умов праці й інших питань, що безпосередньо пов'язані із робочим місцем;</li> <li>- чітко сформульовані принципи оплати праці, пільг, просування по службі; турбота про добробут працівників у цілому.</li> </ul>

<p><b>4. Принципи взаємовідносин з постачальниками</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- дотримуватися чітких і гласних принципів закупівель;</li> <li>- суворо карати працівників, що беруть хабарі;</li> <li>- уникати справ з постачальниками, котрі намагаються спрямувати процес закупівель у русло власних інтересів;</li> <li>- підтримувати суворо комерційні відносини з постачальниками, зокрема з тими, що пов'язані з компанією спільною власністю;</li> <li>- прагнути оперативно оплачувати рахунки постачальників;</li> <li>- утримуватися від закупівель матеріалів, торгівля якими заборонена міжнародними екологічними й іншими конвенціями.</li> </ul>
--	---

Продовження табл. 2

Принципи корпоративного управління	Сутність принципів
<b>Принципи КЄАА</b>	
1. Головною метою компанії повинна бути максимізація вартості акцій акціонерів.	Сутність вкладено в назву принципів
2. Рішення, що мають суттєвий вплив на природу, розмір, структуру та ризики компанії, на позиції акціонерів, підлягають затвердженню акціонерами.	
3. Акціонери більшості повинні робити попередні пропозиції щодо купівлі акцій акціонерів меншості, у випадку, коли частка акціонера більшості перевищує 25% - 33,3%.	
4. Процеси злиття та поглинання повинні регулюватися.	
5. Компанії повинні відразу розкривати інформацію, яка може мати вплив на ціну акцій, а також інформацію про акціонерів, частка яких стає більшою або меншою, ніж 5%.	
6. Інформація щодо порядку денного, що відноситься до загальних зборів, повинна публікуватися вчасно.	
7. Акціонери повинні мати можливість вносити пропозиції до порядку денного річних загальних зборів.	
8. Акціонери повинні мати право обирати членів принаймні однієї ради та приймати рішення про їх звільнення.	
9. Членство у правлінні (виконавчі директори) та у спостережній раді (невиконавчі директори) слід обмежити строком до дванадцяти років [5].	

Принципи КЄАА, як і принципи ОЕСР, спрямовані на покращення правової, інституційної та регуляторної бази корпоративного управління, але є більш конкретними та детальними, і стосуються цілей корпорації, розподілу прибутку,

впливу акціонерів на ключові питання життєдіяльності компанії: реорганізацію шляхом злиття (поглинання), реалізації права голосу акціонерів, отримання належної інформації, ролі органів управління тощо.

Надані характеристики принципів корпоративного управління за різними системами (табл. 2) засвідчили, що саме принципи корпоративного управління ОЕСР були адаптовані для країн, у яких відбувається рух до ринкової економіки (зокрема для України) з метою охопити різні існуючі моделі управління та врахувати те, що корпоративне управління перебуває в стадії становлення. Доцільно, на наш погляд, дослідити, яким чином використовуються ці принципи у практиці господарювання українських корпорацій.

Загальновідомо, що ОЕСР розробила 23 принципи корпоративного управління, які передбачають справедливість, відповідальність, прозорість, підзвітність управління. Оцінка використання зазначених принципів українськими корпоративними підприємствами засвідчила, що із загальної сукупності реалізуються повністю два принципи (9%): виконання радою ключових функцій управління та наявність доступу членів ради до всієї необхідної їм інформації; реалізуються частково 11 принципів (48 %): захист основних прав, участь акціонерів у загальних зборах, врахування наслідків використання голосу, заборона операцій менеджерів у власних інтересах, оприлюднення керівництвом ознак конфлікту інтересів, забезпечення прав зацікавлених осіб управлінням, можливість захищати свої права зацікавленими сторонами, канали розповсюдження інформації забезпечують вільний доступ користувачів, функціонування членів ради в найкращих інтересах компанії та акціонерів, забезпечення радою дотримання інтересів зацікавлених осіб, незалежність ради від правління; решта 10 принципів корпоративного управління, що складає 43 %, не діють взагалі [56, с. 57; 57, с. 15].

Відповідно до виконання Указу Президента України „Про заходи щодо розвитку корпоративного управління в акціонерних товариствах” від 21.03.2002 року №280/2002 ДКЦПФР затвердила національні принципи корпоративного управління від 11.12.2003 р. №571. Поява даного документа обумовлена розумінням важливості корпоративного управ-

ління та його впливом на розвиток інвестиційних процесів, на ефективність діяльності акціонерних товариств та їх конкурентоспроможність. Мета прийняття національних принципів корпоративного управління полягає у викладенні загальноприйнятих міжнародних стандартів корпоративного управління та з урахуванням національних особливостей і досвіду принципів та рекомендацій, необхідних для удосконалення практики корпоративного управління в Україні. Національні принципи корпоративного управління містять ключові засади, на основі яких мають розвиватися корпоративні відносини в Україні та конкретні рекомендації щодо якісного та прозорого управління акціонерними товариствами (табл. 3) [58].

Аналіз розроблених національних принципів корпоративного управління та міжнародних стандартів корпоративного управління свідчить про те, що за основу використовувались саме принципи ОЕСР [59, с.66-68; 60, с.52-54; 61, с. 52,53].

Таблиця 3

Національні принципи корпоративного управління

Принципи	Зміст принципів
<b>1. Мета товариства</b>	Максимізація добробуту акціонерів за рахунок зростання ринкової вартості акцій товариства, а також отримання акціонерами дивідендів.

<b>2. Права акціонерів</b>	<p>1. Сприяти реалізації та забезпечити захист прав та законних інтересів акціонерів:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- право на участь в управлінні товариством шляхом участі та голосування на загальних зборах;</li> <li>- право на отримання частини прибутку товариства у розмірі, пропорційному належній акціонерів кількості акцій;</li> <li>- право на своєчасне отримання повної та достовірної інформації про фінансово-господарський стан товариства та результати його діяльності, суттєві факти, що впливають або можуть впливати на вартість цінних паперів та (або) розмір доходу за ними, про випуск товариством цінних паперів тощо;</li> <li>- право на вільне розпорядження акціями;</li> <li>- право на надійну та ефективну реєстрацію та підтвердження права власності на акції;</li> <li>- право вимагати обов'язкового викупу товариством акцій за справедливою ціною в акціонерів, які не голосували „за”, або принаймні у тих акціонерів, які голосували „проти” певних прийнятих загальними зборами рішень, які обмежують їх права.</li> </ul>
	2. Забезпечити рівне ставлення до всіх акціонерів-власників однієї категорії акцій.
	3. Забезпечити іноземним акціонерам можливості для реалізації своїх прав нарівні з іншими акціонерами.
	4. У разі здійснення додаткового випуску акцій забезпечити рівне переважне право всіх акціонерів придбати додатково випущені акції у кількості, пропорційній їхній існуючій частці у статутному капіталі.

Продовження табл. 3

Принципи	Зміст принципів
	5. Розробити та запровадити необхідні внутрішні механізми з метою запобігання неправомірному використанню інсайдерської інформації посадовими особами товариства та іншими інсайдерами.
<b>3. Наглядова рада і виконавчий орган</b>	<p>1. Наглядова рада.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Здійснює загальне керівництво діяльністю товариства, контроль за діяльністю виконавчого органу та захист прав усіх акціонерів. Ефективне управління повинно передбачати систему звітності ради перед загальними зборами товариства.</li> </ul>

	- Статут товариства повинен чітко визначити компетенцію наглядової ради, у тому числі перелік повноважень, які відносяться до виключної компетенції наглядової ради.
	- Члени наглядової ради повинні обиратися та відкликатися загальними зборами товариства.
	- Члени наглядової ради повинні володіти знаннями, кваліфікацією та досвідом, необхідними для виконання своїх посадових обов'язків. Члени наглядової ради повинні мати можливість приділяти роботі у наглядовій раді достатню кількість часу.
	- З метою забезпечення незалежності наглядової ради до її складу доцільно включати незалежних членів, кількість яких повинна складати принаймні 25 відсотків кількісного складу ради.
	- Члени наглядової ради повинні мати доступ до повної, достовірної та своєчасної інформації для прийняття важливих рішень.
	- Чергові засідання наглядової ради повинні проводитись стільки разів, скільки необхідно для належного виконання нею своїх функцій; у будь-якому випадку засідання наглядової ради повинні проводитись не рідше одного разу на три місяці.
	- Члени наглядової ради повинні виконувати свої обов'язки особисто і не можуть передавати свої повноваження іншим особам.
	- Залежно від кількісного складу та функцій наглядової ради, у складі ради доцільно формувати комітети наглядової ради.

Продовження табл. 3

Принципи	Зміст принципів
	- Наглядова рада повинна мати право в разі необхідності приймати рішення про укладення угод стосовно надання наглядовій раді професійних консультаційних послуг (юридичних, аудиторських тощо); кошторис витрат наглядової ради повинен передбачати наявність відповідних ресурсів для оплати таких послуг.
	- За підсумками року наглядова рада повинна звітувати перед загальними зборами про свою діяльність та загальний стан товариства.

	- Наглядова рада повинна забезпечувати проведення щорічної оцінки своєї діяльності в цілому та кожного члена окремо. З цією метою раді доцільно створювати спеціальний комітет, більшість членів якого повинні бути незалежними.
	- Члени наглядової ради повинні отримувати справедливу винагороду та мати стимули для забезпечення успішної діяльності товариства. Інформація про індивідуальний або сукупний розмір та форму винагороди членів наглядової ради, кількість акцій, якими вони володіють, повинна оприлюднюватися у річному звіті.
	- З метою ефективного організаційного та інформаційного забезпечення діяльності органів товариства, належного інформування акціонерів та заінтересованих осіб товариству доцільно запровадити посаду корпоративного секретаря.
	2. Виконавчий орган. - Виконавчий орган здійснює керівництво поточною діяльністю товариства. Виконавчий орган підзвітний наглядовій раді та загальним зборам акціонерів.
	- Виконавчий орган розробляє та передає на затвердження наглядовій раді проекти річного бюджету та стратегії товариства, самостійно розробляє і затверджує поточні плани та оперативні завдання товариства і забезпечує їх реалізацію.
	- Виконавчий орган повинен забезпечувати відповідність діяльності товариства вимогам законодавства, рішенням загальних зборів та наглядової ради.
	- Товариству доцільно створювати колегіальний виконавчий орган. Голова та члени виконавчого органу обираються та відкликаються загальними зборами товариства за рекомендацією наглядової ради.

Продовження табл. 3

Принципи	Зміст принципів
	- Члени виконавчого органу повинні володіти знаннями, кваліфікацією та досвідом, необхідними для належного виконання ними своїх функцій.
	- Розмір та форма винагороди членів виконавчого органу визначаються наглядовою радою за рекомендацією комітету ради з питань призначень та винагород.

	<p>- Розмір винагороди членів виконавчого органу повинен бути співвідносним з результатами діяльності товариства. Інформація про індивідуальний або сукупний розмір та форму винагороди членів наглядової ради повинна оприлюднюватися у річному звіті.</p>
	<p>- На вимогу наглядової ради, але не рідше одного разу на три місяці, виконавчий орган повинен подавати раді у письмовій формі звіт про фінансово-господарський стан товариства та хід виконання планів та завдань.</p> <p>Виконавчий орган зобов'язаний своєчасно надавати членам наглядової ради на їх вимогу повну та достовірну інформацію, необхідну для належного виконання радою своїх функцій.</p> <p>За підсумками року виконавчий орган повинен звітувати перед загальними зборами про свою діяльність та загальний стан товариства.</p>
	<p>- Оцінка діяльності виконавчого органу в цілому та окремих його членів повинна здійснюватися наглядовою радою на регулярній основі.</p>
	<p>3. Лояльність та відповідальність.</p> <p>- Посадові особи органів повинні добросовісно та розумно діяти в найкращих інтересах товариства.</p>
	<p>- Посадові особи органів товариства повинні розкривати інформацію про наявність у них конфлікту інтересів стосовно будь-якого рішення товариства.</p> <p>Внутрішні документи товариства повинні передбачати відповідний порядок прийняття рішень, стосовно яких у посадових осіб органів товариства існує конфлікт інтересів.</p>
	<p>- Посадові особи органів товариства не повинні використовувати у власних інтересах ділові можливості товариства.</p>



Принципи	Зміст принципів
	<p>Члени виконавчого органу не повинні поєднувати роботу в товаристві з будь-якою іншою підприємницькою діяльністю, крім випадків схвалення такої діяльності наглядовою радою.</p> <p>- Політика товариства стосовно надання позик посадовим особам органів товариства повинна бути чітко визначена у внутрішніх документах товариства.</p> <p>- Посадові особи повинні відшкодовувати збитки, завдані товариству внаслідок невиконання або неналежного виконання ними свого обов'язку діяти добросовісно та розумно в найкращих інтересах товариства. Відповідні положення про відповідальність посадових осіб повинні передбачатися цивільно-правовими або трудовими договорами, що укладаються між товариством та посадовими особами.</p>
<b>4. Розкриття інформації та прозорість</b>	<p>1. Інформація, що розкривається товариством, повинна бути суттєвою та повною.</p> <p>2. Інформація, що розкривається товариством, повинна бути достовірною, тобто такою, що сприяє чіткому та повному уявленню про дійсний фінансовий стан товариства та результати його діяльності.</p> <p>3. Товариство повинно забезпечувати своєчасність розкриття інформації.</p> <p>4. Товариство повинно забезпечувати рівний доступ до інформації, що розкривається, включаючи її обсяг, зміст, форму та час надання.</p> <p>5. Товариство повинно використовувати зручні для користувачів засоби поширення інформації, які забезпечують рівний, своєчасний та непов'язаний зі значними витратами доступ до інформації.</p> <p>6. Товариство повинно мати чітко визначену інформаційну політику, спрямовану на розкриття інформації шляхом її донесення до відома всіх заінтересованих в отриманні інформації осіб в обсязі, необхідному для прийняття зважених рішень. Інформаційну політику товариства доцільно визначати з врахуванням потреб товариства у захисті конфіденційної інформації та комерційної таємниці.</p>

Принципи	Зміст принципів
<b>5. Контроль за фінансово-господарською діяльністю товариства</b>	1. Контроль за фінансово-господарською діяльністю товариства повинен здійснюватися як через залучення незалежного зовнішнього аудитора (аудиторської фірми), так і через механізми внутрішнього контролю.
	2. Особи, які здійснюють контроль за фінансово-господарською діяльністю товариства, мають бути незалежними від впливу членів виконавчого органу товариства, власників крупних пакетів акцій, інших осіб, які можуть бути заінтересованими у результатах проведення контролю.
	3. Товариство повинно забезпечити проведення об'єктивного та професійного контролю за його фінансово-господарською діяльністю.
	4. Особи, які здійснюють контроль за фінансово-господарською діяльністю товариства, повинні звітувати про результати перевірок наглядовій раді та (або) загальним зборам товариства. Зовнішній аудитор повинен брати участь у загальнихборах товариства з метою надання акціонерам відповідей на питання стосовно фінансової звітності та аудиторського висновку.
<b>6. Заінтересовані особи</b>	1. Товариство повинно забезпечити дотримання передбачених чинним законодавством прав та інтересів заінтересованих осіб.
	2. Товариство повинно забезпечити заінтересованим особам доступ до інформації про товариство, необхідної для ефективної співпраці.
	3. Товариство повинно сприяти активній участі працівників у процесі корпоративного управління та підвищенню їх заінтересованості в ефективній діяльності товариства.

Загалом же національні принципи корпоративного управління передбачають поєднання як загальних принципів корпоративного управління, так і особливих принципів управління, які розроблені з врахуванням національних особливостей формування корпоративного сектора економіки, законодавства і сформованої системи управління підприємствами в Україні (табл. 4).

Дотримання зазначених принципів, як вважається, є основою ефективного управління корпоративним сектором

економіки, але рекомендаційний характер та добровільне застосування даних принципів корпоративного управління, на нашу думку, не може привести до створення аналогічної моделі. Натомість на практиці важливу роль і у подальшому відіграватимуть такі чинники як замкненість вітчизняних корпорацій, орієнтація на інтереси стратегічних інвесторів та ігнорування прав дрібних інвесторів, а також закритість від більшості зацікавлених осіб.

Таблиця 4

Принципи корпоративного управління в Україні

Загальні принципи	Особливості, що характерні для сучасних умов України
1. Одна проста акція – один голос	1. Провідна роль спостережної ради в управлінні акціонерним товариством.
2. Підпорядкування меншості акціонерів більшості	
3. Однакове ставлення до всіх акціонерів – власників простих акцій	
4. Прийняття найважливіших рішень акціонерами компанії на зборах акціонерів	2. Наявність незалежних членів спостережної ради у акціонерних товариствах.
5. Загальне керівництво і контроль з боку акціонерів за діяльністю керівних органів компанії.	
6. Необхідність розмежування компетентності органів управління компанії: між вищим органом, спостережною радою і виконавчим органом.	
7. Залежність ступеня впливу акціонерів на управління акціонерним товариством від розміру їх частки в статутному фонді (внеску в капітал)	
8. Захист прав акціонерів і кредиторів, врахування їх інтересів	3. Зовнішній контроль за діяльністю спостережної ради і управління.
9. Інформаційна прозорість діяльності акціонерних підприємств	

Оцінка корпоративного управління в Україні, а саме сутності, моделі та принципів виявила існування проблем формування сучасного корпоративного сектора економіки та забезпечення ефективного корпоративного управління.

Основна проблема корпоративного управління зумовлена недосконалістю інститутів власності та структури управління, відсутністю ефективних механізмів саморегулювання та браком практики ефективного впровадження загальних принципів корпоративного управління, які базуються на міжнародному досвіді. Глибоке дослідження корпоративного управління в Україні виявило існування значної кількості проблем, пов'язаних з формуванням корпоративного управління, які можуть бути поділені на три основні групи: історичні, законодавчо-практичні та управлінські (рис. 5).

Історичні проблеми пов'язані із приватизаційними процесами (формуванням акціонерного капіталу) в Україні, роллю держави у взаємовідносинах з корпораціями в перехідний період та ідеологією внутрігосподарського управління. Специфіка формування акціонерного капіталу полягає в тому, що корпоративні підприємства створюються, в основному, не класичним шляхом об'єднання капіталів, а шляхом розподілу статутних фондів державних підприємств під час приватизації.

При цьому, оскільки значних масштабів набула сертифікатна (безплатна) приватизація, то підприємства не отримали реальних інвестицій, що зумовило несприйняття управлінським персоналом акціонерів як власників, що очікують вигоди від вкладеного капіталу. В умовах величезної розпорошеності акціонерного капіталу, до якої призвело безплатне роздавання акцій, реальність впливу дрібних акціонерів на поведінку керівництва відкритих акціонерних товариств є проблематичною, як і те, що акціонери не брали участі у призначенні керівників, оскільки управлінські контракти укладали державні органи приватизації.

Особливості взаємовідносин держави і корпорації полягають в тому, що в процесі приватизації держава зберігає значний вплив на підприємства, залишаючись вагомим акціонером, але при цьому вона не виконує своїх обов'язків як акціонер-інвестор. Крім того, навіть у тих корпораціях, де відсутня державна акціонерна участь, держава опосередковано є власником, оскільки присвоює значні кошти підприємств у вигляді податків, але не сприяє розвитку підприємств [62, с. 94].



Рис. 5. Проблеми формування корпоративного сектора

Поряд з цим, державне регулювання господарської діяльності призводить до встановлення переваг акціонерів одних підприємств над іншими, а саме надання пільг корпораціям у вільних економічних зонах та створення особливих пільгових

умов, в яких діють компанії окремих галузей, наприклад, металургії чи сільського господарства.

Крім того, держава залишає за собою право використання дійових механізмів перерозподілу власності корпорацій на свою користь, оскільки є значним кредитором. Позиція останнього полягає в тому, що за ним зберігається можливість здійснювати перерозподіл власності на свою користь. Ця можливість реалізується в поточних умовах через податкову заставу і продаж заставленого майна. При цьому власність держави не зростає, а витрачається на вирішення поточних бюджетних проблем [63, с. 13].

Ідеологія внутрігосподарського управління полягає в тому, що основним завданням керівників соціалістичних підприємств було виконання спущених згори планів, яке суворо контролювалося, тобто менеджмент діяв у рамках тотального контролю. З відмовою від централізованого планування керівники опинилися у вакуумі контролю, оскільки компенсуючих механізмів створено не було. Характерний для усталених моделей корпоративного управління контроль з боку аутсайдерів на початку реформування внутрігосподарського управління не міг бути встановлений через відсутність зовнішніх акціонерів. Директори підприємств перетворилися у той час на безконтрольних хазяїв, які користувалися і розпоряджалися майном і результатами діяльності підприємств, а також, хоча і обмеженою мірою, виконували функцію привласнення. Така ідеологія була зафіксована законодавством про підприємства, а легалізація привласнення – законодавством про оренду. Таким чином, директор мав усі підстави для дій щодо майна підприємств і працюючих як приватний власник, а не як найманий менеджер, і він поводився саме так.

Виходячи з вищезазначеного, можна стверджувати, що історичні проблеми формування корпоративного сектора визначають такі риси корпоративного управління:

- неефективна, дуже розпорошена структура акціонерного капіталу в процесі приватизації;
- провідна роль реформування державної власності у формуванні корпоративного сектора економіки;
- наявність у держави великої кількості акцій і необхідність вирішення проблеми управління державними корпорати-

вними правами;

- фіскальна політика зумовлює більш потужне податкове навантаження на акціонерний капітал порівняно з іншими формами капіталу, крім того, ставить акціонерів підприємств різних галузей у неоднакові податкові умови;

- використання в управлінні підприємствами з боку менеджерів поведінки, притаманної приватним власникам.

Законодавчо-практичні проблеми обумовлені недосконалістю відповідної нормативної бази, що не дозволяє своєчасно вирішувати ті проблеми, які виникають внаслідок недоліків чинного законодавства та відсутністю навіть мінімального дотримання вимог, встановлених законодавчо [64, с. 44]. Так, відсутність регламентування багатьох аспектів діяльності дає можливість ігнорувати або прямо порушувати законні права та інтереси акціонерів без формального порушення норм чинного законодавства. Тому законодавчо-практичні проблеми доцільно поділити на дві підгрупи проблем: законодавчі та практики господарювання, які включають такі групи проблем - порушення участі акціонерів в управлінні, порушення компетенції загальних зборів акціонерів та спостережних рад, існування особистої зацікавленості посадових осіб, порушення права на частку у прибутку та активах, недостатній рівень поінформованості акціонерів про діяльність товариства, порушення прав на розпорядження акціями як старих, так і нових випусків (табл. 5) [65, с. 12-14; 66, с. 2-13; 67, с. 14-17].

Таблиця 5

#### Законодавчо-практичні проблеми формування корпоративного сектора

Групи проблем	Сутність проблем
1. Порушення прав акціонерів на участь в управлінні	<i>1.1. Законодавчі проблеми:</i> - Відсутність у законодавстві можливості проводити збори акціонерів шляхом заочного голосування по бюлетенях. - Законодавча невизначеність відповідальності спостережної ради акціонерного товариства за проведення загальних зборів акціонерів відповідно до чинного законодавства та статутних документів товариства.

Продовження табл. 5

Групи проблем	Сутність проблем
	<p><i>1.2. Проблеми практики господарювання:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Проведення зборів акціонерів не в зручному і доступному для них місці.</li> <li>- Порушення порядку скликання загальних зборів.</li> <li>- Порушення терміну скликання загальних зборів.</li> <li>- Недопущення акціонерів на загальні збори.</li> <li>- Проведення загальних зборів за відсутності кворуму.</li> <li>- Відмова скликання на вимогу акціонерів, що володіють достатньою кількістю голосів, загальних зборів та не включення до порядку денного запропонованих ними питань.</li> <li>- Невідображення (або викривлене відображення) в протоколах загальних зборів позиції акціонера при голосуванні, що унеможлиблює захист його порушених прав у суді.</li> <li>- Недоведення (або несвоєчасне доведення) до відома всіх акціонерів товариства оголошення про скликання зборів.</li> <li>- Несвоєчасне отримання акціонерами всієї істотної інформації, яка може вплинути на результати голосування на загальних зборах акціонерів.</li> </ul>
<p>2. Порушення компетенції загальних зборів акціонерів та спостережної ради</p>	<p><i>2.1. Законодавчі проблеми:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- До виключної компетенції загальних зборів не належать такі питання, як: призначення незалежного аудитора; рішення про викуп акцій товариства і розподіл (погашення) акцій, що перебувають на його балансі; усі рішення, пов'язані з використанням значної частки капіталу товариства, такі як про продаж основних підрозділів, заставу нерухомості та інше.</li> <li>- До спостережної ради не введені представники усіх груп акціонерів.</li> <li>- Законодавчо не закріплено провідну роль спостережних рад. На практиці ключовою ланкою корпоративного управління в більшості акціонерних товариств є правління.</li> <li>- Вибори спостережної ради проводяться не за кумулятивним принципом, відповідно до якого кожен акціонер має кількість голосів рівну кількості акцій, помножену на число місць у раді директорів, і може розподіляти свої голоси серед кандидатів.</li> </ul>



	<p>2.2. <i>Проблеми практики господарювання:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Більшість членів спостережної ради працюють у товаристві і не завжди зацікавлені в зростанні капіталу та одержанні прибутку по акціях.</li> </ul>
Групи проблем	<p>Продовження табл. 5</p> <p>Сутність проблем</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Низька роль комерційних банків й інших фінансових організацій в управлінні акціонерних товариств.</li> </ul>
3. Існування особистої зацікавленості посадових осіб	<p>3.1. <i>Законодавчі проблеми:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Члени спостережної ради не зобов'язані надавати загальним зборам акціонерів інформацію про кількість акцій товариства, що належать особисто їм, а також підприємствам, у капіталі яких вони беруть участь.</li> <li>- Загальні збори акціонерів не вводять обмежень на операції з акціями товариства, які були здійснені особисто членами спостережної ради та іншими посадовими особами товариства.</li> <li>- Посадові особи товариства проводять операції з акціями товариства на основі інформації, недоступної всім акціонерам товариства.</li> <li>- Акціонери не мають права вимагати відшкодування збитків від операцій з акціями товариства, здійсненими на основі конфіденційної інформації.</li> <li>- Посадові особи товариства не несуть особистої відповідальності за проведення подібних операцій.</li> <li>- Особи, уповноважені управляти державними корпоративними правами, не несуть відповідальності за прийняті ними рішення та за результати діяльності підприємства.</li> </ul> <p>3.2. <i>Проблеми практики господарювання:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Всі рішення, в прийнятті яких особисто зацікавлені посадові особи товариства, не затверджуються спостережною радою.</li> </ul>

<p>4. Порушення прав акціонерів на частку в прибутку та активах</p>	<p><i>4.2 Проблеми практики господарювання:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Порушення прав акціонерів у ході виконання процедур банкрутства, санації, реорганізації або ліквідації товариства.</li> <li>- Порушення прав акціонерів шляхом вилучення активів товариства – їх продаж „пов'язаним” особам за ціною, нижчою від ринкової.</li> <li>- Порушення прав акціонерів шляхом перерозподілу грошових потоків на користь посадових осіб або акціонерів, що володіють значним пакетом акцій.</li> <li>- Порушення прав акціонерів під час укладання угод за участю залежних суб'єктів господарювання для отримання прибутків особами, які контролюють цих суб'єктів, на шкоду акціонерам материнської компанії.</li> <li>- Порушення порядку та термінів виплати дивідендів.</li> </ul>
<p>Групи проблем</p>	<p style="text-align: right;">Продовження табл. 5</p> <p style="text-align: center;">Сутність проблем</p>
<p>5. Низький рівень поінформованості акціонерів про діяльність товариства</p>	<p><i>5.1. Законодавчі проблеми:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Нечітко визначена відповідальність посадових осіб за достовірність відомостей, що містяться в річному звіті товариства.</li> <li>- Не встановлена відповідальність посадових осіб товариства за нерозповсюдження серед акціонерів товариства інформації про будь-які події, що справили або можуть справити значний вплив на зміну курсової вартості акцій товариства, якщо така зміна не є результатом зміни ринкової кон'юнктури загалом.</li> <li>- Каналів розповсюдження інформації недостатньо. Процедура розкриття інформації, передбачена законодавством, досить складна й надто дорога.</li> </ul>

	<p>5.2. Проблеми практики господарювання:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Порушуються права акціонерів на своєчасне одержання інформації про скликання загальних зборів акціонерів.</li> <li>- Порушуються права акціонерів на своєчасне одержання інформації про виплату дивідендів.</li> <li>- Порушуються права акціонерів на своєчасне одержання інформації про зміну реєстратора і зміни порядку реєстрації угод з акціями товариства.</li> <li>- На вимогу акціонера йому не надсилається річний звіт товариства.</li> <li>- Товариства добровільно не розкривають додаткової інформації про свою діяльність.</li> <li>- Акціонери не отримують інформації про поточну курсову вартість акцій товариства.</li> <li>- Товариство не сприяє максимально широкому розповсюдженню інформації про середні ціни угод з акціями товариства.</li> </ul>
6. Порушення прав на розпорядження акціями	<p>6.1. Законодавчі проблеми:</p> <p><u>Акції старого випуску.</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Придбання контрольного пакета акцій може зашкодити правам інших акціонерів товариства.</li> </ul> <p><u>Акції нового випуску.</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Товариство не зобов'язане публікувати результати відкритого розміщення акцій нового випуску.</li> </ul>
	<p>6.2. Проблеми практики господарювання:</p> <p><u>Акції старого випуску</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Акціонери не обізнані з тим, що мають право вільно розпоряджатися акціями товариства, які їм належать, зокрема продавати їх, заставляти, передавати в спадщину.</li> </ul>
Продовження табл. 5	
Групи проблем	Сутність проблем
	<p><u>Акції нового випуску</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Акції нового випуску розміщуються не за єдиною ціною.</li> <li>- Порушуються права акціонерів щодо рівного права на придбання акцій товариства нового випуску.</li> <li>- Порушуються права акціонерів на збереження своєї частки в капіталі товариства шляхом придбання пропорційної частини акцій нового випуску.</li> </ul>
7. Нерозвиненість фондового ринку	<p>7.1. Законодавчі проблеми:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Відсутність законодавчого закріплення прав інвесторів і їх ефективного захисту.</li> </ul>

	<p style="text-align: center;"><i>7.2. Проблеми практики господарювання:</i></p> <p>- Нерозвиненість ринку цінних паперів відтворюється в тому, що сконцентрувавши цінні папери у власника, містять їх в стані „фінансового покою”, що виключає перелив капіталу, і відповідно, пошук капіталів за допомогою фондового ринку найбільш ефективних сфер прикладання. Більш того, власність із динамічного явища перетворюється в стаціонарну.</p>
--	---

Розкриті проблеми відображають такі риси та особливості корпоративного управління:

- директивний шлях формування у більшості акціонерних органів перших органів корпоративного управління;
- недостатня роль у корпоративному управлінні акціонерних товариств спостережних рад;
- великі масштаби прихованого скуповування акцій колишнім керівництвом акціонерних товариств і пов'язаними з ними особами;
- відсутність сильного зовнішнього контролю за діяльністю органів управління.

Управлінські проблеми полягають у низькому рівні професіоналізму керівників та уособленні корпоративної культури лише з психологією керівників. Для ефективного управління та прибуткової діяльності акціонерних товариств необхідно підвищувати рівень підготовки кадрів, орієнтованих на використання переваг корпоративного управління. При цьому компанії не вважають за доцільне проводити тренінг та навчання членів спостережної ради відповідно до конкретних потреб компанії. В результаті цього члени спостережної ради не володіють належними знаннями та навичками для ознайомлення з усіма новими законами та нормативними актами, змінами кон'юнктури ринку, комерційними ризиками. Для вирішення цієї проблеми доцільно встановити на законодавчому рівні вимоги щодо особистих та професійних якостей кандидатів на посаду членів виконавчого органу, а саме: наявність відповідної освіти, стажу роботи за основним видом діяльності такого товариства, бездоганної ділової репутації. Також необхідно встановити правила належного виконання службових обов'язків, за порушення яких передбачити дострокове зняття з посади та зобов'язання відшкодувати завдані товариству збитки.

Однією із значних проблем створення ефективного корпоративного сектора у вітчизняному бізнесі є формування корпоративної культури. Корпоративна культура передбачає сукупність ідей, корпоративних цінностей і норм поведінки, що формуються у ході спільної діяльності для досягнення загальних цілей певної організації. Але, як свідчать дослідження діяльності підприємств, корпоративна культура у переважній більшості компаній в умовах ринкової економіки визначається саме психологією вищого керівництва, а це означає, що діяльність підприємства визначається на інтуїтивному рівні керівників.

Для забезпечення належного корпоративного управління надзвичайно актуальним є створення своєї корпоративної системи регулювання, яка має відображати соціально-економічні особливості розвитку нашого суспільства. Безперечно така система має формуватись відповідно до європейських традицій і відображати позитивний досвід, набутий у провідних системах корпоративного управління. Проблема формування корпоративної культури обумовлена початковою стадією розвитку корпоративного сектора економіки України та відносин власності, ускладненням і зростанням кількості учасників корпоративних відносин [68, с. 216].

Формування корпоративної культури передбачає розкриття таких складових: філософії, яка задає зміст існуванню підприємства і його відношення до співробітників і клієнтів; домінуючих цінностей, на яких базується підприємство і які відносяться до цілей його існування або до засобів їх досягнення; норм, які поділяють співробітники підприємства і які визначають принципи взаємовідносин в колективі; клімату, який існує на підприємстві і проявляється в тому, яка атмосфера в організації і як члени колективу взаємодіють із зовнішнім світом; репутація підприємства; рівень і характер зв'язків із громадськістю [69, с. 52], що відтворено на рис. 6.

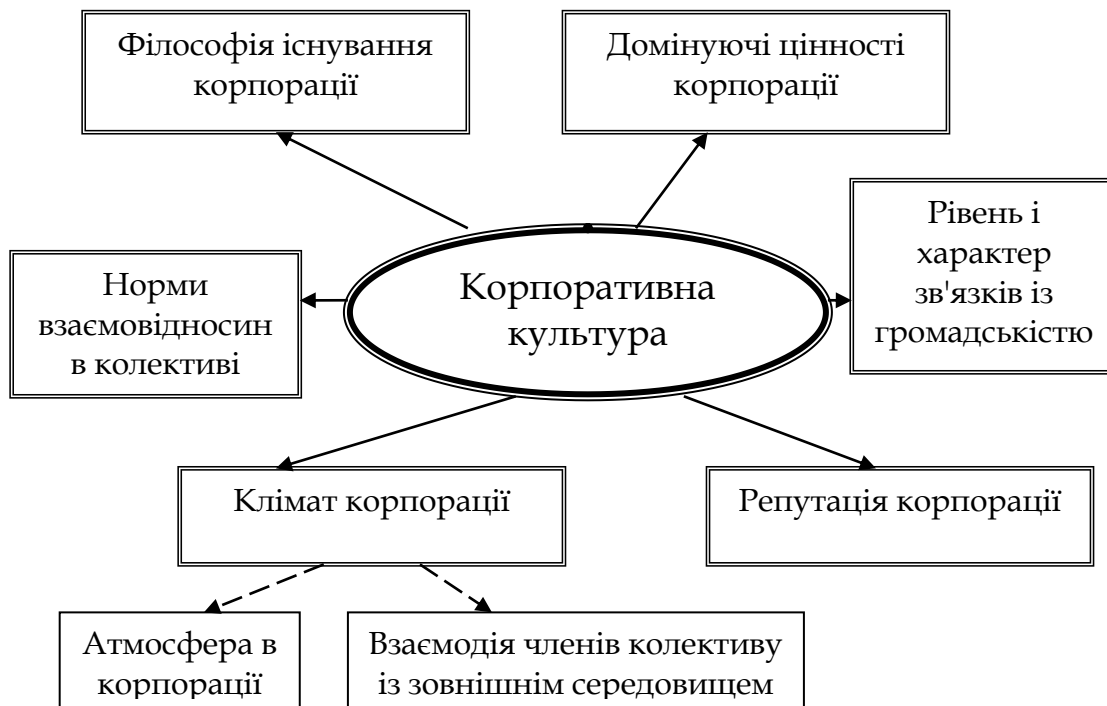


Рис. 6. Складові формування корпоративної культури

Згідно результатів експертних опитувань управлінські проблеми формування корпоративного сектора характеризують такі особливості корпоративного управління:

- низький рівень професіоналізму у керівного складу корпоративних підприємств;
- часті зміни керівництва в багатьох акціонерних товариствах;
- низький рівень корпоративної культури працівників.

Отже, кожна із наведених проблематик становить серйозну проблему для створення ефективного корпоративного сектора економіки, що передбачає необхідність розробки відповідної законодавчої і нормативної бази щодо запровадження адекватних ринковим умовам механізмів оцінки та стимулювання діяльності менеджерів на основі узгодження винагороди і показників діяльності компанії та врегулювання питань особистої відповідальності менеджерів за прийняті рішення.

З огляду на зазначене, модель ефективного корпоративного управління має базуватися на таких елементах:

- розмежування повноважень органів управління (чіткий розподіл функцій і обов'язків між загальними зборами, спосте-

режною радою та виконавчим органом);

- дієвість, незалежність і відповідальність спостережної ради (забезпечення стратегічного управління акціонерними товариствами, ефективного контролю з боку спостережної ради за діяльністю виконавчого органу та підвищення її відповідальності перед акціонерами);

- захист законних прав та інтересів акціонерів (визначення обсягу корпоративних прав акціонерів, можливість використовувати ефективні засоби їх захисту, а також рівноправність акціонерів);

- врахування законних інтересів зацікавлених осіб (визнання передбачених законом прав зацікавлених осіб, а також заохочення активного співробітництва між акціонерним товариством і зацікавленими особами щодо створення добробуту, робочих місць і поліпшення фінансового стану товариства);

- розкриття та „прозорість” інформації (забезпечення своєчасного і повного розкриття інформації з усіх важливих питань, які стосуються акціонерного товариства і характеризують його фінансовий стан, результати діяльності, власників та управління).

Підсумовуючи викладене та на підставі аналізу теоретичних розробок з питань управління корпоративним сектором, можна зробити висновок, що необхідно створення належних основ корпоративного управління, які повинні забезпечити: надходження інвестицій в економіку України; ефективність системи захисту прав та інтересів інвесторів як вітчизняних, так і іноземних; сприятливі умови для розвитку інститутів спільного інвестування; належну реалізацію прав, що надаються цінними паперами; конкурентоспроможність фондового ринку України, зокрема, українських цінних паперів, з подальшою його інтеграцією до міжнародних ринків капіталу.

### **1.3. Методичні аспекти визначення ефективності корпоративного управління в харчовій промисловості**

Підвищення ефективності управління вважається основною проблемою переходу народного господарства України до ринкової економіки. Це зумовлено тим, що воно означає забезпечення найраціональнішого використання трудових, ма-

теріальних і фінансових ресурсів, потрібних для випуску продукції, за умови, що від кожної гривні, вкладеної у виробництво, буде отримано максимальну віддачу. Загалом поняття ефективності уособлюється в різних його видах залежно від ознаки класифікації. А. В. Шегда, Т. М. Литвиненко, Г. В. Осовська виділяють такі види ефективності [70, с. 284-286; 71, с. 531]:

1. За наслідками отриманих результатів. За цією ознакою виділяють три види ефективності: економічну, соціальну та соціально-економічну.

Економічна ефективність відображає різноманітні вартісні показники, що характеризують проміжні й кінцеві результати виробництва на підприємстві. Формами прояву економічної ефективності є такі: зростання продуктивності праці, зниження собівартості продукції, що виготовляється, збільшення прибутку, зниження матеріаломісткості, фондомісткості, трудомісткості продукції тощо.

Форми прояву соціальної ефективності пов'язані з: поліпшенням умов праці, зростанням життєвого рівня народу, поліпшенням екологічних параметрів, збільшенням тривалості життя людей та ін.. Соціальна ефективність зводиться до скорочення тривалості робочого тижня, збільшення кількості нових робочих місць і рівня зайнятості населення, поліпшення умов праці та побуту, стану навколишнього середовища, загальної безпеки життя. Соціальні наслідки виробництва можуть бути не лише позитивними, а й негативними (збільшення безробіття, посилення інфляції, погіршення екологічних показників).

Форми прояву соціально-економічної ефективності зумовлені намаганням отримати максимальний економічний ефект при заданих параметрах соціального характеру.

2. За характером здійснюваних витрат. За цією ознакою розрізняють ефективність застосовуваних ресурсів та ефективність витрат (спожитих ресурсів). До ефективності застосовуваних ресурсів відносять: ефективність виробничих фондів, ефективність трудових ресурсів, ефективність нематеріальних активів. До ефективності витрат належать: ефективність капітальних вкладень, ефективність поточних витрат, ефективність сукупних витрат. Як видно вже з самих назв окремих видів ефективності, що входять до першої та другої груп, поділ на ці



групи зумовлений необхідністю дати відповідь на таке запитання: при визначенні ефективності отриманий ефект слід відносити до всієї сукупності ресурсів, застосовуваних на підприємстві, чи тільки до тієї їх частини, що безпосередньо бере участь у створенні цього ефекту. Аналіз аргументів прибічників того чи іншого варіанта відповіді на це запитання свідчить, що єдиної думки тут немає. А в конкретній ситуації у разі необхідності оцінювання ефективності діяльності підприємства слід застосовувати той варіант, який є більш адекватним економічному завданню, що вирішується. Тому право на існування мають показники ефективності обох зазначених груп.

3. За видами господарської діяльності. До цієї групи показників ефективності належать: ефективність виробничої, торговельної, банківської, страхової та інших видів діяльності. Специфіка виду діяльності, безперечно, накладає певний відбиток на методологію визначення ефективності діяльності конкретного підприємства чи його структурних підрозділів, що проявляється в специфіці навіть самих показників ефективності, які застосовуються для цього.

4. За рівнем об'єкта господарювання. До цієї групи відносять: ефективність економіки в цілому, ефективність галузі, об'єднання підприємств, підприємства, структурного підрозділу підприємства, ефективність виробництва окремих видів продукції.

5. За рівнем оцінювання. Відповідно до цієї ознаки ефективність може бути відповідно до рівня суспільства та рівня суб'єкта підприємництва (господарювання). Необхідність поділу показників ефективності на ці дві групи зумовлена певною різницею інтересів суспільства та індивіда або їх інституційних аналогів — держави та підприємства. Як наслідок, має місце невідповідність між критеріями оцінювання ефективності тих чи інших явищ або заходів (наприклад, економічних законів, зокрема з питань оподаткування). Держава має свої критерії, а підприємства — свої, і вони часто істотно різняться. Так, оцінюючи економічний ефект діяльності підприємства, держава обчислює його валовий прибуток. Останній містить суму податків та інших обов'язкових платежів, що виплачуються з прибутку. Для підприємства ж ефект — це чистий прибуток, котрий залиша-

ється у його розпорядженні після сплати всіх обов'язкових платежів.

6. За умовами оцінювання. За цією ознакою виділяють реальну, розрахункову та умовну ефективність. Реальна ефективність – це фактичний рівень витрат та результатів за даними бухгалтерського обліку та звітності. Розрахункова базується на проектних або планових показниках, отриманих розрахунковим шляхом. Умовна ефективність використовується для оцінювання роботи структурних підрозділів підприємства.

7. За ступенем збільшення ефекту. Ця ознака дає змогу відокремити первісну та мультиплікаційну ефективність. Необхідність такого поділу видів ефективності викликана тим, що в результаті здійснення тих чи інших заходів може спостерігатися як одноразовий ефект, так і мультиплікаційний. Мультиплікаційний ефект спостерігається тоді, коли початковий ефект повторюється й примножується на різних рівнях даного підприємства, а також поширюється на інші підприємства і організації.

8. За метою визначення. За цією ознакою розрізняють абсолютну та порівняльну ефективність. Абсолютна ефективність характеризує загальну або питому (в розрахунку на одиницю витрат чи ресурсів) її величину, яку отримує підприємство в результаті своєї діяльності за певний проміжок часу. Порівняльна ефективність визначається шляхом порівняння можливих варіантів господарювання і вибору кращого з них. Її рівень відбиває економічні, екологічні, соціальні та інші переваги певного варіанта реалізації господарських рішень (напрямку діяльності) порівняно з іншими варіантами.

9. За типом процесу. Ця ознака дає змогу диференціювати підходи до оцінювання ефективності, враховуючи специфіку окремих процесів, які відбуваються на підприємстві. З погляду цієї ознаки можна окремо розглядати ефективність виробничих процесів (з точки зору як організаційної, так і технічної), ефективність управління, ефективність інвестиційної, інноваційної, маркетингової, фінансової діяльності тощо.

Що стосується безпосередньо ефективності управління – то ця категорія відбиває результативність управлінської діяльності, що визначається як відношення отриманих результатів від реалізації певних управлінських важелів в організації до витрат, які супроводжують їх одержання.

При оцінюванні системи менеджменту, яка діє в організації, О. Є. Кузьмін, О. Г. Мельник та Л. І. Федулова розрізняють економічну, організаційну та соціальну ефективність [72, с. 312; 73, с. 388].

Економічна ефективність управління відображає економічні результати діяльності організації за конкретної системи управління. З одного боку, економічну ефективність характеризують показники, що відображають побудову та функціонування систем менеджменту. Це рівень автоматизації робочих місць управлінців, рівень розроблення інструктивного та нормативного матеріалу, загальний діапазон менеджменту, рівень технічної озброєності управлінців тощо. Водночас ефективність систем управління характеризується показниками, які відображають результати виробничо-господарської діяльності організації: величина прибутку, собівартість, обсяг виготовленої продукції, обсяг реалізації продукції, рентабельність, фондомісткість, рівень ліквідності, рівень ризику, коефіцієнти автономії, фінансової стійкості, маневрування, оборотності тощо.

Організаційна ефективність управління характеризує якість побудови організації, її системи управління, прийняття управлінських рішень, реакцію системи управління на стреси, конфлікти, організаційні зміни тощо. Її оцінюють за показниками, які відображають якість побудови організації та її системи управління: рівень централізації функцій управління, співвідношення чисельності управлінських працівників між різними рівнями управління, питома вага керівників у загальній чисельності апарату управління, коефіцієнт ланковості структури менеджменту, швидкість прийняття управлінських рішень тощо.

Соціальна ефективність управління відображає вплив менеджменту на процеси формування професійних характеристик працівників, у тому числі керівників, формування корпоративного духу, відповідного психологічного клімату в колективі, атмосфери захищеності й причетності до цілей організації, перспектив розвитку соціальних інституцій тощо. Соціальну ефективність менеджменту можна оцінювати з двох точок зору. З одного боку, її оцінюють за показниками, що відображають соціально-культурну сферу функціонування організації: рівень трудової дисципліни, рівень стабільності кадрів, рівень

розвитку соціальної інфраструктури на підприємстві, рівень умов праці тощо. З іншого – за показниками, що відображають вплив на досягнення виробничо-господарських результатів та задоволення потреб ринку: продуктивність праці, зарплатовіддача, рівень задоволення потреб споживачів тощо.

Дослідження, проведені Д. В. Задихайло в галузі ефективності, привели до формування декількох основних підходів [19, с. 466-470].

1. Цільовий підхід є одним із сучасних інструментів всебічної і комплексної оцінки організаційної ефективності, досить широко застосовуваних у практиці управління. Основна його ідея – ефективність організації визначається її здатністю досягати поставленої мети. Відповідно до цільового підходу формується сукупність цілей і визначається наявність необхідних ресурсів для їх досягнення.

2. Системний підхід визначає корпорацію в оцінці ефективності як відкриту систему. Він підкреслює взаємодію між різними частинами організації і зовнішнім середовищем, тому що вони спільно впливають на ефективність. Максимізація критеріїв, що продиктовані зовнішнім середовищем, забезпечує виживання фірми в ринковому просторі. При системному підході кінцева мета не ігнорується, але вона є тільки одним з елементів у більш складному наборі критеріїв. Системна модель підкреслює критерії, що забезпечують виживання організації в довгостроковому періоді, зберігаючи стабільність внутрішнього соціального організму і успішно взаємодіючи з навколишнім середовищем. Даний підхід більше зосереджується не на визначених цілях, а на засобах, необхідних для їх досягнення.

Системний підхід до оцінки ефективності більш прийнятний для менеджерів, оскільки націлений на засоби досягнення мети, а не на оцінку самої мети. Менеджери більше схильні планувати процес і не очікувати швидких і точно оцінюваних результатів своєї діяльності. Вони піклуються про стійкість і виживання організації в довгостроковому періоді, а не про досягнення конкретних результатів на даний період. Найбільші переваги системний підхід має у тому випадку, коли мета визначена не точно і може бути змінена в процесі більш-менш вдалих дій менеджерів або змін у зовнішньому середовищі.

3. Внутрішньоорганізаційний підхід визначає ефектив-

ність як внутрішню координацію, стабільність, погодженість усіх процесів, за якої поставлені завдання будуть досягнуті оптимальним способом при мінімальних витратах. В основі внутрішньоорганізаційного підходу лежить тип організації, системи контролю і координації, ступінь централізації і регламентації, прийнятий в організації. Внутрішньоорганізаційний підхід є ефективним засобом для забезпечення й оцінювання гармонійного функціонування корпорації на рівні міжособистісних і міжгрупових відносин, де людський фактор слугує джерелом конкурентних переваг.

4. Конкурентний підхід передбачає залежність критерію ефективності від того, чиїм інтересам цей критерій відповідає. Звичайно акціонери, постачальники, клієнти, менеджери, персонал різних структурних підрозділів розглядають корпорацію з різних точок зору. Важко назвати кращий критерій для оцінки ефективності корпорації, оскільки нема єдиної погодженої мети з різними зацікавленими сторонами, чиї інтереси носять суб'єктивний характер. У цілому діяльність корпорації можна розглядати як рівнодіючу невеликого числа економічних агентів, безпосередньо зацікавлених у її результатах.

Сучасне використання конкурентного підходу до ефективності засновано на виборі стратегічних партнерів у зовнішньому середовищі, від яких найбільше залежить існування організації. Ефективність організації в контексті конкурентного підходу визначається наявністю достатнього потенціалу для задоволення вимог і очікувань партнерів, у тому числі стратегічних.

Кожен із поданих підходів оцінювання ефективності організації має свої переваги і недоліки і може бути корисним у певній управлінській ситуації і при сформованих умовах, у яких вища ланка управління приймає рішення про вибір критерію ефективності.

Але, особливість функціонування корпоративних підприємств передбачає для досягнення ефективності управління забезпечення задоволення потреб кожного члена організації відповідно їх внеску в досягнення цілей. Це уособлює поєднання елементів соціальної та економічної ефективності управління, тобто забезпечення соціально-економічної ефективності (уособлення ефективності корпоративного управління відповідно до

конкурентного підходу).

Складність управління акціонерним товариством полягає в постійному зіткненні інтересів та розбіжностей між ними, що стало наслідком розподілу функцій володіння і управління. Забезпечення соціально-економічної ефективності корпоративного управління вимагає постійного погодження, координації та розв'язання конфлікту інтересів учасників корпоративних відносин. Тому чітке визначення учасників корпоративних відносин, їхніх інтересів та прагнень є важливою складовою корпоративного управління, без чого ефективне здійснення цього процесу в корпораціях стає неможливим.

Учасниками корпоративних відносин є особи та групи осіб, інтереси яких пов'язані з діяльністю акціонерного товариства та які зацікавлені в певних результатах діяльності акціонерного товариства. Залежно від характеру інвестування у діяльність товариства всіх учасників корпоративних відносин доцільно поділити на фінансових та нефінансових інвесторів, які включають певні групи учасників (рис. 7).

У процесі взаємодії учасників діяльності корпорацій формуються корпоративні відносини, які характеризуються такими особливостями [28, с. 25]:

1. Основними учасниками корпоративних відносин в акціонерному товаристві є власники і управлінці (менеджери) акціонерною власністю. Ключова роль в корпоративних відносинах власників і управлінців акціонерною власністю полягає в тому, що перші здійснили безповоротні інвестиції, надавши компанії на найбільш вигідних умовах значну частину необхідного їй капіталу, приймаючи на себе найбільші у порівнянні з іншими учасниками корпоративних відносин ризики. Натомість від діяльності менеджерів залежить, як даний капітал буде використаний.



Рис. 7. Структура учасників корпоративних відносин

2. Майже всі учасники корпоративних відносин вносять внесок до діяльності акціонерних товариств (фінансовий та нефінансовий), вагомість якого визначає ступінь їхнього впливу на визначення шляхів розвитку корпорацій.

3. Цілі ти вимоги учасників корпоративних відносин суттєво відрізняються, при чому розмір внеску учасників у забезпечення ефективної діяльності корпорації в цілому залежить від ступеня задоволення їхніх інтересів.

4. Управління корпорацією є процесом формування, по-

годження та реалізації різноспрямованих інтересів учасників корпоративних відносин, яке здійснюється на основі балансу їхнього впливу.

5. За певних умов ступінь впливовості різних груп учасників корпоративних відносин може змінюватися у відповідності до оцінки вартості їхнього внеску до діяльності корпорації з боку інших груп учасників.

Враховуючи те, що при забезпеченні соціально-економічної ефективності корпоративного управління найбільшу проблему являє собою узгодженість інтересів різних груп учасників корпоративних відносин, то цілком доцільним є визначення їхніх інтересів. Це питання активно вивчається [1, с. 99; 28, с. 29-35; 49, с. 7, 15; 74, с. 126].

Конкретні інтереси учасників корпоративних відносин зумовлюються формами їхнього інвестування у діяльність корпорації, ступенем участі в управлінні та контролі діяльності акціонерних товариств й іншими ознаками, що характеризують сутність зв'язків таких учасників з товариством і очікування користі від його діяльності. Так, власники (акціонери) корпорації зацікавлені передусім у забезпеченні високого прибутку, високої курсової вартості їх акцій, схильні до підтримки рішень, які ведуть до отримання товариством загальних прибутків, хоча і пов'язаних з високим ризиком. Очікування акціонерів отримання прибутку знаходять реалізацію у двох формах: у вигляді зростання продажної вартості акцій та при виплаті дивідендів.

Оскільки акціонерам корпорації належить провідна роль у забезпеченні ефективності її діяльності, то доречним є розкриття типових для українських підприємств груп акціонерів і їх інтересів [18, с. 62-64].

До першої групи відноситься держава-акціонер. У державності на даний час закріплюються пакети акцій розміром 50% + 1 акція або 25% + 1 акція. Отже, держава намагається або залишитися основним власником підприємств, або ж впливати на прийняття найважливіших рішень. Державні частки, що є надлишком над розмірами цих пакетів, продаються приватним інвесторам.

Другу групу акціонерів становлять акціонери-керівники підприємств. Головний інтерес представників цієї групи полягає у збереженні влади всередині акціонерного товариства. Наяв-



ність влади для багатьох керівників має набагато більше значення у порівнянні з одержанням дивідендів на акції. Особливо сприятливі умови для реалізації цього інтересу виникали саме під час приватизації підприємств, коли держава вже позбавлялася функцій власника, а нові акціонери ще не встигли їх набути.

До третьої групи увійшли акціонери – працівники підприємств. Її представники ставали власниками акцій з кількох причин. Серед них: бажання стати співвласником акціонерного товариства та отримувати дивіденди за акціями; пропаганда чи тиск керівників підприємств, які погрожували працівникам приходом зовнішнього інвестора, що може бути небезпечним для товариства; перебування на підприємстві колективу орендарів, який здійснював оренду підприємства з правом викупу. Слід відзначити, що остання група практично позбавлена самостійності, що спричинено некомпетентністю та залежністю від керівництва акціонерного товариства. Оскільки заробітна плата практично завжди більша за дивіденди з акцій, проблематичною виглядає можливість голови правління отримувати шанси для маніпулювання такими акціонерами.

Серед інших акціонерів українських акціонерних товариств необхідно виділити стратегічних (зовнішніх) інвесторів, які цілком свідомо купували значні пакети акцій з метою отримання контролю над підприємством.

Найбільш незахищеною групою акціонерів є юридичні особи (портфельні інвестори) та фізичні особи, що володіють незначними пакетами акцій. Ці акціонери в першу чергу зацікавлені у розвитку підприємства, підвищенні ліквідності акцій та зростанні їхньої ринкової вартості.

Отже, різні групи акціонерів, придбавши акції, переслідують різноспрямовані цілі та інтереси, що відтворено на рис. 8. Але водночас результатом придбання акцій є отримання грошових коштів за рахунок різних цілей.

Інша група фінансових інвесторів складається з кредиторів корпорації (фінансово-кредитних установ, власників облігацій та інших боргових зобов'язань, постачальників і споживачів – у разі надання ними товарного чи іншого кредиту), які надають корпорації необхідні для її розвитку кошти. Кредитори більшою мірою зацікавлені у стабільності компанії та гарантіях

повернення коштів. Тому фінансові цілі кредиторів полягають в отриманні гарантованого рівня прибутку при незначних ризиках. Гарантією безпеки та надійності повернення позик є стабільне (усталене) фінансово-економічне становище корпорації.



Рис. 8. Спрямованість інтересів акціонерів вітчизняних акціонерних товариств

Активна участь фінансових інвесторів у розробці та реалізації стратегічних планів підприємства стає можливою при більш тісному їх втручанні у діяльність корпорації через наявність прагнень підприємницького чи іншого характеру, відмінних від суто фінансових цілей інвестування. В цьому випадку акціонери та кредитори перестають бути тільки фінансовими інвесторами, а їхні реальні очікування будуть визначатися вже на основі балансу фінансових та нефінансових цілей. Досягнення такого балансу стає можливим на основі реалізації прагнення до збільшення обсягів продажу або частки загальних ринкових обсягів продаж, забезпечення стабільної роботи підприємства та задовільного фінансового стану.

На діяльність акціонерних товариств також істотно впливають інтереси нефінансових інвесторів, які інвестують в розви-

ток акціонерного товариства власні нефінансові ресурси. Розмір та характер таких інвестицій, їх інтереси, можливості їхньої участі в управлінні акціонерними товариствами можуть суттєво відрізнятися.

Персонал, який вносить до діяльності акціонерних товариств власні сили, знання та уміння, зацікавлений, насамперед, в оптимальних умовах зайнятості. Створення таких умов (стабільність працевлаштування, високий рівень заробітної плати, безпечні умови праці) вимагає від власників корпорації чималих фінансових витрат, що зменшують прибутки.

Іншою важливою групою нефінансових інвесторів корпорації є постачальники. Постачальники, які вкладають фінансові ресурси у випуск товарів для певної корпорації, будуть зацікавлені у стабільності компанії, її платоспроможності, продовженні діяльності у визначеній сфері бізнесу, ритмічності виробництва та стабільності придбання їхньої продукції цією корпорацією.

Вище керівництво корпорацією (менеджери) відіграє особливу роль у корпоративних відносинах. У кожному конкретному випадку мотивація вищих керівників є різною: вони є лише професійними керівниками, для яких зобов'язання перед акціонерами залишаються єдиними та головними, або ці керівники виступають представниками інтересів, що є тотожними до прав володіння корпорацією (насамперед, до прав розпорядження її майном). Особистими мотивами вищих менеджерів є прибуток, міцність свого положення, зростання власних доходів і зниження небезпеки впливу непередбачуваних обставин. З цього приводу Х. Окумура зазначав, що „ранг корпорації” найчастіше визначає „ранг індивіду”, тобто суспільна думка про здібності й можливості певної людини багато в чому обумовлюється місцем, яке вона займає в певній корпорації певного „рангу” [28, с. 33]. Тому зусилля багатьох вищих керівників свідомо чи несвідомо спрямовуються на підвищення соціальної значущості їхньої корпорації та власного суспільного статусу, для чого забезпечення прибутку акціонерів є лише допоміжним інструментом.

О. Уільямсон вважав, що прагнення вищого керівництва корпорації полягають в збалансованому збільшенні двох показників – прибутку акціонерів та „витратного компонента”. До складу другого показника входять дискреційні (непідконтроль-

ні акціонерам) ресурси, що перебувають у розпорядженні керівників, а також витрати на утримання управлінського персоналу. З цієї точки зору справжньою метою вищого керівництва є створення для себе за рахунок несплаченого прибутку акціонерів своєрідного економічного „комфорту” [28, с. 33; 75, с. 56].

Суспільні інтереси, виразниками яких є споживачі, органи державної влади та громадські організації, визначають найбільш широкую сферу цільової спрямованості діяльності корпорації. Держава та населення регіону, де розташована корпорація, в розрахунку на значні надходження до бюджету, збереження екології та виникнення нових робочих місць створюють інфраструктуру, що є необхідною для стабільної підприємницької діяльності. Споживачі та громадськість, купуючи вироблену продукцію, в цілому очікують від корпорації пропозиції товарів та послуг високої якості за прийнятними цінами, підтримки соціальних програм, благодійності.

Головним соціальним пріоритетом у сфері відносин корпорації з державою є додержання вимог чинного законодавства та активна участь у реалізації державної соціально-економічної політики. Підприємства забезпечують зайнятість населення, фінансують систему соціального захисту громадян та існування органів державної влади взагалі. Інша важлива сфера взаємовідносин держави та корпорацій пов'язана із забезпеченням державних потреб у товарах та послугах. У цьому випадку держава може виступати як найбільш впливовий споживач продукції корпорації.

Крім державних органів, додатковий контроль над відповідністю дій корпорації інтересам суспільства у сферах, безпосередньо пов'язаних з її економічною діяльністю (стан навколишнього середовища, безпека споживання продукції, додержання прав людини), здійснюють громадські об'єднання. Зусилля громадськості дають змогу запобігти негативного впливу господарських рішень акціонерів та вищого керівництва акціонерного товариства на суспільство.

Таким чином, кожна з груп учасників корпоративних відносин має різноспрямовані цілі та інтереси, що базуються на різних очікуваннях від результатів діяльності корпорації (рис. 9). Отже, поряд із намаганням досягнення загального інтересу, акціонери переслідують свої інтереси, які не співпадають і часто,

навіть, суперечать інтересам інших груп.

Звідси, для досягнення ефективності функціонування корпорації необхідним є узгодження інтересів учасників корпоративних відносин. Але практичні дослідження виявили, що це узгодження майже неможливо вирішити безконфліктно. Природно, що вони спричиняють моральну і матеріальну шкоду акціонерам, для мінімізації якої мають запроваджуватися як зовнішні, так і внутрішньо-корпоративні заходи з пом'якшення конфліктів. Найбільш поширені корпоративні конфлікти то-чаться навколо [76, с. 56; 77, с. 32; 78, с. 19; 79, с. 8]:

- перерозподілу часток акціонерів у статутних капіталах. Зміна структури капіталу здійснюється на користь окремих акціонерів за рахунок надання їм переважного права на придбання додаткових емісій акцій, якого позбавлені інші акціонери. Результатом цього є зменшення часток останніх, в той час як загальна номінальна вартість статутного фонду збільшується на порівняно менший відсоток. Привілейовані акціонери отримують таким чином контроль над корпорацією поза конкурентним ринком, досягаючи економії витрат на контроль у вигляді різниці між курсом акцій та заниженою по відношенню до нього номінальною вартістю;

- призначення на посади в органах управління акціонерним товариством представників різних груп акціонерів. Боротьба за посади в органах управління корпораціями ведеться між стратегічними акціонерами, що мають приблизно однакові частки у капіталі, або міноритарними акціонерами для забезпечення свого представництва. Цей конфлікт призводить до того, що в деяких акціонерних товариствах проводяться паралельні загальні збори, ініційовані різними групами акціонерів, і, навіть, працюють декілька голів правління;

- проведення реструктуризації підприємств усупереч інтересам акціонерів, яке супроводжується повним (або дуже суттєвим) знеціненням вартості акцій однієї групи акціонерів і встановленням контролю над бізнесом з боку другої. Реструктуризація відбувається переважно трьома шляхами. Згідно з першим проводиться консолідація пакетів акцій, що належать керуючим і працівникам у новій організації, створеній спеціально для контролю бізнесу або виведення цінних активів за межі підприємства. Другий шлях реструктуризації полягає в обміні

цінних активів підприємства на корпоративні права у створенні нових акціонерних товариств, від участі в яких непривілейовані акціонери відсторонені. Третім шляхом реструктуризації є передача майна в оренду;

- необхідності відстоювання прав власності на акції, яка виникає у боротьбі за контроль над підприємствами між власниками акцій;

- набуття державних корпоративних прав поза приватизаційним законодавством. На цей час такі намагання реалізуються трьома шляхами. Перший полягає у проведенні додаткової емісії, взяти участь у якій держава не може з огляду на відсутність у бюджеті коштів на придбання акцій. Результатом емісії є зменшення частки держави у збільшених статутних фондах підприємств. Згідно з другим шляхом купуються корпоративні права або майно підприємств, що знаходяться у податковій заставі. Третій неприватизаційний шлях реалізується завдяки конвертації боргів не до кінця приватизованих підприємств в акції;

- використання дрібних акціонерів як інструменту боротьби за контроль. Загальновизнаним є неможливість для них брати повноцінну участь в управлінні підприємствами і одержання дивідендів. Тому дрібні акціонери діють в інтересах стратегічних інвесторів, що ведуть боротьбу за контроль, але їх наявні можливості впливу на корпорацію можуть використовуватись і у власних інтересах.

Наведена типізація корпоративних конфліктів характеризує процес формування (становлення і перерозподілу) власності в акціонерних товариствах, у той час як в ustalених корпоративних відносинах конфлікти відбуваються передусім навколо недружніх поглинань компаній, що починає проявлятися і в українській практиці управління. Необхідно зазначити, що корпоративні конфлікти негативно позначаються на господарській діяльності підприємств та вартості їх акцій.

Крім розкритих корпоративних конфліктів, в управлінні акціонерним товариством існують і цільові конфлікти, які виникають на основі розбіжностей між стратегіями щодо досягнення ефективного функціонування корпоративних підприємств. Отже, управління процесами розв'язання цільових конфліктів повинно бути одним з головних завдань для досягнення

соціально-економічної ефективності корпоративного управління.

Проведені науково-практичні дослідження виявили такі основні типи цільових конфліктів: прибуток – витрати, короткострокові цілі – довгострокова стратегія, централізація – децентралізація, зростання – стабільність.

1. Прибуток – витрати. Намагання корпорації одержати максимальний прибуток нерозривно пов'язане із зменшенням витрат. Проте зростання корпорації призводить саме до збільшення витрат, що спочатку відбивається на зменшенні прибутку. Такий конфлікт породжується протилежними цілями менеджерів, власників, кредиторів та інвесторів.

2. Короткострокові цілі – довгострокова стратегія. Вибір критерію у цьому конфлікті полягає у виборі між продажем і купівлею акцій компанією, між довгостроковими планами розвитку і терміновим поверненням капіталу. Подібний конфлікт породжується конфліктуючими інтересами груп акціонерів (бажання прибутку) та менеджерів (прагнення до розширення), тобто фактично інтересами довгострокового розвитку і короткостроковими цілями.

Останнім часом зросла індикативна роль показника оборотності акцій на ринку. Швидкий прибуток став більш пріоритетним, ніж прибуток, який планується у довгостроковому періоді. Зріс темп гри на фондових біржах, де прибутки диктуються швидкістю та кількістю оборотів акцій компаній. Інвестори почали віддавати перевагу високому доходу на „ризикові” акції, а не усталено невисокому дивіденду стабільних компаній [19, с. 474]. Компанії ж прагнуть до внеску капіталу у розвиток, нові сфери бізнесу, що не приносить миттєвого успіху і може взагалі виявитися неприбутковим. Проте останні тенденції падіння ринків акцій фіктивних капіталів і інформаційних технологій свідчать про зацікавленість акціонерів у придбанні акцій стабільних компаній, що працюють у реальному секторі економіки у зв'язку з останнім падінням.

3. Централізація – децентралізація.

Одна з провідних тенденцій у поведінці корпорації, що породжує цільові конфлікти, – це коливання між централізацією і децентралізацією. Централізація управління традиційно забезпечувала жорстке управління, де прийняття і виконання

рішень було розірвано в часі і не мало зворотного зв'язку. При централізованому управлінні працівники були позбавлені можливості брати участь у прийнятті рішень, що зменшувало мобільність й адаптивність структур до вимог ринку. Децентралізація забезпечувала можливість працівникам брати участь у прийнятті рішень, розробці та реалізації стратегії організації, що підвищувало її ефективність.

Це в свою чергу призводило до зменшення контролю над результатами і погіршення координації організації в цілому, отже – до одноосібних рішень і централізованої структури.

#### 4. Зростання – стабільність.

Децентралізовані системи стимулюють розвиток і зростання компанії, тоді як централізація і посилення контролю зумовлюють зміцнення стабільності і обмеження зростання. Така ситуація логічно призводить до конфлікту між розвитком і збереженням стабільності.

Авторський аналіз сутності та характеру цільових конфліктів показав, що ці конфлікти виникають саме між інтересами фінансових та нефінансових інвесторів (рис. 10).

Незважаючи на існуючі протиріччя, всі групи учасників зацікавлені у стабільності існування і прибутковості діяльності компанії, з якою вони пов'язані [2, с. 40; 80, с. 156], оскільки неефективність функціонування торкається інтересів усіх учасників корпоративних відносин.

Це полягає у наступному:

- щодо держави – зростанням соціальних проблем і зменшення дохідної частини бюджету;
- щодо персоналу підприємства – зменшенням заробітної плати і втратою робочих місць;
- щодо акціонерів – втратою вкладених в акції грошових коштів і недоотриманням доходу у вигляді дивідендів;
- щодо кредиторів – неотриманням основної суми боргу і відсотків по ньому;
- щодо постачальників і споживачів – втратою коштів через невиконання зобов'язань.



Фінансові інвестори

Нефінансові інвестори



Рис. 10. Конфлікти цілей фінансових і нефінансових інвесторів

Для вирішення конфліктів цілей і досягнення балансу інтересів необхідно проводити комплексну оцінку усієї системи корпоративного управління з багатьох параметрів, оскільки жоден окремо взятий критерій не дає повного уявлення про складність і взаємозалежність численних цілей діяльності компанії.

## 2. КОРПОРАТИВНЕ УПРАВЛІННЯ В МОЛОЧНІЙ ПРОМИСЛОВOSTІ: СТАН, ЕФЕКТИВНІСТЬ І ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ

### 2.1. Об'єкт дослідження та нинішній стан корпоративного сектора молочної промисловості

Дослідження та аналіз стану корпоративного сектора економіки Вінниччини обумовлений необхідністю виявлення існуючих причин неефективного функціонування акціонерних товариств та розробки заходів їх подолання. В результаті того, що молочна промисловість Вінницької області виготовляє продукцію, яка у загальному обсязі виробництва продовольчих товарів в Україні складає найбільшу частку, а саме 25,2 %, то цілком доцільно проводити оцінку ефективності саме молокопереробного підкомплексу, як провідного у харчовій та переробній промисловості [85, с. 129; 86, с. 134]. З цією метою проведемо оцінювання ринку молока та молочних продуктів України, у Вінницькій області та аналіз стану корпоративних підприємств молочної промисловості.

Молочна промисловість України формує достатньо значний за обсягами ринок (табл. 6) [87, с. 102; 88, с. 55].

Таблиця 6

Ринок молочної промисловості України, млн. т.

Роки	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Показники						
Виробництво молока	13,75	13,35	12,66	13,43	14,14	13,66
Експорт	0,301	0,484	0,181	0,197	0,113	0,155
Імпорт	0,037	0,009	0,017	0,013	0,021	0,024

Це пов'язано з тим, що продукція молочної галузі займає важливе місце у споживанні, адже частка витрат на молочні продукти становить 15 % від загальних витрат на харчування (це четверте місце після витрат на хлібобулочні, м'ясні, борошняні та макаронні вироби) та 34 % від витрат на споживання напоїв і вирішує проблему білкового харчування населення країни [87, с. 102; 89, с. 46].

Найефективнішим для молочної промисловості України

був 1990 рік. У цей період споживання молочних продуктів населенням максимально наближалось до раціональних норм харчування, розроблених НДІ гігієни харчування. Розвиток молочної промисловості суттєво загальмувався після 1990 року та подальший стан галузі до 1998 року можна охарактеризувати як кризовий. Причиною є не лише зниження купівельної спроможності, а й припинення впливу цінових диспропорцій, штучно створених за радянської економіки. Із року в рік скорочувалося виробництво молочних продуктів, яке було навіть стрімкішим, ніж зниження виробництва молока-сировини. Значну частину сирого молока продавали на стихійних або міських ринках, не проходячи, навіть, первинної обробки. З огляду на це серед виробників виникла конкуренція попиту на сировинні ресурси, що призвело до підвищення ціни на молоко і повинно було, відповідно до ринкових законів, призвести до зростання ціни на готову продукцію. Але цього не сталося, оскільки низька купівельна спроможність населення за різкого підвищення ціни могла спричинити значне скорочення обсягів споживання. Починаючи з 1999 року, обсяг виробництва молочних продуктів поступово збільшується. Це викликано зміною соціальної політики в державі, що сприяло зростанню рівня доходів населення України, і відповідно до цього рівня споживання основних продуктів харчування, до яких належать молоко і молочні продукти [90, с. 50; 91, с. 5; 92, с. 99]. Сьогодні ж пропозиція на ринку молокопродуктів формується за рахунок вітчизняного виробництва та імпорту по кожній товарній групі [93, с. 6; 94, с. 28; 95, с. 6]. При цьому важливим є зменшення обсягу виробництва молока в Україні протягом 2003 р. на 3,4 %, що обумовлено збільшенням імпорту на 14,3 %. Отже, починаючи з 2002 р. імпорт суттєво впливає на ринкову ситуацію в країні [96, с. 15; 97, с. 54; 98, с. 29]. Молоко і молочні продукти імпортуються в Україну в основному з країн Європи: Німеччини, Польщі, Угорщини, Нідерландів, Болгарії, Франції, а також з країн СНД, в тому числі з Російської Федерації [99, с. 29; 100, с. 15; 101, с. 94].

Експортні можливості України невеликі, оскільки в останні роки виробництво молокопродукції в країні перевищує внутрішній попит на них лише на 1,1-1,3% [99, с. 28; 102, с. 93; 103, с. 126]. Основними умовами експорту вітчизняної молочної продукції є її відповідність міжнародним стандартам. До міжнарод-

дних організацій, що працюють під егідою ООН і встановлюють такі стандарти, належить Міжнародна Молочна Федерація (IDF) та Комісія з питань харчування (Codex Alimentarius), Всесвітня організація з охорони здоров'я (WHO) та Організація з питань продовольства та сільського господарства (FAO). IDF видає технічну та комерційну інформацію, а також стандарти молочної продукції, прийняті в усьому світі. Codex Alimentarius інформує виробників про прийняті стандарти, які країни-члени обговорюють та узгоджують [95, с. 6; 96, с. 15].

У структурі експорту група молока і молочних продуктів, маючи найбільшу питому вагу, знижується на користь молочних жирів та сирів. При цьому торговими партнерами України в зовнішній торгівлі є Російська Федерація, Нідерланди, Німеччина, Болгарія, Литва, Японія, Вірменія, Грузія, Угорщина, Чеська Республіка та Туреччина [104, с. 134].

Молочна промисловість Вінниччини посідає друге місце в Україні за обсягом виробництва молока (778,5 тис. т. або 5,5 % до загального обсягу виробництва молока в країні), поступаючись лише Львівській області (1061,5 тис. т. або 7,5 %) [86, с. 411].

Розвиток молочної промисловості Вінниччини ідентичний тенденції змін у виробництві та реалізації молока в Україні загалом, що обумовлено загальними процесами розвитку економіки країни. Як видно з рис. 11, обсяг виробництва та реалізації молока зменшувався з 1998 р., після 2000 року мав зміни в напрямку збільшення і протягом 2003 р. спостерігалась тенденція, подібна до 1998 р., що обумовлено значним зростанням цін на сировину.

Отже, протягом 1998-2003 рр. товарність молока зменшилась на 12,4 %, що пов'язано із пошуком сільськогосподарськими підприємствами вигідніших маркетингових каналів збуту.

Виробництво молока є необхідною передумовою для функціонування молочної промисловості, оскільки, головним чином, від сировини залежить кількість та якість готової продукції. На обсяги виробництва молока та його якість впливає багато факторів, серед яких: чисельність поголів'я високопродуктивних молочних корів, забезпеченість збалансованими кормами, наявність робочої сили.

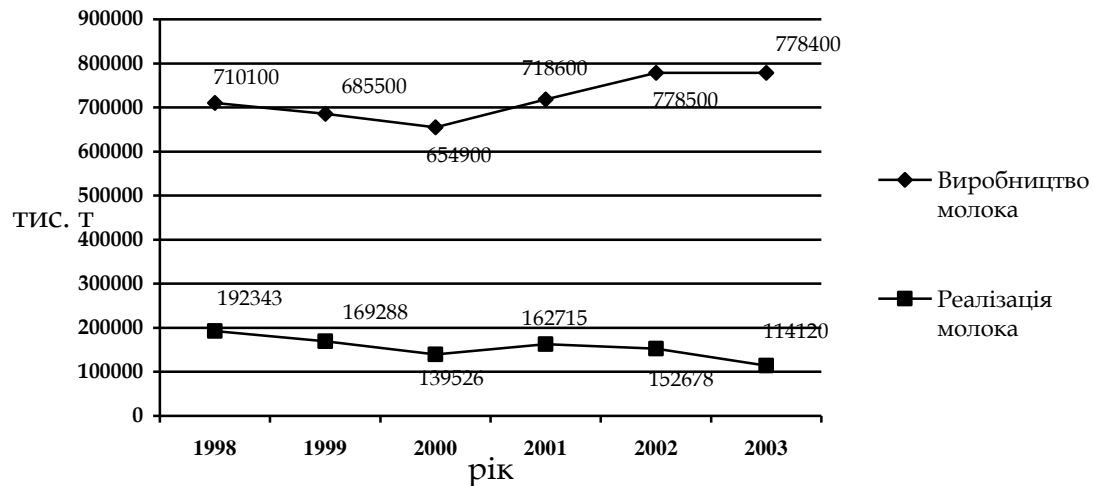


Рис. 11. Виробництво та реалізація молока на Вінниччині

Дослідження динаміки виробництва та реалізації молока дозволяє оцінити товарність молока (рис. 12).

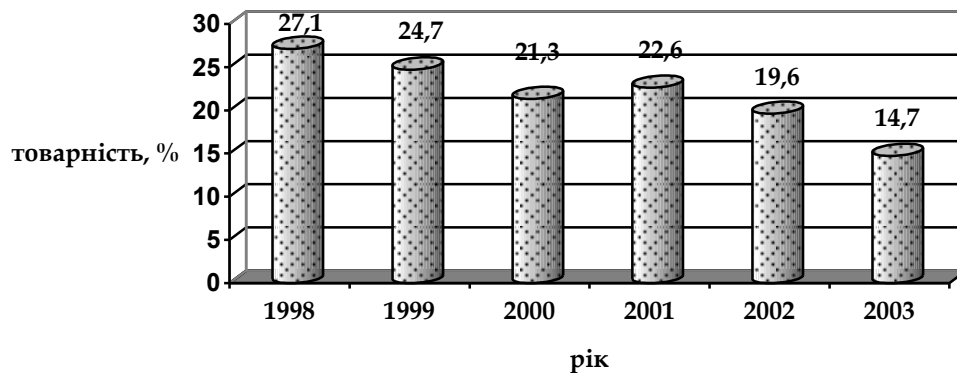


Рис. 12. Товарність молока у Вінницькій області

Важливими стримуючими чинниками розвитку ринку молочної продукції є скорочення поголів'я корів, низька їх продуктивність, високий рівень захворюваності корів на мастит, лейкоз, туберкульоз, і, як наслідок, до 2001 року спостерігалось зменшення й виробництва молока (рис. 11). Переломним вважається 2001 рік, коли намітилась тенденція до збільшення обсягів виробництва молока, збільшення середньорічного удою молока від однієї корови на 7,5 %, а, отже, скорочення поголів'я корів з низькою продуктивністю [86, с. 181].

На сучасному етапі склалося таке становище, коли індивідуальні та фермерські господарства стають основними товаровиробниками молока, так як у зв'язку з трансформаційними

перетвореннями в сільському господарстві суспільний сектор втрачає завойовані раніше позиції на ринку молочної продукції. Раніше молоко закуповувалось і в сільськогосподарських підприємствах, і в господарствах населення. Першим стало не вигідно утримувати велике стадо корів, особливо у селах, віддалених від міст. Крім цього, переважна більшість господарств мала низькопродуктивних корів і тому собівартість продукції під час реалізації стала значно вищою від ціни реалізації отриманого молока. Перехід до ринкової економіки привів до зростання обсягів виробництва молока у приватних господарствах. Але, як відомо, сучасний стан розвитку таких господарств не дозволяє у повному обсязі забезпечити молочне поголів'я збалансованими висококалорійними кормами через обмеженість розмірів самих господарств та відсутністю відповідної техніки й устаткування, а також кваліфікованого підходу до складання раціону годівлі худоби, тобто приватні виробники не мають перспектив бути основними постачальниками сировини для молокопереробних заводів. Все це негативно позначилося на якості молочної сировини (за показниками щільності та жирності молока, які залежать від якості кормів, селекційної роботи, організації роботи з доставки молока на молокопереробні підприємства) [89, с. 48; 105, с. 42; 106, с. 128]. З метою підвищення якості молочної сировини та її відповідності міжнародним нормам стандарту на молоко відповідно до Наказу Міністерства аграрної політики №281 від 25 вересня 2001 року, активізувалася робота щодо введення в дію ДСТУ 3662-97 „Молоко коров'яче незбиране. Вимоги при закупівлі”, розробленого на основі нормативних документів Європейського співтовариства, який набрав чинності з 1 липня 2002 року [107, с. 25; 108, с. 102; 109, с. 103].

Виробництво молока та молочних продуктів належить до матеріаломістких галузей. Постачання сировини пов'язане із сезонними коливаннями і не збігається із сезонними коливаннями попиту споживачів на молочні продукти. Так, у літній період спостерігається масове надходження сировини і водночас зменшення споживання молочної продукції. Сезонні втрати сегменту ринку молокопереробні заводи компенсують за рахунок зниження ціни на молочну продукцію в літній період. У зв'язку із зменшенням постачання сировини в зимовий період молоко-

переробні підприємства змушені щорічно влітку закладати сухе молоко для подальшої переробки. У такому випадку відбувається „заморожування” фінансових коштів, що впливає на ускладнення ситуації з обіговими коштами [87, с. 104; 110, с. 60].

В результаті підвищення вимог споживачів до продукції в 2001 році відбулося зростання всіх асортиментних груп молочної продукції (табл. 7) [85, с. 128].

Таблиця 7

Структура виробництва молочної продукції у Вінницькій області, тис. т.

Вид продукції	Роки					
	1990	1995	2000	2001	2002	2003
1. Тваринне масло	28,3	12,8	9,9	13,5	19,6	28,2
2. Продукція з незбираного молока в перерахунку на молоко	149,4	27,5	15,5	21,6	28,5	48,2
3. Сири жирні, вкл. бринзу	6,6	4,9	4,7	6,6	10,1	13,7
4. Сухе молоко незбиране, вершки і сухі суміші	13,7	5,3	1,9	3,5	1,8	0,8
5. Морозиво	5,1	1,1	1,6	1,3	1,2	1,2
Всього	203,1	51,6	33,6	46,5	61,6	92,1

Динаміка структури виробництва молочної продукції з 2001 р. засвідчила про наступні зміни. Найбільший приріст виробництва (123,1 %) мала продукція з незбираного молока. На 108,9 % зросло виробництво тваринного масла та на 107,6 % - виготовлення сирів, включаючи бринзу. Збільшення обсягів виробництва масла тваринного свідчить про те, що споживачі молочної продукції Вінницької області віддають перевагу маслу саме такого походження, а не маслу рослинного походження (маргарину). Скорочення виробництва сухого молока та морозива зумовлене проблемами реалізації.

Формування цін на молокопродукцію має сезонний характер, тобто залежить від співвідношення попиту і пропозиції на неї по періодах року та від платоспроможності населення. Пік зниження цін на молоко приходить на літні місяці - червень, липень, серпень. Саме в цей період формуються найбільші об-

сяги реалізації молока. Середній приріст цін у цей період уповільнюється до 1,5-2,5 % в місяць [111, с. 57; 112, с. 65]. В осінньо-зимовий період, коли надії молока порівняно низькі, ціни реалізації, навпаки, підвищуються. Поступове зростання їх починається з вересня і продовжується до березня наступного року, включно [99, с. 29; 113, с. 158].

Реалізацію молока сільськогосподарські підприємства здійснюють різними каналами (табл. 8) [86, с. 166; 114, с. 123].

Таблиця 8

Структура реалізації молока і молочних продуктів у Вінниччині, %

Канали реалізації	Роки							
	1990	1995	1997	1999	2000	2001	2002	2003
Переробним підприємствам	100	95	82	80	82	81	81	85
На ринку	0	4	11	12	12	6	5	4
Населенню	0	1	3	5	4	4	3	3
Всього	100	100	100	100	100	100	100	100

Зрушення 2000 р. характеризується незначним підвищенням питомої ваги молока, яке продається переробним підприємствам, зменшенням реалізації молока на ринку та населенню. Позитивним є те, що індивідуальні господарства селян за останній період стали збільшувати реалізацію молока заготівельним організаціям (переробній промисловості). Так, на даний момент підприємства переробної промисловості отримують біля 86% сировини від населення і 14% від сільськогосподарських підприємств. Причини збільшення товарності молока в приватному секторі обумовлені підвищенням матеріальної зацікавленості приватних виробників в реалізації молока через цей канал, які полягають в отриманні дотацій від переробних підприємств за рахунок ПДВ, яке акумулюється переробними підприємствами при реалізації готової продукції.

Проведений аналіз стану ринку молока та молочної продукції у Вінниччині засвідчив про існування таких основних проблем:

- низька якість молочної сировини, що, у свою чергу, негативно впливає на виробництво молочної продукції, а це призводить до проблеми збуту продукції, особливо на зовнішній



ринок;

- низька якість технологічного оснащення молокозаводів;
- недостатній захист споживачів молочної продукції від продукції низької якості (з високим вмістом шкідливих для здоров'я людини речовин);
- відсутня державна програма розвитку ринку молока та молокопродукції, яка гарантувала б якість та безпеку харчування молочними продуктами;
- недостатнє бюджетне фінансування формування мережі незалежних лабораторій, селекційних, генетичних та наукових розробок.

Наведені зрушення в розвитку молочної промисловості Вінницької області певною мірою сприяли вирішенню збільшення обсягів продажу молочної сировини підприємствам молокопереробної сфери, представленої в області 23 підприємствами. З них 14 підприємств є корпоративними підприємствами, до яких відповідно проведеному дослідженню віднесено акціонерні товариства закритого та відкритого типів.

Для оцінки стану корпоративних підприємств необхідно проаналізувати їх фінансові результати, які є важливими показниками ефективності виробничо-господарської діяльності та джерелом формування централізованих і децентралізованих фінансових ресурсів.

З цією метою на основі статистичних даних провели групування акціонерних товариств молочної промисловості Вінниччини за рівнем фінансових результатів (табл. 9).

Наведені згруповані дані свідчать про зменшення частки рентабельних підприємств за основними фінансовими результатами, а саме валовим прибутком, фінансовим результатом від операційної діяльності та фінансовим результатом від звичайної діяльності до оподаткування, за 2000-02 рр. та значним її збільшенням за 2003 р. Це є результатом підвищення рентабельності продукції 92,9 % підприємств та основної діяльності – 78,6 % підприємств.

При оцінюванні стану корпоративного сектора молочної промисловості необхідно проаналізувати відповідність діяльності корпоративних підприємств т. з. „золотому правилу економіки підприємства” [115, с. 24], тобто принципу ефективного функціонування підприємств. Дане правило полягає в оптима-

льності досягнення такого співвідношення:

$$T_{\text{фр}} > T_{\text{р}} > T_{\text{зк}} > 100\%, \quad (1)$$

де  $T_{\text{фр}}$  – темп зміни фінансового результату від звичайної діяльності до оподаткування;

$T_{\text{р}}$  – темп зміни реалізації;

$T_{\text{зк}}$  – темп зміни загального капіталу.

Таблиця 9

Групування корпоративних підприємств молочної промисловості Вінниччини за фінансовими результатами

Роки	Питома вага групи підприємств у загальному підсумку (%)					
	Група рентабельних підприємств			Група нерентабельних підприємств		
	За валовим прибутком	За фінансовим результатом від операційної діяльності	За фінансовим результатом від звичайної діяльності до оподаткування	За валовим прибутком	За фінансовим результатом від операційної діяльності	За фінансовим результатом від звичайної діяльності до оподаткування
2000	78,5	50,0	42,9	21,5	50,0	57,1
2001	64,3	57,1	42,9	35,7	42,9	57,1
2002	57,1	35,7	28,6	42,9	64,3	71,4
2003	92,9	78,6	71,4	7,1	21,4	28,6

Ця залежність означає: економічний потенціал підприємства зростає; порівняно зі збільшенням економічного потенціалу обсяг реалізації зростає більш високими темпами, тобто ресурси підприємства використовуються більш ефективно; прибуток зростає випереджуючими темпами, що свідчить, як правило, про відносне зниження витрат виробництва і обігу. Проаналізуємо діяльність корпоративних підприємств за останні роки відповідно до вищесформульованих умов (табл. 10).

Проведені розрахунки засвідчили про результати, відтворені на рис. 13.

Принципу ефективного функціонування відповідає діяльність лише двох підприємств, а саме ВАТ „Погребищенський маслосирзавод” та ВАТ „Шаргородський маслосирзавод”, що складає 14 % від загальної кількості підприємств. Таку ж частку (14 %) складають підприємства, які частково відповідають за-

значеному співвідношенню, до числа яких відноситься ВАТ „Крижопільський сироробний завод” та ВАТ „Тульчинський маслосирзавод”.

Таблиця 10

Оцінка корпоративного сектора підприємств молочної промисловості Вінницької області (2002-2003 рр.)

Підприємства	$T_{фр}$	$T_p$	$T_{зк}$	Відповідність підприємств принципу ефективного функціонування
1. АТЗТ „Бершадьмолоко”	-	241,7	112,1	не відповідає
2. АТЗТ „Тростянецький молокозавод”	-	103,3	103,8	- // -
3. ВАТ „Літинський молокозавод”	-	216,6	182,4	- // -
4. ВАТ «„Вапнярський молокозавод”	-	243,6	150,3	- // -
5. ВАТ „Барський завод сухого знежиреного молока”	-	189,1	60,8	- // -
6. ВАТ „Вінницький міський молокозавод”	-	152,4	135,3	- // -
7. ВАТ „Гайсинський маслосирзавод”	-	8,6	235,1	- // -
8. ВАТ „Крижопільський сироробний завод”	28,2	167,3	114,5	частково
9. ВАТ „Могилів-Подільський молокозавод»	-	92,3	101,9	не відповідає
10. ВАТ „Погребищенський маслосирзавод”	230,0	149,9	102,8	$230 > 149,9 > 102,8 > 100\%$
11. ВАТ „Тульчинський маслосирзавод”	1928	125,1	173,1	частково
12. ВАТ „Хмільницький завод сухого знежиреного молока”	-	117,3	100,9	не відповідає
13. ВАТ „Шаргородський маслосирзавод»	290,6	127,7	106,0	$290,6 > 127,7 > 106 > 100\%$
14. ВАТ „Ямпільський маслосирзавод”	-	221,1	121,3	не відповідає

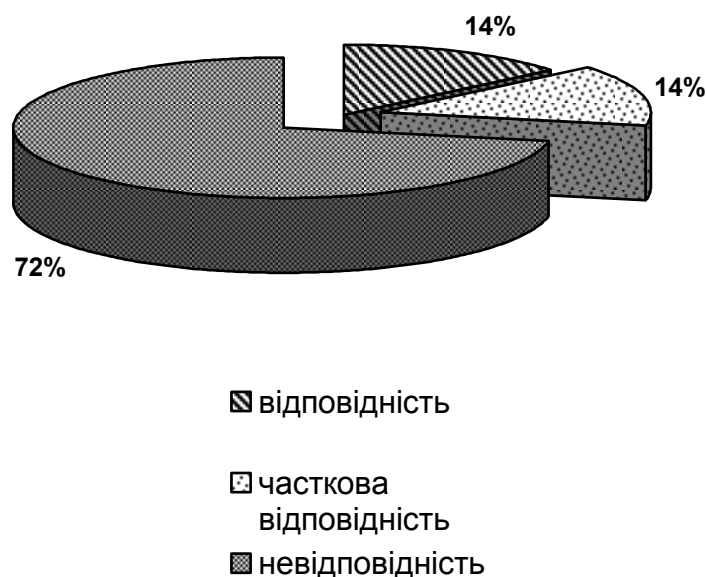


Рис. 13. Оцінка відповідності діяльності корпоративних підприємств принципу ефективного функціонування підприємств

Невідповідність переважної більшості підприємств даному правилу обумовлена наявністю негативного фінансового результату від звичайної діяльності до оподаткування у 2002 р. Але дані табл. 10 свідчать про підвищення рентабельних підприємств за показником фінансового результату від звичайної діяльності до оподаткування на 42,8 % (71,4 - 28,6), що цілком можливо забезпечить значне підвищення відсотку підприємств, які відповідатимуть зазначеному співвідношенню у 2004 р.. Крім цього, можливі відхилення від цієї ідеальної залежності можуть бути наслідком освоєння нових перспективних напрямлень застосування капіталу, реконструкція і модернізація діючого виробництва і т.д. Адже, така діяльність завжди пов'язана зі значними вкладеннями фінансових ресурсів, які в значній мірі не дають швидкої вигоди, але в перспективі можуть окупи- тись з надлишком.

## 2.2. Розробка методики оцінки соціально-економічної ефективності корпоративного управління підприємствами

Посилення соціалізації економічних відносин та специфіка акціонерних товариств обумовлює необхідність розробки методики оцінки соціально-економічної ефективності корпоративного управління, адже її забезпечення сприятиме досягненню компаніями високих результатів і росту ефективності, що підвищить якість управління. Як було вищезазначено, соціально-економічна ефективність корпоративного управління полягає у створенні балансу інтересів зацікавлених в діяльності акціонерного товариства осіб.

З цією метою на основі проведеного аналізу інтересів усіх учасників корпоративних відносин визначимо критерії та показники ефективності їх діяльності, що і обумовлюють соціально-економічну ефективність корпоративного управління. Проте критерії та показники ефективності доцільно об'єднати в дві групи: фінансових і нефінансових інвесторів в результаті виявлення спільності в їх інтересах. Для фінансових інвесторів об'єктивною оцінкою діяльності акціонерних товариств є його фінансові показники, які аналізуються у різному звіті, а для нефінансових інвесторів – показники, які характеризують рівень мотивації, рівень суспільності, якість продукції, престиж підприємства, стабільність та ритмічність виробництва.

На основі проведеного аналізу інтересів різних груп учасників корпоративних відносин та за результатами експертної оцінки відібрано 17 показників ефективності діяльності фінансових інвесторів та 17 показників ефективності діяльності нефінансових інвесторів, які зазначені у табл. 11.

З метою комплексного аналізу інтересів фінансових інвесторів на основі проведеного критичного аналізу виявили, що необхідно проводити оцінку фінансових показників, які характеризують ліквідність, фінансову стійкість, рентабельність, ділову активність (ефективність використання активів) та ринкову активність підприємства [116, с. 63; 117, с. 207; 118, с. 349-405]. Для фінансових коефіцієнтів не існує міжнародних стандартів, тому, обираючи їх, враховували вітчизняну специфіку та принцип вибору таких показників, що майже не корелюють між собою і несуть окрему інформацію про фінансовий стан підпри-

емства. Це забезпечить уникнення перевантаження аналізу показниками, що несуть одну й ту саму інформацію.

Таблиця 11

Оцінка соціально-економічної ефективності  
корпоративного управління

Соціально-економічна ефективність			
Фінансових інвесторів		Нефінансових інвесторів	
Критерії	Показники	Критерії	Показники
1. Ліквідність	1. Загальний коефіцієнт покриття 2. Коефіцієнт швидкої ліквідності 3. Коефіцієнт абсолютної ліквідності	1. Обсяг та ритмічність діяльності	1. Коефіцієнт ритмічності 2. Частка ринку 3. Обсяг експортованої продукції
2. Фінансова стійкість	1. Коефіцієнт автономії 2. Коефіцієнт маневреності 3. Коефіцієнт співвідношення залученого і власного капіталу	2. Якість та асортимент продукції	1. Коефіцієнт сортності 2. Середньозважений бал якості 3. Рівень товарної номенклатури
3. Ділова активність	1. Оборотноість запасів 2. Оборотноість дебіторської заборгованості 3. Оборотноість власного капіталу 4. Оборотноість капіталу	3. Мотивація	1. Рівень заробітної плати 2. Темп зростання заробітної плати 3. Умови роботи 4. Умови для самореалізації
4. Рентабельність	1. Рентабельність реалізації 2. Рентабельність основної діяльності 3. Рентабельність основного капіталу 4. Рентабельність власного капіталу	4. Рівень сервісу	1. Строк доставки споживачам 2. Гарантійне та післягарантійне обслуговування 3. Умови оплати 4. Своєчасність та повнота оплати поставок

Соціально-економічна ефективність			
Фінансових інвесторів		Нефінансових інвесторів	
Критерії	Показники	Критерії	Показники
5. Ринкова активність	1. Коефіцієнт „ціна-прибуток” 2. Коефіцієнт „ринкова балансова вартість” 3. Цінність акцій	5. Суспільність	1. Рівень збереження екології 2. Рівень сплати податків 3. Витрати на благодійність

Ліквідність підприємства характеризується співвідношенням його ліквідних коштів та короткострокової заборгованості (поточних зобов'язань) і показує здатність підприємства швидко продати активи й одержати гроші для оплати своїх зобов'язань [118, с. 364; 119, с. 146].

Для розкриття ліквідності обрані такі коефіцієнти: загальний коефіцієнт покриття, коефіцієнт швидкої ліквідності та коефіцієнт абсолютної ліквідності. Загальний коефіцієнт покриття є відносним показником, який характеризує можливість підприємства оплатити свої короткострокові зобов'язання. Даний коефіцієнт дає загальну оцінку ліквідності активів, показуючи, скільки гривень поточних активів підприємства приходить на одну гривню поточних зобов'язань. Коефіцієнт швидкої ліквідності показує, яка частина поточних активів підприємства негайно могла б бути перетворена в грошову форму і використана для погашення короткострокових зобов'язань, що виникли. Коефіцієнт абсолютної ліквідності є найбільш жорстким критерієм ліквідності підприємства: він показує, яка частина короткострокових платіжних зобов'язань може бути при необхідності терміново погашена.

Фінансова стійкість підприємства тісно пов'язана із його перспективною платоспроможністю. Її аналіз дає змогу визначити фінансові можливості підприємства на відповідну перспективу та оцінити його загальну фінансову структуру і залежність від кредиторів і інвесторів. Оцінку фінансової стійкості підприємства доцільно здійснювати на підставі комплексу показників: коефіцієнта автономії (коефіцієнта концентрації власного капіталу), коефіцієнта маневреності та коефіцієнта спів-

відношення залученого і власного капіталу. Коефіцієнт автономії характеризує частку власності самого підприємства в загальній сумі коштів, інвестованих у його діяльність. Зростання цього коефіцієнта свідчить про підвищення фінансової незалежності підприємства, зниження ризику інвестицій в підприємство та є гарантією зниження фінансових труднощів на майбутні періоди. Коефіцієнт маневреності вказує, яка частка власних коштів підприємства знаходиться в мобільній формі і дозволяє більш чи менш вільно маневрувати ними. Низьке значення цього показника означає, що значна частина власних коштів підприємства знаходиться в менш ліквідних засобах, які не можуть бути досить швидко перетворені на грошову готівку [19, с. 368; 120, с. 145]. Коефіцієнт співвідношення залученого і власного капіталу характеризує структуру коштів підприємства і надає найзагальнішу оцінку фінансової стійкості підприємства.

Ділова активність підприємства характеризує результати і ефективність поточної основної виробничої діяльності. Для оцінки ділової активності необхідно проаналізувати такі показники: оборотність запасів, оборотність дебіторської заборгованості, оборотність власного капіталу, оборотність капіталу. Обіговість виробничих запасів показує зміни у динаміці виробничих запасів і незавершеного виробництва та є результатом зміни попиту на готову продукцію. Обіговість дебіторської заборгованості показує розширення або зниження комерційного кредиту, який надається підприємством. Обіговість капіталу відтворює швидкість обороту всього капіталу підприємства. Обіговість власного капіталу показує швидкість обороту власного капіталу, що для акціонерних товариств означає активність коштів, якими ризикують акціонери [118, с. 372; 121, с. 214].

Рентабельність підприємства характеризує економічну доцільність функціонування будь-якого підприємства та результативність його фінансової діяльності. Її оцінку необхідно здійснювати за такими відносними показниками: рентабельність реалізації, рентабельність основної діяльності, рентабельність капіталу, рентабельність власного капіталу [122, с. 134; 123, с. 284]. Рентабельність реалізації показує, яку частку складає прибуток у виручці від реалізації продукції, його економічне значення допомагає оцінити питому вагу чистого прибутку в



кожній гривні обігу. Динаміка цього показника використовується як орієнтир попиту та є джерелом даних про просування продукції корпорації на ринок. Рентабельність основної діяльності показує ефективність використання витрачених коштів на її здійснення. Рентабельність власного капіталу показує ефективність використання власного капіталу, а його динаміка здійснює вплив на рівень котирування акцій на фондових біржах. Рентабельність всього капіталу підприємства відтворює ефективність використання капіталу, який вкладений в діяльність підприємства на тривалий період.

Ринкова активність підприємства характеризує ставлення інвесторів до корпорації. Коефіцієнти ринкової активності показують зв'язок ціни акцій підприємства відносно доходу від неї та чистим активом на одну акцію (вартістю капіталу, що припадає на одну акцію за даними бухгалтерського обліку). Ці показники служать інвесторам індикаторами минулої діяльності та підґрунтям для прогнозування [122, с. 127; 124, с. 326]. Найхарактернішими в цій групі є такі показники: коефіцієнт „ціна-прибуток”; коефіцієнт „ринкова - балансова вартість”; цінність акцій. Аналіз такого комплексу показників дає змогу визначити чи дає акціонерам вкладання коштів в акціонерний капітал належні прибутки і якщо ні, - з'ясувати причини низької ефективності акціонерного капіталу [20, с. 97; 125, с. 55].

Отже, обрані фінансові показники є орієнтиром для визначення рівня платоспроможності підприємства, наявності коштів для його розвитку та доцільності вкладення інвестицій з боку фінансових інвесторів.

Оцінка інтересів нефінансових інвесторів (рис. 9) засвідчила, що умовою ефективної діяльності є задоволення таких критеріїв ефективності: рівень мотивації, рівень стабільності і ритмічності виробництва, рівень суспільності, рівень якості продукції та рівень сервісу. Саме такий підбір критеріїв є умовою ефективної та відданої роботи працівників, управлінського складу, споживачів, постачальників та держави. Кожному з критеріїв задовольняє певний комплекс показників (див. табл. 11). Враховуючи особливості показників оцінки соціально-економічної ефективності, які несуть як кількісне, так і якісне значення, цілком доцільно впровадити використання розрахунку кількісних показників та бальні оцінки при аналізі якісних

показників.

За результатами експертного оцінювання не всі показники мають однакову значимість при аналізі соціально-економічної ефективності корпоративного управління, тому необхідно розрахувати їх коефіцієнти вагомості на основі оцінок експертів. Розрахунок коефіцієнтів ваги необхідно здійснювати у два етапи. Перший етап передбачає вибір групи експертів і проведення ними оцінювання важливості окремих показників за десятибальною шкалою.

На другому етапі отримані бальні оцінки необхідно трансформувати у коефіцієнти ваги кожного показника, який розраховувався за формулою [126, с. 74; 127, с. 32]

$$K_i = \frac{B_i}{\sum_{i=1}^K B_i}, \quad (2)$$

де  $K_i$  – значення коефіцієнта ваги  $i$ -го показника;

$B_i$  – середньоарифметичне значення бальної оцінки експертами  $i$ -го показника;

$K$  – кількість показників у групі.

Таким чином отримуються вагові значення кожного показника у частках від одиниці в межах групи, до якої він належить.

З метою інтеграції зазначених показників у єдиний загальний показник, який характеризував би досягнення балансу інтересів фінансових та нефінансових інвесторів, пропонуємо розраховувати інтегральний показник соціально-економічної ефективності корпоративного управління згідно алгоритму, зазначеного на рис. 14.

Формування бази даних відбувається в два етапи. На першому етапі створюється база даних для кількісних показників на основі форм фінансової звітності, встановлених Положеннями (стандартами) бухгалтерського обліку (П(С)БО). На другому етапі створюється база даних для якісних показників на основі даних економічних та виробничих відділів підприємств.

Сформована база даних дозволяє розрахувати кількісні показники та перевести якісні показники за результатами експертних оцінок у бали.



Рис. 14. Схема алгоритмічного підходу до оцінювання соціально-економічної ефективності корпоративного управління

Вихідні показники подаються у вигляді матриці ( $X_{ij}$ ), де у рядках записані номери вихідних показників ( $i=1.1, 1.2, 1.3, \dots, 10.2$ ), а у графах – номери досліджуваних підприємств ( $j = 1,2,3, \dots, n$ ).

Для перетворення показників підприємств в індексну форму доцільно застосовувати таку послідовність дій:

- для показників, збільшення яких свідчить про краще становище підприємства, індекс  $I_{ij}$  пропонуємо розраховувати таким чином [128, с. 8]:

$$I_{ij} = (X_{ij} - \min X_{ij}) / (\max X_{ij} - \min X_{ij}). \quad (3)$$

Тобто, чим більшим є фактичне значення  $X_{ij}$  в межах діапазону їх коливань, тим ближчим до 1 буде величина  $I_{ij}$ ;

- для показників, зменшення яких свідчить про краще становище підприємства, індекс  $I_{ij}$  розраховувався таким чином:

$$I_{ij} = (\max X_{ij} - X_{ij}) / (\max X_{ij} - \min X_{ij}). \quad (4)$$

Тобто величина  $I_{ij}$  буде наближуватися до 1 при наближенні фактичного значення  $X_{ij}$  до  $\min X_{ij}$ .

Необхідно зауважити, що для кількісних показників  $X_{ij}$  виражається безпосередньо у значенні коефіцієнта, а для якісних показників  $X_{ij}$  – у балах, визначених експертами.

Інтегральні індекси необхідно розраховувати за окремими групами показників (інтегральні індекси показників ліквідності  $I_{(1)}$ , фінансової стійкості  $I_{(2)}$ , ділової активності  $I_{(3)}$ , рентабельності  $I_{(4)}$ , ринкової активності  $I_{(5)}$ , рівня виробництва  $I_{(6)}$ , якості продукції  $I_{(7)}$ , мотивації праці  $I_{(8)}$ , суспільності  $I_{(9)}$ , іміджу підприємства  $I_{(10)}$ ) шляхом зважування фактичних значень показників:

$$I_{(1)j} = I_{(1.1)j} * K_{1.1} + I_{(1.2)j} * K_{1.2} + I_{(1.3)j} * K_{1.3}, \quad (5)$$

$$I_{(2)j} = I_{(2.1)j} * K_{2.1} + I_{(2.2)j} * K_{2.2} + I_{(2.3)j} * K_{2.3}, \quad (6)$$

$$I_{(3)j} = I_{(3.1)j} * K_{3.1} + I_{(3.2)j} * K_{3.2} + I_{(3.3)j} * K_{3.3} + I_{(3.4)j} * K_{3.4}, \quad (7)$$

$$I_{(4)j} = I_{(4.1)j} * K_{4.1} + I_{(4.2)j} * K_{4.2} + I_{(4.3)j} * K_{4.3} + I_{(4.4)j} * K_{4.4}, \quad (8)$$

$$I_{(5)j} = I_{(5.1)j} * K_{5.1} + I_{(5.2)j} * K_{5.2} + I_{(5.3)j} * K_{5.3} + I_{(5.4)j} * K_{5.4}, \quad (9)$$

$$I_{(6)j} = I_{(6.1)j} * K_{6.1} + I_{(6.2)j} * K_{6.2} + I_{(6.3)j} * K_{6.3}, \quad (10)$$

$$I_{(7)j} = I_{(7.1)j} * K_{7.1} + I_{(7.2)j} * K_{7.2} + I_{(7.3)j} * K_{7.3} + I_{(7.4)j} * K_{7.4}, \quad (11)$$

$$I_{(8)j} = I_{(8.1)j} * K_{8.1} + I_{(8.2)j} * K_{8.2} + I_{(8.3)j} * K_{8.3}, \quad (12)$$

$$I_{(9)j} = I_{(9.1)j} * K_{9.1} + I_{(9.2)j} * K_{9.2} + I_{(9.3)j} * K_{9.3}, \quad (13)$$

$$I_{(10)j} = I_{(10.1)j} * K_{10.1} + I_{(10.2)j} * K_{10.2}, \quad (14)$$

де  $K$  – коефіцієнт вагомості кожного з показників в межах групи. Діапазон значень інтегральних індексів становитиме від 0 до 1, що забезпечується застосовуваною системою ваг.

На основі зважування фактичних значень розрахованих показників та їх коефіцієнтів вагомості (K) визначаємо [129, с. 123; 130, с. 46]:

1. Інтегральний індекс задоволення інтересів фінансових інвесторів ( $I_{фj}$ ) зі значень наступних п'яти інтегральних індексів: показників ліквідності  $I_{(1)}$ , фінансової стійкості  $I_{(2)}$ , ділової активності  $I_{(3)}$ , рентабельності  $I_{(4)}$  та ринкової активності  $I_{(5)}$ :

$$I_{фj} = I_{(1)j} \cdot K_1 + I_{(2)j} \cdot K_2 + I_{(3)j} \cdot K_3 + I_{(4)j} \cdot K_4 + I_{(5)j} \cdot K_5. \quad (15)$$

2. Інтегральний індекс задоволення інтересів нефінансових інвесторів ( $I_{нj}$ ) зі значень таких п'яти інтегральних індексів: показників рівня виробництва  $I_{(6)}$ , якості продукції  $I_{(7)}$ , мотивації праці  $I_{(8)}$ , суспільності  $I_{(9)}$ , іміджу підприємства  $I_{(10)}$ :

$$I_{нj} = I_{(6)j} \cdot K_6 + I_{(7)j} \cdot K_7 + I_{(8)j} \cdot K_8 + I_{(9)j} \cdot K_9 + I_{(10)j} \cdot K_{10}. \quad (16)$$

Інтегральний показник соціально-економічної ефективності необхідно розраховувати за формулою

$$I_{СЕФj} = \lambda * I_{фj} + I_{нj} * \beta, \quad (17)$$

де  $\lambda$ ,  $\beta$  – відповідно значимість інтересів фінансових та нефінансових інвесторів для досягнення балансу інтересів.

Необхідно зазначити, що значимість інтересів фінансових та нефінансових інвесторів визначається за допомогою експертних оцінок.

Запропонована методика на багатьох етапах використовує метод експертних оцінок в результаті відсутності достатньої за обсягом достовірної інформації та значної невизначеності середовища, в якому функціонує об'єкт [131, с. 75]. В якості експертного методу пропонуємо використовувати метод експертних оцінок Дельфі. На відміну від традиційного підходу для досягнення погоджень думок експертів шляхом відкритої дискусії (методом комісії) метод Дельфі дає можливість цілком відмовитись від колективного обговорення. Це робиться з метою зменшення впливу таких психологічних факторів, як приєднання до думки найбільш авторитетного чи впливового спеціаліста, небажання відмовитись від публічно вираженої думки, дотримуватися думки більшості, тобто максимально можливе усунення недоліків методу комісії.

В методі Дельфі прямі дебати замінюються ретельно розробленою програмою послідовних індивідуальних опитувань, що проводяться у вигляді анкетування. Відповіді експертів, як правило, узагальнюються і разом з додатковою інформа-

цією надходять у розпорядження експертів, після чого вони уточнюють свої початкові відповіді. Така процедура повторюється декілька разів до досягнення прийняттого узгодження сукупності висловлених думок експертів.

Отже, процедури, що використовуються при реалізації методу Дельфі, характеризуються трьома основними особливостями: анонімністю, регульованим зворотним зв'язком, тобто використанням результатів попереднього туру та статистичною обробкою результатів групової відповіді. Анонімність досягається тим, що члени групи невідомі одне одному. В результаті кожен експерт має можливість в процесі послідовних турів опитування змінити свою думку без публічної заяви про це, а відповідно, без втрати репутації. Члени групи спілкуються тільки з організаторами експертизи чи з ЕОМ [132, с. 114; 133, с. 78].

Використання результатів попереднього туру опитування, доповнене статистичними характеристиками групової відповіді, дозволяє кожному експерту познайомитись з думкою своїх анонімних колег, співставити свої відповіді з узагальненими висновками всієї групи експертів. Статистична характеристика результатів групової відповіді передбачає визначення показників, котрі дозволяють в'яснити, наскільки відповідь кожного експерта відповідає точці зору експертів в цілому. Одним з основних показників є коефіцієнт конкордації.

### **2.3. Оцінка соціально-економічної ефективності корпоративного управління підприємств молочної промисловості Вінниччини**

З метою апробації розробленої методики цілком доцільним є проведення оцінки соціально-економічної ефективності корпоративних підприємств, а саме акціонерних товариств молочної промисловості Вінниччини, що вище обґрунтовано. В якості бази дослідження обрані такі корпоративні підприємства: АТЗТ „Бершадьмолоко“; АТЗТ „Тростянецький молокозавод“; ВАТ „Літинський молокозавод“; ВАТ „Вапнярський молокозавод“; ВАТ „Барський завод сухого знежиреного молока“; ВАТ „Вінницький міський молокозавод“; ВАТ „Гайсинський маслосирзавод“; ВАТ „Крижопільський сироробний завод“; ВАТ „Могилів-Подільський молокозавод“; ВАТ „Погребищен-

ський маслосирзавод”; ВАТ „Тулчинський маслосирзавод”; ВАТ „Хмільницький завод сухого знежиреного молока”; ВАТ „Шаргородський маслосирзавод”; ВАТ „Ямпільський маслозавод”.

На першому етапі оцінювання соціально-економічної ефективності корпоративного управління було сформовано базу вихідних даних для розрахунку вхідних аналітичних показників з фінансової звітності ф. №1 „Баланс”, ф. №2 „Звіт про фінансові результати” та ф. №1-П „Звіт по продукції підприємства” (додаток А). Потім проводиться розрахунок вхідних аналітичних показників за методикою, наданою у табл. 12.

Таблиця 12

Методика розрахунку вхідних показників

Показник	Методика розрахунку
1.1 Загальний коефіцієнт покриття	Поточні активи / Поточні зобов'язання
1.2 Коефіцієнт швидкої ліквідності	(Поточні активи - Вартість запасів) / Поточні зобов'язання
1.3 Коефіцієнт абсолютної ліквідності	Грошові кошти та їх еквіваленти / Поточні зобов'язання
1.4 Коефіцієнт автономії	Власний капітал / Майно підприємства
1.5 Коефіцієнт маневреності	(Власний капітал + Довгострокові зобов'язання - Необоротні активи) / (Власний капітал + Довгострокові зобов'язання)
1.6 Коефіцієнт співвідношення залученого і власного капіталу	Залучений капітал / Власний капітал
1.7 Оборотність запасів	Собівартість реалізованої продукції / Вартість запасів
1.8 Оборотність дебіторської заборгованості	Чистий дохід від реалізації продукції / Дебіторська заборгованість
1.9. Оборотність власного капіталу	Чистий дохід від реалізації продукції / Власний капітал
1.10 Оборотність капіталу	Чистий дохід від реалізації продукції / Майно підприємства
1.11. Рентабельність реалізації	Чистий прибуток / Чистий дохід від реалізації продукції
1.12. Рентабельність основної діяльності	Фінансовий результат від операційної діяльності / Собівартість реалізованої продукції

Показник	Методика розрахунку
1.13. Рентабельність капіталу	Чистий прибуток / Майно підприємства
1.14. Рентабельність власного капіталу	Чистий прибуток / Власний капітал
1.15 Дохід на акцію, тис. грн.	Чистий прибуток / Кількість акцій
1.16 Коефіцієнт „номінальна - балансова вартість”	(Ціна акції / (Власний капітал / кількість акцій)) * 1000
1.17. Цінність акцій	(Ціна акції / Дохід на акцію) * 1000
2.1. Частка ринку	(Обсяг виробленої продукції підприємства / Обсяг виробленої продукції усіх підприємств) * 100 %

При цьому показники нефінансових інвесторів, як якісні показники, визначались за даними підприємства, а інші за допомогою методу експертної оцінки працівниками підприємств у балах (додаток Б). Необхідно зауважити, що показники, які характеризують критерії задоволення інтересів нефінансових інвесторів, можуть зазнавати змін у зв'язку із специфікою досліджуваної галузі та наявністю вихідних даних.

В даному випадку при дослідженні галузі молочної промисловості структура показників в розрізі виявлених критеріїв відтворена у табл. 13.

За результатами опитування експертів при оцінюванні соціально-економічної ефективності корпоративного управління не всі показники мають однакову значимість, тому для розрахунку коефіцієнтів вагомості використовували експертний метод.

Таблиця 13

Критерії та показники оцінки задоволення інтересів  
нефінансових інвесторів корпоративних підприємств у  
молочній промисловості

Критерії	Показники
1. Обсяг та ритмічність діяльності	1. Частка ринку 2. Обсяг експортованої продукції 3. Коефіцієнт сезонної ритмічності (весна-літо) 4. Коефіцієнт сезонної ритмічності (осінь-зима)



Критерії	Показники
2. Якість та асортимент продукції	1. Безпечність продукції (мікробіологічні показники: наявність кишкової палички (не більше 3 в 0,1 млл молока), наявність бактерій роду Сальмонела і токсичних елементів, які не перевищують допустимої кількості). 2. Відповідність смаковим якостям (відсутність сторонніх запахів в молоці) 3. Ширина асортименту
3. Мотивація	1. Рівень заробітної плати 2. Темп зростання заробітної плати 3. Умови роботи 4. Умови для самореалізації
4. Суспільність	1. Рівень збереження екології 2. Рівень сплати податків 3. Витрати на благодійність
5. Рівень сервісу	1. Умови оплати (різноманітність) 2. Своєчасність та повнота оплати поставок сировини

Надалі за формулою (2) отримані бальні оцінки трансформували у коефіцієнт вагомості кожного показника у межах інтегрального показника, що визначається. Результати розрахунку відтворені у табл. 14.

Таблиця 14

## Коефіцієнти вагомості показників

Показники	Бальні оцінки	Коефіцієнт вагомості
<u>1. Ліквідність</u>		
- Загальний коефіцієнт покриття	40	0,4
- Коефіцієнт швидкої ліквідності	30	0,3
- Коефіцієнт абсолютної ліквідності	30	0,3
<u>2. Фінансова стійкість</u>		
- Коефіцієнт автономії	40	0,42
- Коефіцієнт маневреності	35	0,37
- Коефіцієнт співвідношення залученого і власного капіталу	20	0,21
<u>3. Ділова активність</u>		
- Оборотноість запасів	30	0,12
- Оборотноість дебіторської заборгованості	30	0,12
- Оборотноість власного капіталу	100	0,38
- Оборотноість капіталу	100	0,38

Показники	Продовження табл. 14	
	Бальні оцінки	Коефіцієнт вагомості
<u>4. Рентабельність</u>		
- Рентабельність реалізації	60	0,3
- Рентабельність основної діяльності	40	0,2
- Рентабельність основного капіталу	40	0,2
- Рентабельність власного капіталу	60	0,3
<u>5. Ринкова активність</u>		
- Дохід на акцію	15	0,3
- Коефіцієнт „ринкова - балансова вартість”	15	0,3
- Цінність акцій	20	0,4
<u>6. Обсяг та ритмічність діяльності</u>		
- Частка ринку	50	0,18
- Обсяг експортованої продукції	45	0,16
- Коефіцієнт сезонної ритмічності (весна-літо)	90	0,33
- Коефіцієнт сезонної ритмічності (осінь-зима)	90	0,33
<u>7. Якість та асортимент продукції</u>		
- Безпечність	100	0,37
- Відповідність смаковим яkostям	90	0,33
- Ширина асортименту	80	0,3
<u>8. Мотивація</u>		
- Рівень заробітної плати	95	0,35
- Темп зростання заробітної плати	60	0,22
- Умови роботи	70	0,25
- Умови для самореалізації	50	0,18
<u>9. Суспільність</u>		
- Рівень збереження екології	85	0,41
- Рівень надходжень до бюджету	100	0,49
- Витрати на благодійність	20	0,1
<u>10. Рівень сервісу</u>		
- Умови оплати (різноманітність)	60	0,38
- Своєчасність та повнота оплати поставок сировини	100	0,62

Наступний етап оцінки соціально-економічної ефективності корпоративного управління полягає в перетворенні показників підприємств в індексну форму. З цією метою згідно із наведеною методикою визначаємо максимальне та мінімальне значення по кожному показнику (табл. 15).

Надалі проводиться переведення фінансових показників у індексну форму, використовуючи формули 3 та 4, що відтворено у додатку В.

Таблиця 15

## Максимальне та мінімальне значення показників

Показники	Значення показників	
	максимальне	мінімальне
1. Загальний коефіцієнт покриття	3,486	0,281
2. Коефіцієнт швидкої ліквідності	2,705	0,117
3. Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,158	0,0001
4. Коефіцієнт автономії	0,871	0,007
5. Коефіцієнт маневреності	0,737	-29,438
6. Коефіцієнт співвідношення залученого і власного капіталу	134,817	0,148
7. Оборотність запасів	38,102	1,143
8. Оборотність дебіторської заборгованості	44,451	0,027
9. Оборотність власного капіталу	247,329	2,311
10. Оборотність капіталу	6,86	0,023
11. Рентабельність реалізації	0,062	-0,241
12. Рентабельність основної діяльності	0,808	-0,034
13. Рентабельність основного капіталу	0,165	-0,533
14. Рентабельність власного капіталу	1,534	-3,846
15. Дохід на акцію	36,211	-11,69
16. Коефіцієнт „ринкова - балансова вартість”	0,000718	0,000005
17. Цінність акцій	0,167	-0,0002
18. Частка ринку	0,28	0,016
19. Обсяг експортованої продукції	12719,6	855,9
20. Коефіцієнт сезонної ритмічності (весна-літо)	0,985	0,952
21. Коефіцієнт сезонної ритмічності (осінь-зима)	0,986	0,952
22. Безпечність	10	8
23. Відповідність смаковим якостям	10	8
24. Ширина асортименту	48	22
25. Рівень заробітної плати	430	315
26. Темп зростання заробітної плати	2,103	0,764
27. Умови роботи	9	6
28. Умови для самореалізації	7	3
29. Рівень збереження екології	4	2
30. Рівень надходжень до бюджету	9	5
31. Витрати на благодійність	6568	0
32. Умови оплати (різноманітність)	9	6
33. Своєчасність та повнота оплати поставок сировини	10	6

Потім розраховуються інтегральні індекси за окремими групами показників (інтегральні індекси показників ліквідності  $I_{(1)}$ , фінансової стійкості  $I_{(2)}$ , ділової активності  $I_{(3)}$ , рентабельності  $I_{(4)}$ , ринкової активності  $I_{(5)}$ , обсягу та ритмічності діяльності  $I_{(6)}$ , якості і асортименту продукції  $I_{(7)}$ , мотивації праці  $I_{(8)}$ , суспільності  $I_{(9)}$ , рівня сервісу  $I_{(10)}$ ) шляхом зважування фактичних значень показників.

Розрахунок інтегральних показників занесений в аналітичну табл. 16.

Таблиця 16

Розрахунок інтегральних індексів за визначеними групами показників

Підприємства	Інтегральні індекси									
	$I_{(1)}$	$I_{(2)}$	$I_{(3)}$	$I_{(4)}$	$I_{(5)}$	$I_{(6)}$	$I_{(7)}$	$I_{(8)}$	$I_{(9)}$	$I_{(10)}$
1. АТЗТ „Бершадь-молоко”	0,164	0,932	0,313	0,615	0,478	0,631	0,37	0,458	0,587	0,592
2. АТЗТ „Тростянецький молокозавод”	0,165	0,764	0,275	0,618	0,118	0,345	0,5	0,279	0,369	0,563
3. ВАТ „Літинський молокозавод”	0,232	0,597	0,184	0,829	0,307	0,566	0,67	0,737	0,795	0,873
4. ВАТ „Вапнярський молокозавод»	0,127	0,175	0,38	0,711	0,138	0,678	0,549	0,483	0,666	0,69
5. ВАТ „Барський завод сухого знежиреного молока”	0,093	0,781	0,224	0,152	0,018	0,667	0,558	0,68	0,367	0,592
6. ВАТ „Вінницький міський молокозавод”	0,164	0,702	0,261	0,595	0,069	0,229	0,485	0,732	0,342	0,563
7. ВАТ „Гайсинський масло-сирзавод”	0,192	0,369	0,045	0,621	0,094	0,091	0,699	0,403	0,453	0,437
8. ВАТ „Крижопільський сироробний завод”	0,187	0,847	0,568	0,614	0,124	0,709	0,754	0,306	0,778	0,69

Продовження табл. 16

Підприємства	Інтегральні індекси									
	I <sub>(1)</sub>	I <sub>(2)</sub>	I <sub>(3)</sub>	I <sub>(4)</sub>	I <sub>(5)</sub>	I <sub>(6)</sub>	I <sub>(7)</sub>	I <sub>(8)</sub>	I <sub>(9)</sub>	I <sub>(10)</sub>
9. ВАТ „Могилів-Подільський молокозавод”	0,005	0,258	0,615	0,369	0,357	0,309	0,381	0,167	0,655	0,465
10. ВАТ „Погребищенський маслосирзавод”	0,787	1	0,175	0,877	0,104	0,599	0,419	0,548	0,76	0,282
11. ВАТ „Тульчинський маслосирзавод”	0,129	0,265	0,517	0,699	0,158	0,457	0,373	0,727	0,029	0,253
12. ВАТ „Хмільницький завод сухого знежиреного молока”	0,321	0,851	0,161	0,65	0,095	0,17	0,861	0,759	0,592	0,747
13. ВАТ „Шаргородський маслосирзавод”	0,757	0,985	0,248	0,747	0,204	0,622	0,219	0,425	0,366	0,408
14. ВАТ „Ямпільський маслозавод”	0,383	0,837	0,187	0,571	0,068	0,476	0,489	0,207	0,259	0,127

На основі зважування фактичних значень розрахованих показників та їх коефіцієнтів вагомості (К) надалі визначаємо інтегральний індекс задоволення інтересів фінансових інвесторів ( $I_{fj}$ ) зі значень таких п'яти інтегральних індексів: показники ліквідності  $I_{(1)}$ , фінансової стійкості  $I_{(2)}$ , ділової активності  $I_{(3)}$ , рентабельності  $I_{(4)}$  та ринкової активності  $I_{(5)}$  за формулою (15) та інтегральний індекс задоволення інтересів нефінансових інвесторів ( $I_{nj}$ ) зі значень таких п'яти інтегральних індексів: показників обсягу та ритмічності діяльності  $I_{(6)}$ , якості і асортименту продукції  $I_{(7)}$ , мотивації праці  $I_{(8)}$ , суспільності  $I_{(9)}$ , рівня сервісу  $I_{(10)}$  за формулою (16). Для проведення розрахунків необхідно отримані бальні оцінки за допомогою методу експертних оцінок перевести у коефіцієнти вагомості узагальнених показників у межах інтегральних показників задоволення інтересів фінансових та нефінансових інвесторів (табл. 17).

Таблиця 17

## Коефіцієнти вагомості узагальнених показників

Показники	Бальні оцінки	Коефіцієнт вагомості
<u>Інтегральний показник задоволення інтересів фінансових інвесторів</u>	60	0,18
1. Ліквідність		
2. Фінансова стійкість	80	0,23
3. Ділова активність	75	0,22
4. Рентабельність	55	0,16
5. Ринкова активність	70	0,21
<u>Інтегральний показник задоволення інтересів нефінансових інвесторів</u>		
1. Обсяг та ритмічність діяльності	90	0,24
2. Якість та асортимент продукції	100	0,26
3. Мотивація	90	0,24
4. Суспільність	50	0,13
5. Рівень сервісу	50	0,13

Проведені розрахунки для визначення інтегральних показників задоволення інтересів фінансових та нефінансових інвесторів заносимо у табл. 18.

Таблиця 18

## Розрахунок інтегральних індексів задоволення інтересів фінансових та нефінансових інвесторів

Підприємства	Інтегральні індекси	
	$I_{fj}$	$I_{nj}$
1. АТЗТ „Бершадьмолоко”	0,511	0,51
2. АТЗТ „Тростянецький молокозавод”	0,391	0,401
3. ВАТ „Літинський молокозавод”	0,416	0,703
4. ВАТ „Вапнярський молокозавод”	0,29	0,599
5. ВАТ „Барський завод сухого знежиреного молока”	0,274	0,593
6. ВАТ „Вінницький міський молокозавод”	0,357	0,474
7. ВАТ „Гайсинський маслосирзавод”	0,249	0,417
8. ВАТ „Крижопільський сироробний завод”	0,478	0,63
9. ВАТ „Могилів-Подільський молокозавод”	0,329	0,358
10. ВАТ „Погребищенський маслосирзавод”	0,572	0,521

Продовження табл. 18

Підприємства	Інтегральні індекси	
	$I_{фj}$	$I_{нj}$
11. ВАТ „Тульчинський маслосирзавод”	0,343	0,418
12. ВАТ „Хмільницький завод сухого знежиреного молока”	0,413	0,621
13. ВАТ „Шаргородський маслосирзавод”	0,581	0,409
14. ВАТ „Ямпільський маслозавод”	0,408	0,342

Інтегральний показник соціально-економічної ефективності корпоративного управління необхідно розраховувати за формулою (17). Значимість інтересів фінансових та нефінансових інвесторів, яка була визначена за допомогою експертних оцінок складає:  $\lambda = 0,57$ ;  $\beta = 0,43$ .

Розрахунок інтегрального показника соціально-економічної ефективності корпоративного управління як показника досягнення балансу інтересів фінансових та нефінансових інвесторів узагальнюємо в табл. 19.

Таблиця 19

Розрахунок інтегрального показника соціально-економічної ефективності корпоративного управління

Підприємства	$I_{СЕфj}$
1. АТЗТ „Бершадьмолоко”	0,511
2. АТЗТ „Гростянецький молокозавод”	0,395
3. ВАТ „Літинський молокозавод”	0,539
4. ВАТ „Вапнярський молокозавод”	0,423
5. ВАТ „Барський завод сухого знежиреного молока”	0,411
6. ВАТ „Вінницький міський молокозавод”	0,407
7. ВАТ „Гайсинський маслосирзавод”	0,321
8. ВАТ „Крижопільський сироробний завод”	0,543
9. ВАТ „Могилів-Подільський молокозавод”	0,341
10. ВАТ „Погребищенський маслосирзавод”	0,55
11. ВАТ „Тульчинський маслосирзавод”	0,375
12. ВАТ „Хмільницький завод сухого знежиреного молока”	0,502
13. ВАТ „Шаргородський маслосирзавод”	0,507
14. ВАТ „Ямпільський маслозавод”	0,38

Отримані результати відтворені на рис. 15.

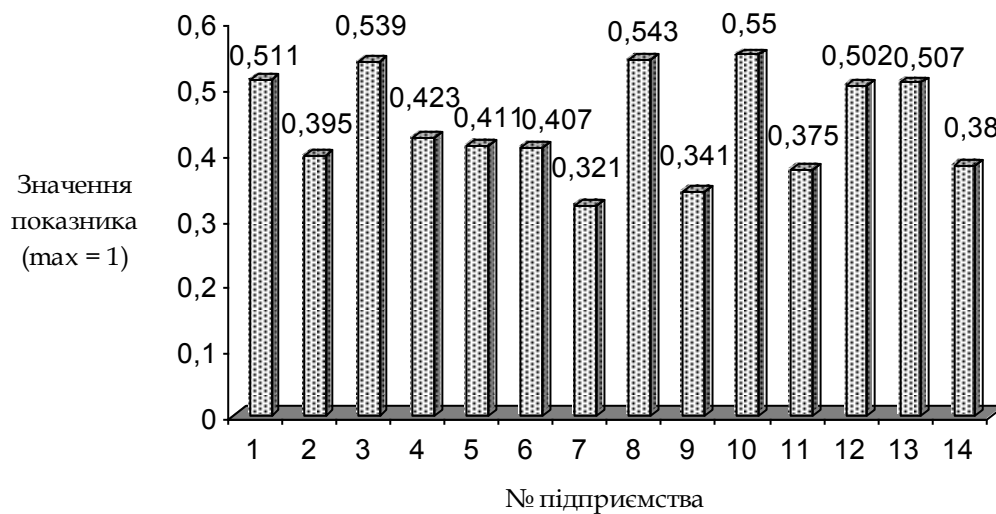


Рис. 15. Значення інтегрального показника соціально-економічної ефективності корпоративного управління

За розробленою методикою оцінки соціально-економічної ефективності корпоративного управління була проведена автоматизація процесу визначення інтегрального показника соціально-економічної ефективності корпоративного управління за рахунок створення комп'ютерної програми на алгоритмічній мові Delphi [133, с. 384-395]. Дана програма забезпечить швидкий розрахунок розробленого показника, визначення місця досліджуваного корпоративного підприємства як соціально-економічного інституту серед аналізованих та прискорить процес реагування підприємства на негативні напрямки його діяльності з метою забезпечення ефективності управління. Апробація даної програми була здійснена на корпоративних підприємствах молочної промисловості Вінниччини, механізм роботи якої представлений на рис. 16.

Отже, в результаті дослідження була визначена соціально-економічна ефективність корпоративного управління. Значення даного показника при оптимальних умовах повинно досягати одиниці. Чим менше значення цього показника, тим менша ймовірність досягнення балансу інтересів фінансових та нефінансових інвесторів. Отримані результати свідчать про значення показника в межах 0,31-0,56. Це відтворює існування однакових проблем щодо ефективності корпоративного управління.



Оцінка соціально-економічної ефективності корпоративного управління підприємств

Вхідні данні Результати Зберегти результати Вихід

Вхідні розраховані та введені данні №Підприємства

Показники	Max	Min	1	2
Показники фінансових інвесторів				
1.1. Загальний коефіцієнт покриття	3,486	0,281	0,937	0,919
1.2. К-т швидкої ліквідності	2,705	0,117	0,633	0,742
1.3. К-т абсолютної ліквідності	0,158	0,0001	0,012	0,007
1.4. К-т автономії	0,871	0,007	0,741	0,529
1.5. К-т маневреності	0,737	-29,438	0,365	-4,877
1.6. К-т співвідн. залуч. і власн. капіталу	134,817	0,148	0,349	0,89
1.7. Оборотність запасів	38,102	1,143	34,41	38,102
1.8. Оборотність дебіт. заборгованості	44,451	0,027	17,548	10,034
1.9. Оборотність власного капіталу	247,329	2,311	3,804	4,278
1.10. Оборотність капіталу	6,86	0,023	2,82	2,263
1.11. Рентабельність реалізації	0,062	-0,241	0	0,0005
1.12. Рентабельність основної д-сті	0,808	-0,034	0,005	0,016
1.13. Рентабельність основного капіталу	0,165	-0,533	0,0001	0,001
1.14. Рентабельність власного капіталу	1,534	-3,846	0,0001	0,002
1.15. Дохід на акцію, тис. грн.	36,211	-11,69	0,003	0,037
1.16. К-т "ринкова баланс. вартість", x0.001	0,718	0,005	0,016	0,029
1.17. Цінність акцій	0,167	-0,0002	0,167	0,014
Показники нефінансових інвесторів				

Вхідні данні Коеф-ти вагомості Індексна форма показників Інтегральні показники Ін

Оцінка соціально-економічної ефективності корпоративного управління підприємств

Вхідні данні Результати Зберегти результати Вихід

Інтегральні п-ки задоволення інтересів інвесторів та показник СЕФ КУ

	Iф	Ін	Iсеф
1. АТЗТ "Бершадьмолоко"	0,511	0,51	0,511
2. АТЗТ "Тростянецький молокозавод"	0,391	0,401	0,395
3. ВАТ "Літинський молокозавод"	0,416	0,703	0,539
4. ВАТ "Вапнярський молокозавод"	0,29	0,599	0,423
5. ВАТ "Барський завод сухого знежиреного молоч...	0,274	0,593	0,411
6. ВАТ "Вінницький міський молокозавод"	0,357	0,474	0,407
7. ВАТ "Гайсинський маслосирзавод"	0,249	0,417	0,321
8. ВАТ "Крижопільський сироробний завод"	0,478	0,63	0,543
9. ВАТ "Могілів-Подільський молокозавод"	0,329	0,358	0,341
10. ВАТ "Погребищенський маслосирзавод"	0,572	0,521	0,55
11. ВАТ "Тульчинський маслосирзавод"	0,343	0,418	0,375
12. ВАТ "Хмельницький завод сухого знежиреного м...	0,413	0,621	0,502
13. ВАТ "Шаргородський маслосирзавод"	0,581	0,409	0,507
14. ВАТ "Ямпільський маслосирзавод"	0,408	0,342	0,38

Індексна форма показників Інтегральні показники Інтегральні показники СЕФ КУ Грє

Рис. 16. Механізм роботи авторської комп'ютерної програми на алгоритмічній мові Delphi

Розроблена методика оцінювання соціально-економічної ефективності корпоративного управління дозволяє створити модель залежності досліджуваного показника від обраних факторів:

$$Y = 0,1026 Y_1 + 0,1311 Y_2 + 0,1254 Y_3 + 0,0912 Y_4 + 0,1197 Y_5 + 0,1032 Y_6 + 0,1118 Y_7 + 0,1032 Y_8 + 0,0559 Y_9 + 0,0559 Y_{10}, \quad (18)$$

де  $Y$  - інтегральний показник оцінки соціально-економічної ефективності корпоративного управління,  $Y_1$  - ліквідності,  $Y_2$  - фінансової стійкості,  $Y_3$  - ділової активності,  $Y_4$  - рентабельності,  $Y_5$  - ринкової активності,  $Y_6$  - обсягу та ритмічності діяльності,  $Y_7$  - якості і асортименту продукції,  $Y_8$  - мотивації праці,  $Y_9$  - рівня суспільності,  $Y_{10}$  - рівня сервісу.

Ця модель візуально відтворює частку вагомості (%) впливу кожного фактора на узагальнюючий показник (рис. 17).

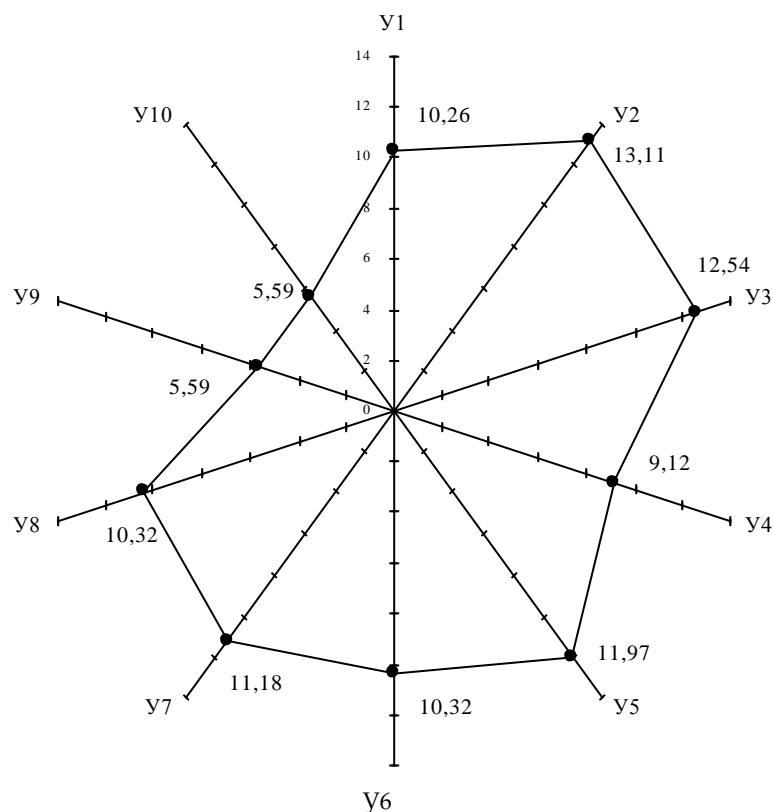


Рис. 17. Вплив факторів на інтегральний показник соціально-економічної ефективності корпоративного управління

## 2.4. Моделювання інтегрального показника оцінки соціально-економічної ефективності корпоративного управління

Досягнення соціально-економічної ефективності корпоративного управління повинно передбачати забезпечення ефективності господарювання корпоративного підприємства загалом, що обумовлено формами прояву соціально-економічної ефективності, а саме намаганням отримати максимальний економічний ефект при заданих параметрах соціального характеру. З метою дослідження практичного взаємозв'язку соціально-економічної ефективності корпоративного управління та ефективності господарювання підприємства доцільно використати кореляційно-регресійний аналіз, який дозволить виявити причинно-наслідкові зв'язки між досліджуваними показниками та одержати кількісно визначене рішення.

Основною метою вивчення причинної залежності є виявлення зв'язків, закономірностей і тенденцій розвитку. Причинна залежність виражає співвідношення між функцією та аргументом у вигляді зростання чи зниження однієї змінної величини при зростанні чи зниженні іншої. Розрізняють дві основні форми причинних залежностей: кореляційну і функціональну. При кореляційному зв'язку кожному значенню аргумента відповідає не одне, а декілька значень функції, між ними немає тісної залежності, а при функціональному — певному значенню функції відповідає певне значення аргумента [129, с. 124]. Однак, при вивченні зв'язків та залежностей між суспільно-економічними явищами необхідно врахувати те, що в їх розвитку відбувається взаємопов'язаний вплив одних явищ на інші, також як і окреме якесь явище розвивається під спільною дією багатьох явищ, тому основними методами для статистичного вивчення залежностей є регресійний і кореляційний аналіз.

Кореляційний та регресійний аналіз тісно пов'язані між собою. При виконанні передумов кореляційного аналізу одночасно виконуються і передумови регресійного аналізу. Але проведення регресійного аналізу не висуває такі жорсткі вимоги, як проведення кореляційного аналізу. Регресійний аналіз припустимий, якщо навіть початкова інформація не відповідає нормальному закону розподілу, що характерно для техніко -

економічних величин. Кореляційний же аналіз оперує з нормальним розподілом випадкових величин. У якості залежної змінної в регресійному аналізі використовується випадкова змінна, в якості незалежної – невипадкова змінна (змінні). Отже, в результаті того, що в економічних дослідженнях використовуються можливості обох напрямків аналізу, то метод в цілому отримав назву кореляційно-регресійний аналіз.

Використання кореляційно-регресійного аналізу дає змогу вирішити такі завдання [126, с. 67]:

- визначити зміну результативного показника під впливом одного або декількох факторів, тобто виявити, на скільки одиниць зміниться величина результативного показника при зміні факторного на одиницю;

- встановити відносну ступінь залежності результативного показника від кожного фактора.

Визначення залежності між досліджуваними показниками дозволить побудувати економіко-математичну модель їх взаємозв'язку.

Побудова економіко-математичних моделей – складний процес, який потребує глибоких знань економічної теорії, предмета дослідження, математичного інструментарію. При цьому економіко-математична модель, що має пізнавальну і практичну цінність, повинна відповідати певним вимогам:

- спиратися на основні положення економічної теорії;
- адекватно відображати реальну економічну дійсність;
- враховувати найбільш важливі фактори, які визначають рівень досліджуваних показників;

- відповідати встановленим критеріям;

- дозволяти отримати такі знання, які до її реалізації були невідомими;

- бути достатньо абстрактною, щоб допустити варіювання великим числом змінних, але не настільки, щоб виникли сумніви в її надійності і практичній корисності отриманих результатів;

- задовольняти умови, які обмежують строк розв'язування задачі;

- дозволяти реалізувати її існуючими засобами.

Побудова економіко-математичної моделі полягає в тому, щоб знайти математичний вираз, який відображає зв'язок дос-

ліджуваного показника і факторів, які його визначають, тобто реалізувати залежність [129, с. 32]

$$Y = f(x_1, x_2, x_3, \dots, x_n). \quad (19)$$

Отже, для знаходження взаємозв'язку між двома інтегральними показниками: інтегральним показником оцінки соціально-економічної ефективності корпоративного управління та інтегральним показником ефективності господарювання необхідно використовувати саме кореляційно-регресійний аналіз.

Згідно із дослідженнями О. І. Марченко, А. Д. Шеремета, Р. С. Сайфуліна інтегральний показник ефективності господарювання ( $E_{\text{ГОСП}}$ ) відтворює ефективність діяльності підприємства в трьох основних напрямках (виробничому, фінансовому та трудовому) і визначається за формулою [115, с. 32; 124, с. 235]

$$E_{\text{ГОСП}} = \sqrt[3]{E_B \cdot E_\Phi \cdot E_T}, \quad (20)$$

де  $E_B$  – ефективність виробничої діяльності;

$E_\Phi$  – ефективність фінансової діяльності;

$E_T$  – ефективність трудової діяльності.

Отже, зазначені показники відображають ефективність використання окремого виду потенціалу підприємства і визначаються таким чином:

1. Ефективність виробничої діяльності ( $E_B$ ):

$$E_B = \frac{ОП}{\Phi ОП + ОК + ОФ \cdot E_n}, \quad (21)$$

де ОП- обсяг виробленої продукції;

ФОП – кошти, що використовуються на оплату праці (фонд оплати праці);

ОК – оборотні кошти;

ОФ – основні виробничі фонди;

$E_n$  – нормативний коефіцієнт ефективності використання основних фондів.

2. Ефективність фінансової діяльності ( $E_\Phi$ ):

$$E_\Phi = \frac{\Phi Р}{\Phi ОП + ОК + ОФ \cdot E_n}, \quad (22)$$

де ФР- фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування.

3. Ефективність трудової діяльності ( $E_T$ ):

$$E_T = \frac{ПП}{ЗП} = \frac{ОП}{ФОП}, \quad (23)$$

де ПП – середня продуктивність праці одного працівника;

ЗП – середня заробітна плата одного працівника.

Для знаходження взаємозв'язку між досліджуваними показниками використовуються вхідні дані корпоративних підприємств молочної промисловості Вінниччини.

Проведені розрахунки дозволяють провести кореляційно-регресійний аналіз між двома інтегральними показниками, які покажуть яким чином досягнення балансу між учасниками корпоративних відносин впливатиме на ефективність господарювання підприємства в цілому за допомогою однофакторної моделі. В цьому випадку аналіз і прогноз досліджуваного показника здійснюється в залежності від однієї факторіальної ознаки.

Динаміка досліджувальних показників відтворена на рис. 18.

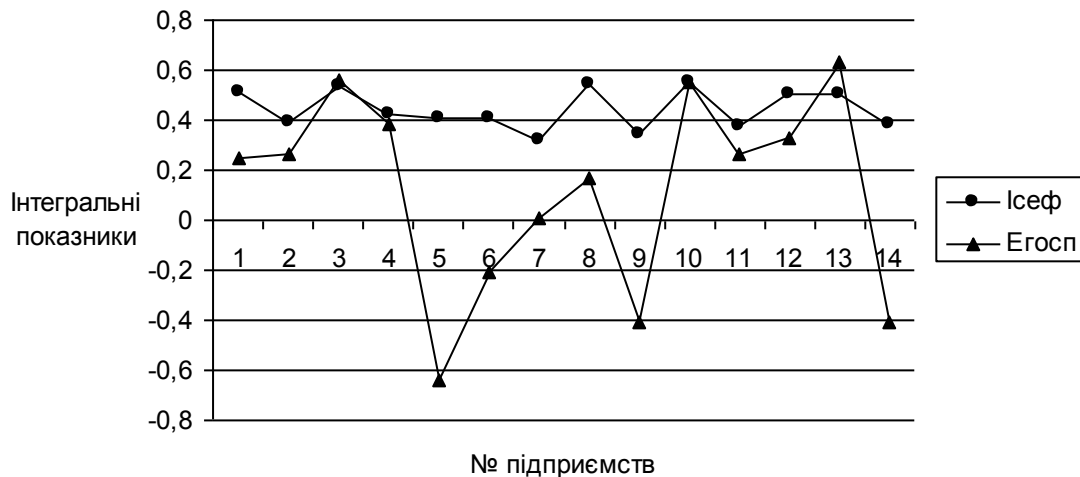


Рис. 18. Динамічний процес інтегрального показника соціально-економічної ефективності корпоративного управління та інтегрального показника ефективності господарювання

Враховуючи, що взаємозв'язок між цими показниками лінійний, то рівняння зв'язку буде мати вигляд [129, с. 42]

$$Y = a_0 + a_1 X, \quad (24)$$

де  $Y$  - інтегральний показник соціально-економічної ефективності корпоративного управління;

$X$  - інтегральний показник ефективності господарю-

вання.

Для визначення параметрів рівняння ( $a_0$ ,  $a_1$ ) використовуємо метод найменших квадратів, на основі якого будується система нормальних рівнянь:

$$\left. \begin{aligned} a_0 n + a_1 \sum x &= \sum y \\ a_0 \sum x + a_1 \sum x^2 &= \sum xy \end{aligned} \right\} \quad (25)$$

$$\left. \begin{aligned} 14 a_0 + 1,7481 a_1 &= 6,205 \\ 1,7481 a_0 + 2,2931 a_1 &= 1,0362 \end{aligned} \right\} \quad (26)$$

$$\left. \begin{aligned} a_0 &= 0,431 \\ a_1 &= 0,099 \end{aligned} \right\} \quad (27)$$

Отже,  $Y = 0,431 + 0,099X$  – рівняння взаємозв'язку інтегрального показника соціально-економічної ефективності корпоративного управління та інтегрального показника ефективності господарювання.

При моделюванні інтегрального показника соціально-економічної ефективності корпоративного управління вважаємо за доцільне визначити взаємозв'язок між трьома комплексними показниками ефективності та вищезазначеним з метою доведення необхідності досягнення високого значення досліджуваного показника для забезпечення діяльності корпоративного підприємства по окремим напрямкам. З цією метою спочатку визначаємо взаємозв'язок інтегрального показника соціально-економічної ефективності корпоративного управління та кожного окремого показника ефективності. Дослідження їх динаміки проведено на рис. 19.

Проведення кореляційно-регресійного аналізу забезпечило визначення рівнянь зв'язку між досліджуваними на цьому етапі показниками, що відтворено у табл. 20.

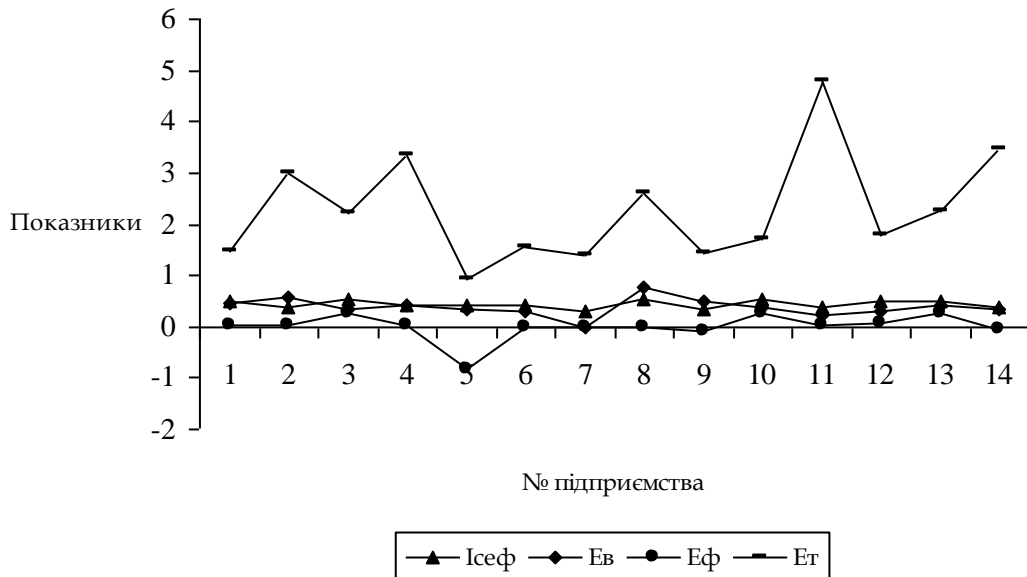


Рис. 19. Динаміка інтегрального показника соціально-економічної ефективності корпоративного управління та узагальнюючих показників ефективності діяльності підприємства

Таблиця 20

Рівняння зв'язку і величини парних залежностей інтегрального показника соціально-економічної ефективності корпоративного управління та показників ефективності діяльності підприємства

Показники	Рівняння зв'язку
1. Ефективність виробничої діяльності	$Y = 0,3724 + 0,1838 X$
2. Ефективність фінансової діяльності	$Y = 0,4437 + 0,1226 X$
3. Ефективність трудової діяльності	$Y = 0,4688 - 0,0112 X$

Для визначення загального впливу трьох показників ефективності на рівень і динаміку аналізованого показника сформуємо багатofакторну модель:

$$Y = a_0 + a_1 X_1 + a_2 X_2 + a_3 X_3, \quad (28)$$

де  $Y$  – інтегральний показник соціально-економічної ефективності корпоративного управління;

$X_1$  – ефективність виробничої діяльності;

$X_2$  – ефективність фінансової діяльності;

$X_3$  – ефективність трудової діяльності.

З метою визначення параметрів рівняння ( $a_0, a_1, a_2, a_3$ ) використовуємо метод найменших квадратів, на основі якого будується система нормальних рівнянь:



$$\left. \begin{aligned}
 \sum y &= n a_0 + a_1 \sum x_1 + a_2 \sum x_2 + a_3 \sum x_3 \\
 \sum x_1 y &= a_0 \sum x_1 + a_1 \sum x_1^2 + a_2 \sum x_1 x_2 + a_3 \sum x_1 x_3 \\
 \sum x_2 y &= a_0 \sum x_2 + a_1 \sum x_1 x_2 + a_2 \sum x_2^2 + a_3 \sum x_2 x_3 \\
 \sum x_3 y &= a_0 \sum x_3 + a_1 \sum x_1 x_3 + a_2 \sum x_2 x_3 + a_3 \sum x_3^2
 \end{aligned} \right\} (29)$$

де  $n$  - кількість підприємств.

$$\left. \begin{aligned}
 6,205 &= 14 a_0 + 5,396 a_1 - 0,0545 a_2 + 31,935 a_3 \\
 2,467 &= 5,396 a_0 + 2,492 a_1 - 0,011 a_2 + 12,522 a_3 \\
 0,088 &= - 0,0545 a_0 - 0,011 a_1 + 0,919 a_2 + 0,897 a_3 \\
 13,992 &= 31,935 a_0 + 12,522 a_1 + 0,897 a_2 + 87,258 a_3
 \end{aligned} \right\} (30)$$

Параметри рівняння:

$$a_0 = 0,4257; a_1 = 0,1921; a_2 = 0,1472; a_3 = -0,0245.$$

Отже, багатофакторне рівняння взаємозв'язку інтегрального показника соціально-економічної ефективності корпоративного управління та ефективності виробничої, фінансової і трудової діяльності має такий вигляд:

$$Y = 0,4257 + 0,1921 X_1 + 0,1472 X_2 - 0,0245 X_3 \quad (31)$$

### 3. НАПРЯМИ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ

#### 3.1. Підвищення ефективності функціонування корпорації з використанням потенціалу системно-синергетичного підходу

Створення моделі ефективного корпоративного управління передбачає використання принципу системності. Системний підхід як спосіб наукового пізнання та практичної діяльності вимагає розгляду частин в нерозривній єдності з цілим [134, с. 336]. Системний підхід покликаний виконувати і в достатній мірі адекватно виконує функції інтегративного характеру, що дозволяє знайти взаємозв'язок об'єктів і процесів, які на перший погляд не пов'язані один з одним. Системні дослідження являють собою сукупність наукових і технічних теорій, концепцій і методів, в яких об'єкт дослідження або моделювання розглядається як система. Об'єктивна необхідність та важливість використання системного підходу обумовлена можливістю вирішення складних проблем та обґрунтування прийнятих рішень.

З метою розкриття системного підходу до ефективного управління корпорацією необхідно провести системний аналіз створення корпорації як системи.

Системний підхід буде полягати у розв'язанні таких задач:

- опис складу підсистем та зв'язків між ними;
- визначення цілей підсистем та розкриття їх внутрішньої

структури;

- опис матеріальних та інформаційних потоків;
- побудова загальної структури та відповідних моделей

[135, с. 36].

Ґрунтовні дослідження науковців щодо визначення поняття „системи” привели до виділення двох аспектів у визначенні системи: описового (дескриптивного) та конструктивного. Дескриптивне визначення поняття „системи” полягає в наступному: системою є сукупність об'єктів і процесів, які називаються компонентами, взаємопов'язаних і взаємодіючих між собою, які утворюють єдине ціле, і мають властивості, які не притаманні складовим його компонентам, взятими окремо. Конструктивний

підхід полягає в розкритті структури системи, яка визначається її функцією [136, с. 5]. З цієї точки зору будь-яку відкриту систему прийнято схематично представляти у вигляді „чорного ящика”. Елементами структури системи в даному випадку є входи, виходи і процесор.

Для розробки ґрунтового системного підходу створення ефективної корпорації проведемо узагальнення як дескриптивного, так і конструктивного підходів. Суть системного аналізу полягає в розгляді об'єкта дослідження як системи, тобто комплексу елементів та зв'язків, що створюють у взаємодії органічне ціле, в якому фактична чи передбачувана зміна одного з елементів веде до зміни інших елементів та всієї системи загалом [137, с. 14].

При цьому загальна схема якісного системного дослідження буде складатися з таких етапів:

1. Встановлення якісної визначеності системи – загально-системних і індивідуальних властивостей.
2. Виявлення головного системоутворюючого фактора – функції системи.
3. Виділення вхідних елементів (ресурсів) системи.
4. Вивчення структури системи як єдності компонентів і зв'язків.
5. Кількісний і якісний аналіз виходів системи (кінцевого продукту).
6. Дослідження мети системи та цілей підсистем.
7. Визначення специфічних системних критеріїв ефективності і оптимальності, виходячи із загальносистемних понять ефективності і оптимальності та їх рівня, а також ефективності і оптимальності підсистем в їх співвідношенні один з одним і системою в цілому.

Враховуючи особливості корпорації, її можна розглядати як складну систему, яка включає такі елементи: входи (В), виходи (В<sub>и</sub>), процес перетворення (П):

$$S = (B, B_{и}, П). \quad (32)$$

При формуванні корпорації необхідно враховувати, що одна і та ж система може розглядатись з різних напрямків дослідження. Враховуючи це, системний підхід при розкритті кожного виду системи передбачає виділення певного системоутворюючого параметра, який обумовлює пошук сукупності еле-

ментів, а також мережу зв'язків і відносин між ними, тобто її структуру. Для надання пріоритету одному із можливих видів систем при системному формуванні корпорації необхідно дослідити та проаналізувати існуючі у теорії управління типи моделей організації підприємств (корпорацій) [138, с. 509].

Перший тип представлений механістичною моделлю конструкції підприємства. За цією моделлю підприємство — це механізм, який є комбінацією головних виробничих факторів: робочої сили і засобів виробництва. Поділ виробничого процесу на автономні, повністю програмовані елементи і наступне оптимальне об'єднання їх у єдине ціле — обов'язкова умова, яка відповідно до цієї теорії формує високопродуктивну організацію. Для досягнення максимізації прибутку менеджмент організації має бути зорієнтованим насамперед на оперативне управління, за допомогою якого оптимізується структура виробничих факторів і всього процесу виробництва. Відповідно до цього оцінювання ефективності функціонування організації відбувається за економічним показником, який визначається як відношення виготовленої продукції до витрачених ресурсів. Механістична модель організації або модель раціональної бюрократії дає змогу аналітично вивчити техніко-економічні зв'язки й залежності різних факторів виробництва, і це складає її сильну сторону. Проте в ній недостатньо враховуються роль і значення людського фактора в ефективній роботі організації.

Другий тип моделі — соціальна модель — ґрунтується на теорії людських відносин і даних наук про поведінку людини. Ця модель будується на теоретичному положенні, згідно з яким найважливішим фактором продуктивності на підприємстві є людина, яка самореалізується, а не економічний, тобто соціальний діяч. Тому елементами моделі є такі складові, як увага до працівників, їхня мотивація, комунікації, участь у прийнятті рішень. При цьому особлива увага приділяється стилю управління і його впливу на показники продуктивності та задоволеності працівників своєю працею, будується система підтримки людських відносин в організації. Головне завдання менеджерів за таких умов полягає в управлінні персоналом, що в кінцевому підсумку має приводити до досягнення мети підприємства. Якщо всі внутрішні управлінські процеси, пов'язані з персоналом,

здійснюються належним чином, в організації не виникає проблем із виконанням завдань із випуску продукції, прибутком, доходами тощо. Як критерій успішності роботи за цією моделлю береться вдосконалення, тобто розвиток людських ресурсів організації. Можливості використання моделі, побудованої на основі теорії людських відносин і даних наук про поведінку людини, для пошуку резервів ефективності організації обмежені, тому що увага концентрується лише на одному внутрішньому факторі — людському, тоді як решта факторів виробництва трактується як підпорядковані цьому головному.

Отже, в цьому підході, як і в механістичній моделі, управлінська система орієнтована на аналіз суто внутрішніх факторів та умов функціонування організації. Таким чином, обидві ці моделі виявляються закритими, тобто не враховують впливу на ефективність зовнішнього середовища.

Третій тип моделі подає підприємство у вигляді складної ієрархічної ринкової системи, яка тісно взаємодіє із зовнішнім середовищем. Головна ідея цієї теорії полягає у визнанні взаємозв'язків та взаємозалежностей елементів і всієї системи в цілому із зовнішнім середовищем. Згідно з таким підходом організації розглядаються як складові частини ринку, який впливає на їхню структуру і систему управління. Головним напрямом діяльності менеджерів за цією моделлю є стратегічне управління. За умов, коли всі взаємопов'язані підприємства діють самостійно на свій розсуд, поведінка організації не може бути об'єктом точного прогнозування та планування. Ця модель передбачає єдність системної багатоплановості й складності зовнішнього середовища, тоді як попередні моделі спрямовані на спрощення проблем функціонування підприємств. Ефективність організації за таких умов оцінюється як системна діяльність, котра враховує її здатність до саморегулювання і самоорганізації, а також досягнення мети при зміні зовнішніх умов і факторів. У центрі уваги при оцінюванні ефективності виявляються так звані входи в систему, тобто ресурси, які надходять із зовнішнього середовища.

У четвертому типі моделі підприємство розглядається як суспільна організація, в діяльності якої зацікавлені різні групи людей, які є їхніми складовими, а також ті, які перебувають за її межами. У зв'язку з цим мета підприємств трактується з позиції не лише виробництва, збуту, одержання прибутку, а й задово-

лення різноманітних потреб таких суб'єктів, як споживачі, постачальники, інвестори, суспільство в цілому. Основу цієї моделі складає теоретична концепція зацікавлених груп, згідно з якою організації мають брати до уваги різні інтереси партнерів, коло яких може бути досить широким. При врахуванні їхніх інтересів використовується критерій вартісної оцінки послуг, які одержує організація, порівняно з її ресурсними витратами. Такий підхід практично означає прийняття за основу стратегії обмеженої оптимізації, за якої досягнення будь-якої однієї мети організації лімітується вимогами реалізації іншої мети на допустимому рівні. Суспільне значення підприємства виявляється в посиленні ролі та впливу на його роботу соціальних норм і цінностей, культурних і моральних настанов як всередині системи, так і щодо зовнішнього середовища. У зв'язку з цим головні функції управління такі: досягнення високої продуктивності та ефективності через зміцнення духу співробітництва й залученості працівників до справ організації для посилення позиції підприємства в суспільстві, постійне балансування інтересів головних груп, залучених до справ організації. Тому визначення ефективності базується на узгодженні особистих інтересів з інтересами партнерів у бізнесі, відповідності соціально-культурної політики нормам і цінностям колективу та суспільства в цілому, тобто забезпеченні соціально-економічної ефективності діяльності організації.

Проведений аналіз існуючих у теорії управління моделей організації підприємств як систем виявив суттєві відмінності за всіма елементами створення системи: входи, процесор (зокрема його елементи) та виходи (рис. 20). З метою проведення глибокого системного аналізу корпорації необхідно обґрунтувати її розгляд за однією з моделей.

Оскільки корпорація є складною відкритою системою, то її уособлення із такими моделями організації підприємства як: механістична модель конструкції підприємства та соціальна модель є неможливим, адже вони є закритими системами. Що стосується розгляду корпорації як ієрархічної ринкової системи та суспільної системи, то вважаємо необхідним надати перевагу саме останній моделі. Це обумовлено особливостями функціонування корпорації, які полягають в особливостях економічної та соціальної природи корпоративних відносин, які виникли та набули розвитку у вітчизняних акціонерних товариствах та

економічному ландшафті України в цілому.

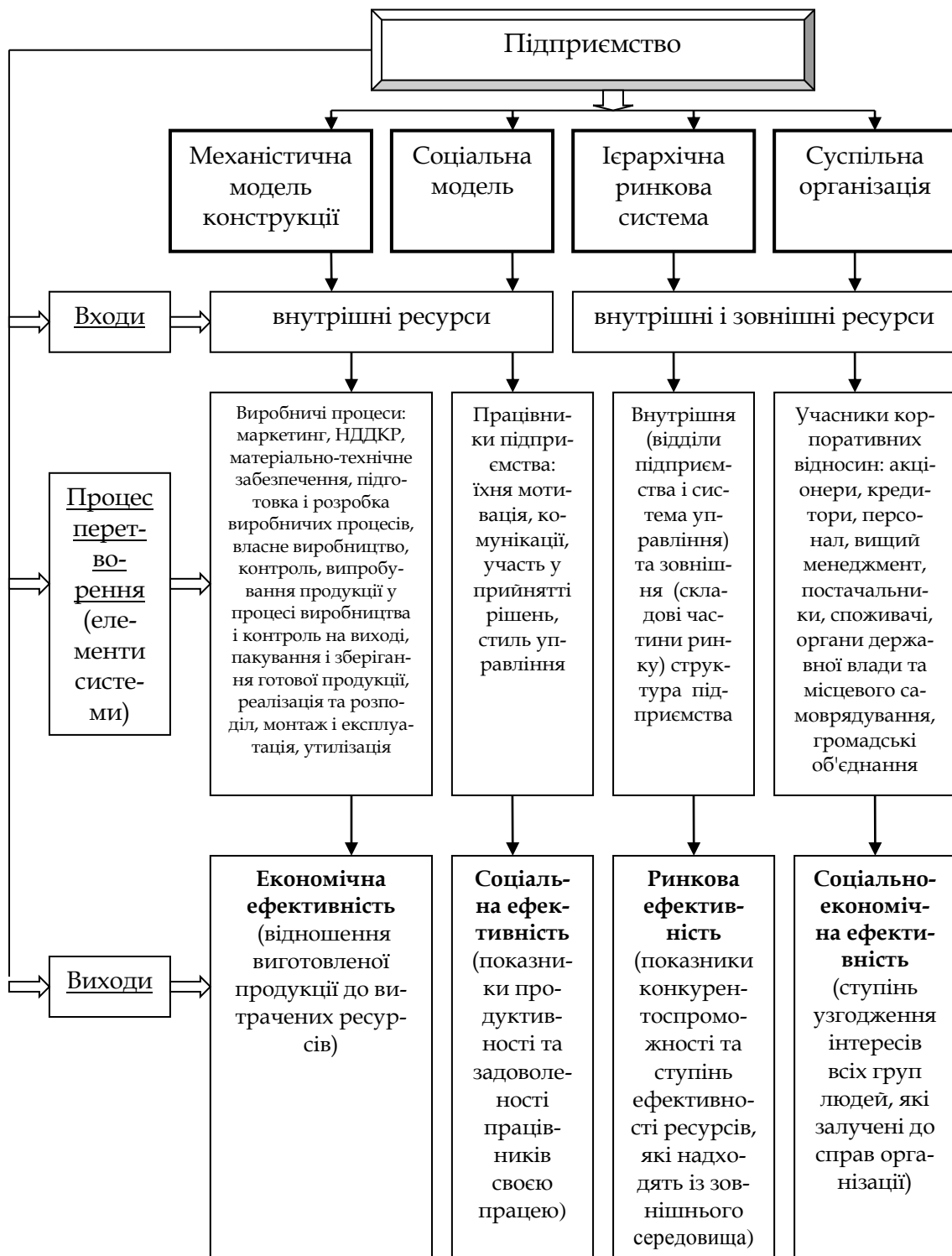


Рис. 20. Типи моделей організації підприємств у розрізі системного підходу

Пріоритетність саме зазначеної моделі обумовлена такою

особливістю управління корпораціями, як відокремлення володіння власністю від безпосереднього управління нею, в результаті якого створюються різні групи учасників корпоративних відносин.

Отже, реальним відображенням соціально-економічного аспекту діяльності корпорації є її розкриття як суспільної системи.

Основними елементами системи згідно вищезазначеного є: входи, процес перетворення і виходи. Входи, або ресурси системи, являють собою компоненти, які передаються системі із середовища. За допомогою входів здійснюється вплив середовища на систему. Виходи, або кінцевий продукт системи, – це компоненти, які передаються системою навколишньому середовищу. Опис системи через входи і виходи є зовнішнім, оскільки він надає поняття зв'язкам системи з навколишнім середовищем, залишаючи без уваги те, що відбувається усередині системи. Цю прогалину заповнює внутрішній, локальний опис системи, який розглядає механізм перетворення входів у виходи, тобто процесор. Система може мати як внутрішні, так і зовнішні зв'язки. Останні реалізуються вхідними і вихідними елементами, а також забезпечуються функцією системи. Компоненти системи можуть бути пов'язані між собою як безпосередньо, так і не безпосередньо – через інші компоненти. Зв'язки можуть бути прямими і оберненими. Обернені зв'язки є складною системою причинної залежності і полягає в тому, що результат попередньої дії впливає на наступний перебіг процесу: причина випробує на собі обернений вплив наслідку. Якщо обернений зв'язок підсилює результат первісного впливу причини, то він називається позитивним, якщо послаблює – негативним. Позитивні обернені зв'язки виводять систему з рівня стабільності, негативні – сприяють його збереженню. Завдяки існуванню в системі обернених зв'язків в системі можуть відбуватися процеси ціленаправленої діяльності і управління. Зв'язки перетворюють систему з простого набору компонентів в єдине ціле і разом з компонентами визначають стан і структуру системи, звичайно, при визначальному впливі функції. Зазначені елементи корпорації як системи відтворено на рис. 21.

Основним системоутворюючим фактором системи є її функція. Функція системи – це смисл існування, призначення,



необхідність системи. Функція задається ззовні і показує, яку роль дана система виконує по відношенню до більш загальної системи, в яку вона включена складовою частиною наряду з іншими системами, які виступають для неї середовищем. В даному випадку функція корпорації повинна відтворювати роль, яку вона виконує по відношенню до національної економіки. Отже, функцією корпорації є реалізація задоволення інтересів учасників корпоративних відносин.

Крім функції важливим фактором системи є мета. Мета – це „бажаний” стан її виходів, тобто деяке значення або множина значень функцій системи. Мета може бути задана як ззовні, так і покладена системою сама собі, в останньому випадку мета буде відтворювати внутрішні потреби системи. Крім цього, їх цілі повинні бути несуперечливими, такими, що не виключають один одного. Для досягнення мети система повинна знаходитись в „області досяжності”, що означає, що параметри як самої системи, так і її середовища повинні досягнути визначених значень.

Метою функціонування корпорації є отримання максимального фінансового результату та максимальної прибутковості акцій. Але при цьому, крім визначальної мети корпорації як системи, існує множина цілей її підсистем, які мають як позитивний, так і негативний вплив, що відтворено на рис. 22.

Враховуючи те, що на рівні окремої корпорації для досягнення синергетичного ефекту (посилення забезпечення основної мети функціонування системи) необхідно врахувати лише однонаправлену дію всіх учасників [139, с.45; 140, с. 6; 141, с. 14], то для ефективного функціонування корпорації доцільно відокремити лише ту множину цілей, яка має позитивний вплив на забезпечення ефективності.

Розкривши входи та виходи корпорації як системи, необхідно дослідити третій елемент структури системи, а саме процесор. Згідно із розкритою моделлю функціонування корпорації процесор включає в себе визначений склад елементів та взаємозв'язки між ними. Структура системи визначається як сукупність компонентів і внутрішніх зв'язків системи, які відіграють важливу роль у функціонуванні системи, забезпечуючи відносну її стабільність і сприяючи збереженню якісної визначеності системи.

Структура корпорації як системи визначається сукупністю усіх учасників корпоративних відносин та внутрішніх зв'язків між ними (рис. 23).



Рис. 23. Сукупність компонентів і внутрішніх зв'язків корпорації як системи

В процесі функціонування система повинна досягати визначеного результату – ефекту. Оскільки яким би не був ефект (результат), включаючи, можливо, і досягнення будь-якої мети, він є продуктом функціонування системи, а ефективність розуміється як ступінь досягнення результату, заданого її функцією, як ступінь відповідності діючого результату тому, який повинен мати місце при всій повноті виконання системою своєї функції. Оптимум системи являє собою максимально досягнуте при наявних ресурсах значення цільової функції системи.

Наслідком функціонування корпорації як системи є також отримання визначеного результату, залежно від якого можна визначити чи є її існування ефективним (рис. 24).

Отже, ефективність корпорації як системи розглядається як ступінь досягнення результату, заданого її функцією, а саме ступенем досягнення балансу інтересів усіх учасників корпорації.

ТИВНИХ ВІДНОСИН.

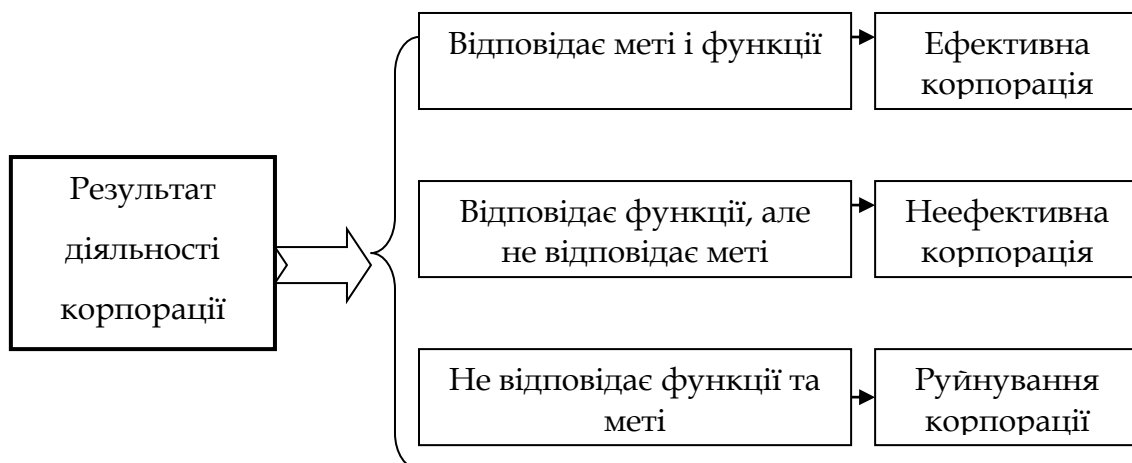


Рис. 24. Умови створення ефективної корпорації

Оптимум корпорації як системи являє собою максимально досягнуте при наявних ресурсах значення цільової функції системи. При цьому доцільно зауважити, що ефективність корпорації значно залежить від того, наскільки ефективні і оптимальні її підсистеми, в якості яких обрані саме учасники корпоративних відносин.

Як ефективність, так і оптимальність корпорації як системи значно залежать від того, наскільки ефективні і оптимальні її підсистеми, тобто ефективність функціонування компонентів сприяє ефективності системи в цілому.

Таким чином, проведений ґрунтовний та детальний системний аналіз створення корпорації, що узагальнений на рис. 25, дає можливість виявити причини, фактори та процес створення ефективної корпорації.

Виходячи з зазначених умов ефективності та оптимуму функціонування корпорації економіко - математична модель ефективності корпорації з врахуванням синергетичного принципу буде мати такий вигляд:

$$\left. \begin{array}{l} Q = f(Y_i) \rightarrow \max \\ 0 < Y_i \leq 1, i = 1 \dots 10 \end{array} \right\} \quad (33)$$

де  $Q = f(Y_i)$  - цільова функція,

$Y_i$  - вихідні показники оцінки ефективності корпорації

( $Y_1$  – ліквідності,  $Y_2$  – фінансової стійкості,  $Y_3$  – ділової активності;  $Y_4$  – рентабельності;  $Y_5$  – ринкової активності;  $Y_6$  – обсягу та ритмічності діяльності;  $Y_7$  – якості і асортименту продукції;  $Y_8$  – мотивації праці;  $Y_9$  – рівня суспільності;  $Y_{10}$  – рівня сервісу).



Рис. 25. Узагальнення результатів системного дослідження корпорації

Функціонування корпорації може бути як ефективним, так і неефективним, що в кінцевому випадку може призвести до її руйнування. Умовою розпаду корпорації як системи є невиконання функції, яка на неї покладена. Отже, найважливіша роль належить функції, оскільки саме від неї залежить можливість існування системи: якщо функція не виконується, вплив середовища може бути для системи руйнівним, в той час

як зворотне не завжди правильне – якщо система виконує свою функцію, то недосягнення мети не несе безпосередньої загрози руйнування. Таким чином, якщо мета діяльності корпорації – отримання максимального фінансового результату та максимальної прибутковості акцій, а функція – намагання досягнення балансу учасників корпоративних відносин, то умовою руйнування корпорації є мінімізація задоволення інтересів учасників корпоративних відносин. Виходячи із зазначеної умови економіко-математична модель руйнування корпорації буде такою:

$$\left. \begin{array}{l} Q = f(Y_i) \rightarrow \min \\ 0 < Y_i \leq 1, i = 1 \dots 10 \end{array} \right\} \quad (34)$$

Враховуючи особливості кожної окремої галузі економіки, цільова функція ефективності корпорації буде зазнавати певних змін.

### **3.2. Удосконалення організації корпоративних відносин та шляхи забезпечення балансу інтересів учасників корпоративного управління**

Розвиток корпоративних відносин на сьогодні є одним з головних чинників реформування української економіки, адже лише завдяки налагодженню дієздатного механізму корпоративних відносин вітчизняні акціонерні товариства можуть розраховувати на залучення необхідних інвестиційних ресурсів.

Корпоративне підприємство являє собою своєрідну державу на мікрорівні, де є свої органи управління. Отже, при можливості врегулювання діяльності акціонерних товариств та запобігання конфліктів між їх учасниками можна буде розраховувати і на врегулювання відносин у країні в цілому за такими ж принципами [18, с. 75].

Слід зазначити, що згідно із твердженням теоретиків і практиків у корпоративному управлінні сьогодні є два підходи щодо законодавчого врегулювання корпоративних відносин. Перший полягає у прийнятті змін до Закону України „Про господарські товариства”, але цього не достатньо для врегулювання усіх проблем акціонерних товариств. Другий підхід – це прийняття нового закону, який би вирішував усі питання, пов’язані з

язані з акціонерним товариством. Адже, враховуючи те, що Україна є другою у світі країною за кількістю акціонерних товариств, а у нас досі не вирішено проблеми врегулювання та збалансування корпоративних відносин [18, с. 50]. До цієї точки зору приєднуються і консультанти міжнародних донорських організацій.

Фахівці ДКЦПФР та МФК зазначають, що розроблений в Україні проект нового Закону „Про акціонерні товариства” містить практичні норми регулювання діяльності акціонерних товариств, які значно відрізняються від норм чинного законодавства [142, с. 19; 143, с. 14]. Доцільно зауважити, що даний проект відтворює особливі позитивні зрушення щодо надання більших можливостей для прав та інвестицій власників акцій, забезпечення захисту дрібних акціонерів і закріплення ряду гарантій захисту інтересів кредиторів товариства (табл. 21).

Як висновок доцільно зазначити, що прийняття нового Закону України „Про акціонерні товариства” поряд з об'єднанням зусиль усіх зацікавлених зусиль у розвитку корпоративних відносин є найголовнішими чинниками ефективної роботи корпоративних підприємств, що обумовлює забезпечення можливості підприємствам залучати необхідні кошти за рахунок реалізації захисту інвесторів.

Проте використання лише правових способів врегулювання корпоративних відносин не спроможне забезпечити ефективну їх організацію. Внаслідок цього способи регулювання корпоративних відносин повинні формуватись з врахуванням практики господарювання. Причиною більшості конфліктів між учасниками корпоративних відносин є корпоративний контроль (право участі в прийнятті певних управлінських рішень та розподіл результатів діяльності корпорації).

При цьому, з точки зору інвестування (не лише фінансового), необхідність здійснення контролю великою мірою залежить від обсягу цих результатів та справедливості їхнього розподілу. За умови належного управління корпорацією (якщо управління здатне забезпечити задовільну ефективність використання акціонерного капіталу та справедливість розподілу результатів діяльності акціонерного товариства) потреби учасників корпоративних відносин у збереженні великого впливу на діяльність корпорації скорочуватимуться.

Законодавче врегулювання корпоративних відносин  
за проектом Закону України „Про акціонерні товариства”

Напрямок врегулювання корпоративних відносин	Заходи
<p>1. Створення можливостей для прав та інвестицій власників акцій</p>	<p>1. Встановлення детального механізму реалізації переважного права акціонерів на придбання акцій додаткових випусків.</p> <p>2. Закріплення загальної вимоги про продаж акцій за ринковою ціною.</p> <p>3. Спрощення порядку участі акціонера в загальних зборах через представника без обмеження повноважень загальних зборів як вищого органу акціонерного товариства.</p> <p>4. Встановлення права акціонера вимагати оцінки та викупу акціонерним товариством належних йому акцій, якщо на загальних зборах акціонер не голосував за прийняття певних важливих рішень, що обмежують його права.</p> <p>5. Введення обов'язкового прийняття рішень про укладення значних угод, в укладенні яких є зацікавленість, наглядовою радою, а у певних випадках - загальними зборами акціонерів.</p>
<p>2. Захист дрібних акціонерів</p>	<p>1. Ведення кумулятивного голосування під час виборів членів спостережної ради, що дасть можливість групі акціонерів, які не володіють контрольним пакетом акцій, мати свого представника в спостережній раді.</p> <p>2. Встановлення вимоги для особи, яка придбала контрольний пакет акцій, запропонувати решті акціонерів придбати належні їм акції за середньо ринковими цінами.</p> <p>3. Зниження до 2 % (у порівнянні з 10 % згідно з чинним законодавством) розміру пакета голосуючих акцій, володіння яким надає акціонерам право вимагати внесення питань до порядку денного загальних зборів.</p>
<p>3. Закріплення гарантій захисту інтересів кредиторів товариства</p>	<p>1. Захист зобов'язань.</p> <p>2. Обмеження на виплату товариством дивідендів та на придбання розміщених ним акцій, якщо майна товариства недостатньо для задоволення вимог кредиторів.</p> <p>3. Детальний порядок укладання нормативних документів, у розробці яких є зацікавленість, та тих значних законодавчих чинників, що запобігатимуть розтрачанню активів.</p>

Гострота корпоративних конфліктів також має зменшуватися пропорційно зростанню ефективності використання акціонерного капіталу та управління корпорацією загалом.

Повне задоволення інтересів учасників корпоративних відносин неможливо без створення умов для їхнього довгострокового співробітництва, тобто тривалого успішного існування товариства. Для цього має здійснюватися погодження поточних та стратегічних інтересів учасників корпорації через визначення частки корпоративного доходу, яку слід реінвестувати. Таким чином, до вимоги справедливого розподілу достатнього доходу корпорації додається необхідність ґрунтовного виділення з цього доходу частки на реінвестування. Вирішення цієї складної проблеми вимагатиме, по-перше, всебічного планування діяльності корпорації та корпоративних відносин, та, по-друге, погодження корпоративних планів з наявними інтересами учасників корпорації.

Проте в змаганні за контроль учасники корпоративних відносин схильні (набагато більше за конкурентні відносини на будь-якому іншому ринку) до недобросовісної конкуренції через використання недозволених прийомів та монопольного становища, тиску на вищі органи управління, омани й т. ін. Необхідними умовами запобігання таким спробам є формування компетентних органів управління та розвиток механізмів забезпечення прав та інтересів учасників корпоративних відносин.

Таким чином, можливість здійснення досконалого управління є важливим фактором конкуренції, від якого великою мірою залежить розподіл корпоративного контролю в акціонерних товариствах [144, с. 15; 145, с. 44].

Тому необхідною умовою розв'язання протиріч між учасниками корпоративних відносин є виникнення справжнього ринку корпоративного контролю (внутрішнього та зовнішнього). Отже, виникнення ринку корпоративного контролю є важливою складовою формування системи корпоративного управління. Сприяння розвитку зовнішнього ринку корпоративного контролю та механізмів захисту прав учасників корпоративних відносин має здійснюватися державою та всіма учасниками ринку цінних паперів. Формування внутрішнього ринку корпоративного контролю в кожному окремому випад-



ку залежатиме від прагнення учасників корпорації до збільшення загальних корпоративних доходів.

Проведені дослідження у попередніх розділах свідчать про неможливість досягнення балансу інтересів учасників корпоративних відносин, тобто ефективної організації їх діяльності, в результаті існування безлічі конфліктів саме між вищим менеджментом та акціонерами, між великими та дрібними акціонерами. Тому одним з головних факторів, що зумовлюють стабільність корпоративних відносин та ступінь захисту інтересів їх учасників є правила та норми взаємовідносин між акціонерами та вищим керівництвом акціонерного товариства. Належне корпоративне управління має забезпечити високий ступінь погодженості прагнень власників та найманих ними вищих керівників, від чого більшою мірою залежатиме можливість досягнення корпорацією задовільних фінансових результатів. Проте саме це в однаковій мірі є джерелом задоволення інтересів акціонерів та вищих керівників акціонерного товариства, тобто можуть ставати приводом для виникнення корпоративних конфліктів [140, с. 5; 141, с. 14 ].

За системою корпоративного управління, яка на цей час сформувалася в Україні, інтереси певних інсайдерів (вищого керівництва та власників великих пакетів акцій) вирішальною мірою переважають над прагненнями інших учасників корпоративних відносин у вітчизняних акціонерних товариствах. Зазначена перевага є однією з основних причин тривалої низької ефективності управління акціонерним товариством та організації корпоративних відносин в Україні загалом. Негативні аспекти переважання інтересів інсайдерів найчастіше виявляються через порушення прав акціонерів, фінансових інвесторів у корпораціях та на фондовому ринку.

Різнострамованість прагнень зазначених учасників корпоративних відносин та обмежені можливості для певного задоволення їхніх інтересів зумовлюють виникнення між ними численних протиріч економічного характеру. Необхідність урегулювання таких конфліктів, забезпечення сталого співробітництва учасників корпорації призводить до необхідності формування відповідних механізмів погодження інтересів акціонерів та вищого керівництва акціонерного товариства. Найбільш розповсюдженими формами такого погодження є адміністра-

тивні (здійснення контролю поточної діяльності вищих керівників або особисте втручання акціонерів до управління корпорацією) та економічні (загальні: удосконалення форм і систем оплати праці вищого керівництва, використання складних форм стимулювання, таких як участь персоналу в прибутках акціонерних товариств, надання керівникам та іншим найманим працівникам акціонерного товариства часток в акціонерному капіталі; особливі: використання адміністративних опціонів, „золоті парашути” та передача акцій товариства в довірче управління директорам) методи [144, с. 15; 146, с. 18 ].

Адміністративні методи погодження інтересів обумовлені необхідністю посиленого внутрішнього контролю, оскільки учасники, яким належать великі пакети акцій, зацікавлені не в їх продажу, а у внутрішньому впливові на діяльність компанії та її стабільності. Організація ефективного корпоративного контролю передбачає впровадження внутрішнього аудиту, який має безперервний характер. При цьому внутрішній аудит становить комплекс діагностичних процедур, спрямованих, з одного боку, на виявлення слабких сторін бізнесу, а з іншого – на встановлення шляхів їх усунення, і повинен характеризуватися такими основними положеннями як: комплексність, конструктивність і незалежність [147, с. 51].

Комплексність повинна полягати у визначенні поточного стану бізнес-процесу, на яких ґрунтується менеджмент підприємства, та перевірка результативності бізнесу, де аудитор має продемонструвати власнику, наскільки ефективно працює менеджмент згідно з існуючими бізнес-процесами, тобто наскільки надійним та вмілим є вищий менеджмент. Отже, на нашу думку, експертиза бізнесу має спочатку оцінити маркетингову компоненту бізнесу, досконалість його операційних та інноваційних процесів, здатність до зростання і навчання, а потім вже на виході оцінити та проаналізувати бізнес-процеси.

Конструктивність внутрішнього аудиту, який повинен мати на меті поліпшення діяльності підприємства, полягає у тому, що висновки внутрішнього аудитора завжди мають завершуватися рекомендаціями, спрямованими на поліпшення результативності бізнесу, тобто підказуючи власнику, коли і кого слід „замінити у команді” [147, с. 52].

Відповідно до останнього положення внутрішнього ауди-

ту, то він передбачає незалежність аудитора від менеджменту підприємства, що реалізує корисність його діяльності власнику. У протилежному випадку, менеджмент і внутрішній аудит просто домовляються, й результати експертизи не будуть незалежними. Власника це явно не влаштовує, оскільки бізнес може втратити свою результативність, і, в кінцевому підсумку, він втратить усі свої кошти, вкладені у бізнес. У цьому полягає найбільша небезпека корпоративного управління, і головне завдання внутрішнього аудиту — в тому, щоб сигналізувати та спільними зусиллями не допустити розвитку такої небезпеки.

Економічні методи погодження інтересів акціонерів і вищого менеджменту спрямовані на забезпечення мотиваційних передумов діяльності останніх.

„Золоті парашути" являють собою попередньо узгоджені вихідні виплати вищим менеджерам у разі поглинання, злиття та інших реорганізацій фірми, що приводить до суттєвих змін у становищі голови виконавчого органу. При цьому він не здійснив ніяких дій, що суперечили б інтересам корпорації. Розміри таких виплат можуть бути досить значними, такими, що можуть компенсувати директорам втрати оплати їх праці, можливості пенсії та інші матеріальні блага, якими поступається менеджер при цьому. Такі винагороди застосовуються для того, щоб вищі посадові особи не протидіяли вигідним для акціонерного товариства змінам щодо злиття, поглинання, розукрупнення, участі в інших акціонерних товариствах [4, с. 161 - 164].

Адміністративні опціони є засобом заохочення та додаткового винагородження керівника корпорації, за який найманий працівник має право викупити певну кількість її акцій за фіксованою ціною у певний проміжок часу. Використання адміністративного опціону веде до емісії нових акцій акціонерного товариства та отримання власником опціону приватного доходу від їхнього продажу. При цьому використання адміністративних опціонів для додаткового заохочення найманих вищих керівників та персоналу корпорації ніякою мірою не може призводити до обмеження їхньої основної заробітної плати. Зокрема, за умови використання опціонної форми мотивації вищих керівників метою їхньої діяльності буде ставати підвищення ринкової вартості акцій корпорації, тобто збільшення ринкової капіталізації та збагачення акціонерів. Такий спосіб

стимулювання найманих працівників є більш дієвим за просте наділення їх акціями корпорації, оскільки дає змогу створити більш тривалу (термін дії опціону) та надійну (до настання певного моменту власник опціону не зможе ним скористуватись) гарантію повного погодження інтересів вищого керівництва та акціонерів [28, с. 250, 251].

З метою підвищення рівня зацікавленості виконавчих директорів і для здійснення операцій з власними акціями може використовуватись така форма, як передача акцій товариства в довірче управління директором. Як свідчить практика, акумуляція може здійснюватись двома шляхами. Простий шлях – голові правління (директору) можуть передаватись у довірче управління акції акціонерів цієї корпорації. Більш складний шлях – акціонерне товариство передає працюючому директору (голові правління) в довірче управління викуплені власні акції акціонерного товариства. Для цього іноді створювалося дочірнє підприємство, куди акумулювались викуплені акції і де голова правління акціонерного товариства був директором.

Крім методів заохочення учасників-менеджерів потрібно також застосовувати системи відповідальності, а саме документи про відповідальність посадових (афілійованих) осіб перед корпорацією й акціонерами. Такими є особи, наділені організаційно-розпорядчими й адміністративно-господарськими повноваженнями для здійснення діяльності акціонерного товариства, зокрема голова та члени ради акціонерного товариства, голова та члени правління акціонерного товариства, голова ревізійної комісії акціонерного товариства, посадові особи адміністрації акціонерного товариства, що виконують функції, передбачені певними пунктами розроблених положень. Такі положення передбачають вимоги щодо сумлінності посадових осіб при здійсненні своїх службових обов'язків, прийняття на себе встановлених обмежень щодо недопущення дій, які можуть призвести до використання їх службового становища та пов'язаних з ним можливостей, а також можливостей акціонерного товариства і його авторитету, в особистих, групових чи інших інтересах, що суперечать інтересам акціонерного товариства, визначення форм встановлених обмежень та особливостей компетенції. Регламентується отримання винагород, у тому числі від сторонніх осіб і організацій, подарунків, пільг від

юридичних і фізичних осіб за використання свого службового становища. Визначається також відповідальність за порушення, передбачена законодавством України та іншими внутрішніми нормативними актами корпорації. При цьому за рішенням загальних зборів акціонерів посадові особи-порушники можуть бути притягнені до дисциплінарної, майнової, адміністративної і кримінальної відповідальності відповідно до чинного законодавства України [4, с. 163,164].

З метою удосконалення організації корпоративних відносин, крім врегулювання відносин акціонерів та вищого менеджменту, необхідно вирішити проблеми, пов'язані із виникненням конфліктів між великими та дрібними акціонерами за рахунок забезпечення механізму захисту інтересів меншості. Звичайно, можливість учасника корпорації реалізувати своє право на участь в управлінні залежить від кількості акцій, які йому належать. При цьому контроль за діяльністю компанії з боку власників великих пакетів акцій (голосування) може бути ефективним лише за умови правового захисту інтересів дрібних акціонерів.

Недоліком володіння невеликим пакетом акцій є неможливість прямо впливати на прийняття рішень при голосуванні. Проте власники невеликих пакетів акцій можуть об'єднувати свої голоси для захисту спільних інтересів безпосередньо чи шляхом передачі права голосу за довіреністю одному з акціонерів. Крім того, корпоративне законодавство передбачає можливість таких механізмів опосередкованого впливу, як реалізація права вимагати скликання позачергових загальних зборів акціонерів або призначення перевірки діяльності менеджменту (правління) ревізійною комісією (аудитором). Однак потрібно визнати, що в переважній більшості випадків дрібні акціонери або взагалі не беруть участі в управлінні корпораціями, або така участь є значною мірою формальною. Тому в науковій літературі з корпоративного управління вже давно дискутується проблема так званого „безплатного проїзду”, коли дрібні акціонери, не беручи участі в управлінні та контролі за діями правління (не витрачаючи часу і коштів), одержують дивіденди у такому ж розмірі, як і ті, що опікуються справами корпорації [148, с. 28]. Отже, в таких умовах основне, на що можуть розраховувати дрібні акціонери, — це одержання дивідендів. Проте,

якщо їх інтереси порушуються внаслідок неефективного, на їх думку, управління компанією, найпростішим шляхом збереження вкладених у корпорацію коштів є продаж акцій. Такий механізм впливу на менеджмент є досить ефективним, оскільки продані акції можуть бути сконцентровані у великі пакети, які дають можливість новому власнику брати участь в управлінні, аж до заміни керівництва компанії. Враховуючи реалії функціонування акціонерного товариства в Україні, коли фондовий ринок практично не працює, досить важко зробити однозначний висновок про найбільш ефективні механізми забезпечення інтересів дрібних акціонерів.

Вивчивши позитивний досвід корпоративного управління країн із системою „інсайдерів”, до якої відноситься і наша країна, доцільно зазначити, що дрібні акціонери, які не бажають або не можуть через значну вартість збору та оцінки інформації про стан справ компанії брати участь в управлінні, доручають представництво своїх інтересів на загальних зборах банкам, у рамках надання останніми депозитарних послуг клієнтами. За визнанням дослідників корпоративного управління внаслідок використання подібного механізму в Німеччині встановився жорсткий контроль за діяльністю корпорацій, що цілком є можливим і в Україні [148, с. 30]. Позитивним моментом здійснення банками представницьких функцій на зборах акціонерів є не тільки захист інтересів акціонерів (особливо дрібних), а й вирішення проблеми «безбілетного» проїзду, оскільки подібні функції банки здійснюють безплатно. Проте банк, оскільки він є одночасно кредитором корпоративної організації, може, виходячи не з інтересів акціонерів, а своїх власних, заважати здійсненню ризикованих, на його думку, проєктів, забезпечуючи стабільність компанії, але й стримуючи її розвиток.

Врегулювання відносин між великими та дрібними акціонерами є цілком можливим і за рахунок формування та реалізації ефективної дивідендної політики, яка є індикатором у вирішенні загальних питань регулювання корпоративних відносин та визначає пропорцію розподілу прибутку між винагородою акціонерів і реінвестування. З точки зору корпорації дивідендна політика до певної міри є політикою формування акціонерного капіталу через продаж частки участі у майбутніх

прибутках. Проте рішення у сфері дивідендної політики мають значення тільки для акціонерів, які купують акції з метою одержання дивідендної винагороди (зазвичай, дрібні акціонери). Решта акціонерів, особливо власники великих пакетів акцій, може вкладати кошти для здійснення чи розподілу корпоративного контролю або досягнення цілей, не пов'язаних із виплатами дивідендів. Отже, дивідендна політика корпорації – це сукупність стратегічних і поточних рішень щодо розподілу результатів діяльності корпорації.

Розробка механізму удосконалення організації та забезпечення балансу корпоративних відносин засвідчили про неможливість їх досягнення без забезпечення належного рівня корпоративної культури. Загалом, корпоративна культура визначається як сукупність неформальних процедур, що превалюють в організації, чи як переважна філософія щодо того, що найкраще дозволить досягти організаційних цілей, та формується на основі домінуючих постулатів віри й етичних стандартів [149, с. 304]. Загалом, структуру корпоративної культури представляють такою, що має дві основні складові: сукупність взаємодіючих факторів, які охоплюють досвід минулого і теперішнього, структурні характеристики і погляди керівників; сукупність думок, еталонів поведінки, настроїв, символів, відносин і способів ведення бізнесу. Згідно з думкою спеціалістів корпоративна культура визначає індивідуальність компанії більшою мірою, ніж продукція, яку вона виготовляє. При цьому унікальність корпоративної культури полягає в тому, що вона є досягненням системи внутрішніх ціннісних установок і правил, „Кодексу честі”, які панують у корпорації [150, с. 215]. В основу цих компонентів повинні бути закладені загальнолюдські цінності – культурні, етичні, моральні, ділові та ін..

На наш погляд, для ефективної організації корпоративних відносин під час формування корпоративної культури необхідно враховувати такі складові: різні типи культур, економічний менталітет, моральні цінності, етику, соціальну відповідальність бізнесу, демократичні засади та ділову практику управління.

Цінність культури для розвитку управління полягає в її активному впливі на соціально-економічний прогрес. Різні форми культур є відносно самостійними підсистемами куль-

тури в цілому, кожна з яких має своє призначення [150, с. 216].

Для формування корпоративної культури вітчизняних акціонерних товариств важливо приділяти увагу культурі підприємницької діяльності. Це означає будувати управління матеріально-виробничими процесами на підприємстві, відносини людина-природа та економічні відносини між людьми на основі сукупності прогресивних гуманістичних матеріально-духовних досягнень. До останніх слід віднести різні складові: матеріальні, духовні, особистісні, інституційні.

Матеріальна культура для підприємства розглядається як сукупність матеріальних цінностей, створених творчою працею його колективу. Її функція полягає у створенні засобів та умов для вдосконалення життєдіяльності людини, розвитку її творчого потенціалу, розширення можливостей її самореалізації. Це є визначальним для ефективного використання людського потенціалу. Із матеріальною культурою безпосередньо пов'язана організаційна культура. Вона регулює зв'язки, дії та взаємовідносини в межах конкретного виду діяльності, є цілісним орієнтиром у прийнятті виробничих рішень, виборі учасниками корпоративних відносин прийнятного способу дій. Головна функція організаційної культури полягає у створенні відчуття ідентичності усіх членів організації, забезпеченні гармонізації колективних та індивідуальних інтересів. Це є провідним завданням корпоративного управління.

Сукупність корпоративних відносин між учасниками господарської діяльності та їх ділову активність охоплює й регулює ділова культура. Вона реалізується в процесі взаємодії суб'єкта підприємницької діяльності з різноманітними об'єктами: людьми-працівниками, партнерами, споживачами, органами державної влади, громадською думкою та соціальними групами. Головна функція полягає у „створенні відчуття ідентичності внутрішнього та зовнішнього образів суб'єкта господарювання в його відносинах з партнерами” [150, с. 216]. Таким чином, ділова культура доповнює організаційну. З реалізацією функцій ділової культури тісно пов'язана ділова етика, зосереджена на широкому спектрі варіантів поведінки управляючих та інших учасників корпоративних відносин. Ділова етика, в свою чергу, торкається проблеми соціальної відповідальності бізнесу, обумовленої громадськими обов'язками підприємниць-



ких структур. Орієнтація бізнесу на прибуток загострює соціальні проблеми на підприємствах. Тому метою забезпечення соціальної відповідальності стає гармонізація відносин корпоративних структур з оточуючим соціальним середовищем на основі врахування інтересів усіх суб'єктів, яких торкається діяльність підприємства. Соціальна відповідальність бізнесу базується на трудовій моралі, яка визначає принципи, норми і правила щодо ставлення людей до праці, відносин між людьми в процесі трудової діяльності. Трудова мораль є способом поєднання свободи особистості із суспільною необхідністю, власних переконань людини й громадської думки [151, с. 54].

Вимоги підприємства, норми права та соціальні норми моралі, етика обумовлюють характер трудових відносин, поведінки людей в процесі трудової діяльності, тобто трудову дисципліну. Важливість дотримання трудової дисципліни обумовлена сучасним рівнем розвитку техніки і технології, необхідністю узгодження різних інтересів учасників корпоративних відносин, колективним характером привласнення результатів роботи та іншими факторами.

Інтегральною характеристикою високоефективної моделі менеджменту є соціально адекватний менеджмент. Його сутність полягає в тому, що кожне підприємство, крім отримання прибутку, має визначити для себе міру соціальної відповідальності перед суспільством. Таке суспільство характеризується соціальною відповідальністю, враховує провідні інтереси суспільного розвитку та риси менталітету соціуму.

Корпоративна культура в кожній країні формується на загальнолюдських цінностях, але має національні особливості, зокрема обумовлені менталітетом населення. Важливою складовою менталітету є менталітет економічний. До основних його елементів відносять: економічне мислення, економічну культуру, економічну психологію та ін. Визначальними чинниками формування економічного менталітету є тип економічної системи, рівень розвитку продуктивних сил і, передусім, людини (освіта, кваліфікація, фізичний та психічний стани). Перелік чинників свідчить про складність формування економічного менталітету в Україні відповідно до ринкових змін [152, с. 42; 153, с. 35 ].

Стан соціального клімату, рівень організаційної струк-

тури управління підприємством та вміння керівників їх вдосконалювати відповідно до цілей розвитку підприємства характеризують культуру організації підприємства.

Важливу роль у формуванні корпоративної культури відіграє ділова практика. В сучасних умовах господарювання важливого значення для українських підприємців набуває ділова репутація компанії, як її оцінка суміжниками, постачальниками, споживачами, та діловий стиль компанії, як комплекс норм поведінки, вироблений практикою ділового спілкування. Винятково важливим є стиль керівництва, який складається із сукупності прийомів і методів діяльності керівника в процесі управління підприємством; манеру поведінки з підлеглими. Це передбачає застосування різноманітних засобів спонукання працівників до управління. Стиль керівництва визначається особистими рисами керівника і є його важливою професійною характеристикою. У соціально адекватному менеджменті першорядну роль відіграє дотримання законності, гарантія законних прав і свобод громадян, компетентність працюючих. Систему формалізованих нормативних взаємовідносин, що регулюються законами і нормами, представляє правова культура [154, с. 75; 155, с. 71].

У корпоративному секторі економіки важливо дотримуватись методів демократичного управління, які передбачають широке залучення працівників підприємств до процесу підготовки, прийняття рішень та контролю за його виконанням.

У зв'язку з тим, що в Україні стару систему цінностей зруйновано, а нову – демократично орієнтовану та соціально спрямовану не сформовано, то процес формування сучасної корпоративної культури в нашій країні потребує зусиль усіх суб'єктів господарювання, постійної копіткої діяльності в цій сфері [156, с. 87; 157, с. 35]. Факторами, що гальмують на теперішній час цей процес, є відсутність досвіду ведення справ у ринкових умовах, недосконале законодавство, перехідний характер економіки, криміналізація суспільства, відмінності соціальних і культурних установок [158, с. 9].

Отже, проведені дослідження щодо існуючого стану організації і узгодження корпоративних відносин та можливих шляхів їх удосконалення дали можливість сформувати механізм удосконалення організації корпоративних відносин (рис. 26).

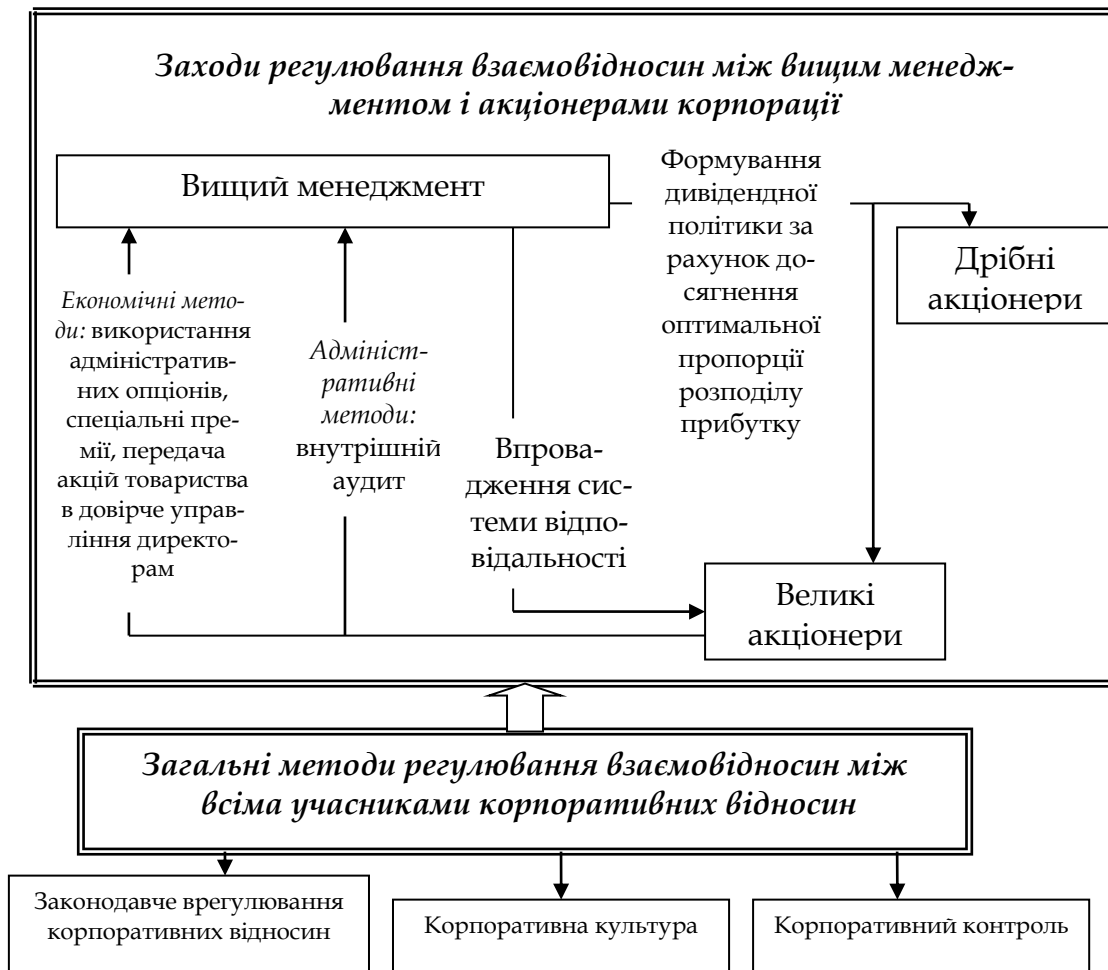


Рис. 26. Механізм удосконалення організації корпоративних відносин

Слід зазначити, що розроблений механізм досягнення балансу інтересів учасників корпоративних відносин надасть можливість вдосконаленню корпоративного управління насамперед за такими напрямками:

- можливість загального підвищення ефективності управління та результатів діяльності товариства;
- формування належної корпоративної стратегії розвитку та дивідендної політики акціонерного товариства;
- вдосконалення організації діяльності вищих органів управління корпорацією, підвищення компетентності та сумлінності їхніх членів;
- забезпеченням необхідного та достатнього представництва найвпливовіших учасників корпоративних відносин в управлінні товариством.

### 3.3. Вдосконалення дивідендної політики як складової корпоративного управління

Ключовим елементом проблеми дивідендів є модель формування дивідендної політики підприємства, адже вона має неабияке значення на величину сукупного добробуту акціонерів і на ринкову вартість підприємства. При цьому вибір певної дивідендної політики на практиці повинен відповідати фінансовим можливостям підприємства і враховувати основні фактори, які є провідними для підприємства і які визначають передумови формування дивідендної політики.

Реалізація дивідендної політики забезпечується через такі форми розподілу поточного прибутку підприємства серед його акціонерів [159, с. 47]:

- додатковий потік (у формі грошових виплат або емісії нових акцій);
- дроблення акцій;
- викуп акцій.

Реалізація дивідендної політики шляхом формування грошового потоку від підприємства до його акціонерів є найпростішою і водночас найпоширенішою формою. Такі дивідендні виплати найбільше відповідають інтересам акціонерів підприємства, які орієнтуються на максимізацію доходу у поточному періоді. Якщо загальними зборами прийнято рішення про сплату дивідендів, то акціонерне товариство здійснює виплату дивідендів незалежно від того, чи була його діяльність прибутковою протягом звітного періоду за наявності інших власних джерел для виплати дивідендів. До таких джерел належать: резервний фонд, нерозподілений прибуток минулих років, внутрішні фонди акціонерного товариства (спеціального призначення, матеріального стимулювання, ін.) [19, с. 380]. Це обумовлено тим, що підприємство-емітент має право на нарахування і виплату дивідендів незалежно від того, чи була його діяльність протягом звітного періоду прибутковою за наявності інших власних джерел [160, с. 22; 161, с. 50]. Зокрема, при грошовій виплаті дивідендів розрізняють декілька методів їх визначення, які зазначені в табл. 22.

## Методи визначення дивідендів у формі грошових виплат

Методи	Основне правило методу
1. Залишковий за принципом „чистого залишку”	Максимальне використання як джерела фінансування нерозподіленого прибутку
2. Постійний розмір дивідендів	Збереження стабільного розміру дивідендів (ставки доходу на оплачений капітал)
3. Стабільний дохід на акцію	Збереження встановлених пропорцій розподілу отриманого доходу між акціонерами і підприємством та незмінна виплата дивіденду
4. Постійна і змінна частина дивіденду	Регулярність виплат стабільних невисоких дивідендів плюс додаткові суми у сприятливі роки
5. Стійкий приріст дивідендів	Збереження оголошеного темпу зростання дивідендів

На даний час, враховуючи те, що зазвичай керівництво корпорації найчастіше прагне забезпечити стабільність фінансового стану та курсу акцій, то задля цього більшість дивідендів виплачується за залишковим принципом. Цей принцип проявляється в тому, що стратегія в дивідендній політиці полягає у нарахуванні дивідендів після того, як профінансовано всі можливі заходи для ефективного реінвестування прибутку [162, с. 46]. Але дана стратегія не задовольняє інтересів акціонерів, що не сприятиме забезпеченню балансу інтересів учасників корпоративних відносин. Отже, з метою удосконалення дивідендної політики на підприємствах необхідно розкрити та дослідити існуючі методи її формування та реалізації згідно із табл. 22.

Перші два методи характеризуються консервативним підходом до формування дивідендної політики. Залишкова політика передбачає, що виплата дивідендів залежить тільки від наявності інвестиційних можливостей у поточному році. Дивіденди виділяються із залишкового прибутку після того, як підприємство задовольнило свої інвестиційні потреби. Вважається, що інвестори віддають перевагу тому, щоб підприємство утриму-

вало і реінвестувало прибуток, а не виплачувало його у вигляді дивіденду, якщо прибуток від реінвестування перевищуватиме норму прибутку. Така політика може використовуватись підприємством на ранніх стадіях життєвого циклу, коли інвестиційні можливості підприємства нестабільні, що дасть змогу акумулювати внутрішні кошти для забезпечення високих темпів розвитку підприємства. Недоліком цієї політики є нестабільність розмірів дивідендних виплат чи, навіть, відмова від них. Це не максимізує ринкову ціну акції і не схвалюється акціонерами, переважна більшість яких у наш час завдяки дивідендному доходу, воліли б підтримувати свій рівень споживання. Як показує практика, значна кількість підприємств України сьогодні дотримується залишкової політики, підвищуючи при цьому розмір дивідендів, що виплачуються [163, с. 54; 164, с. 36].

Політика постійного коефіцієнта виплат, передбачає виплату постійної процентної частини прибутку в дивідендах, оскільки розмір прибутку непостійний, а величина дивіденду також коливається. Останнє негативно впливає на ставлення акціонерів до політики, якої дотримується підприємство і зменшує ціну на акцію підприємства. Перевагою такої політики дивідендних виплат є простота у нарахуванні і тісний зв'язок з прибутком підприємства. Доцільним є використання такого виду дивідендної політики підприємствами із стабільним, чи постійно зростаючим прибутком.

Наступні два типи дивідендної політики відповідають помірному підходу до формування дивідендних виплат. Політика стабільного доходу на акцію передбачає незмінну виплату дивіденду протягом тривалого періоду. Підприємство збільшує коефіцієнт виплат лише тоді, коли переконане, що виконає взяті на себе зобов'язання. Недоліками такої політики є те, що в несприятливих фінансових роках підприємство має підтримувати розмір свого дивіденду, а також відсутність тісного зв'язку з результатами господарської діяльності може не виступати стимулюючим фактором для працівників підприємства, котрі у наш час складають більшість акціонерів. Перевагою цієї форми дивідендних виплат є те, що інвестори з більшою довірою ставляться до таких підприємств, оскільки стабільні дивіденди характеризують його як підприємство з невисоким рівнем ризику. У несприятливий період, коли доходи підприємства падають,

стабільні дивіденди інформують про тимчасовість труднощів та про впевненість керівництва в майбутніх високих прибутках. За такої ситуації ринкова ціна акції може не знижуватись. Звичайно, при тривалому погіршенні фінансового становища дивіденди не зможуть довго підтримувати ілюзію стабільності. Достоїнством політики, що розглядається, є ще й те, що більшість інвесторів розраховують на стабільний дивіденд як на постійний дохід, тим паче, що нерозвиненість вітчизняного фінансового ринку утруднює реалізацію приросту курсової вартості акції.

Політика низького регулярного доходу з надбавкою в найбільш сприятливі роки. Політика стабільного невисокого дивіденду та об'яви про виплату додаткових дивідендів понад регулярні дивіденди в період процвітання. При виплаті додаткових дивідендів керівництво підприємства повідомляє, що ці виплати мають разовий характер і не стосуються змін встановленої ставки. Така політика є найбільш зваженою, оскільки забезпечує стабільні й постійні доходи акціонерам, заохочує їх додатковими виплатами в період сприятливої господарчої кон'юнктури, забезпечуючи таким чином зв'язок з фінансовими результатами. Недоліком цієї політики є те, що при занадто частих виплатах екстра дивідендів, вони стають очікувані, дивідендна політика втрачає цілі, яких вона прагне і стає некорисною. А при постійно низьких дивідендах, коли додаткові дивіденди тривалий час не виплачуються, інвестиційна привабливість акцій підприємства знижується. Ця політика може бути найбільш прийнятною для підприємств, рівень прибутку яких через специфіку бізнесу постійно коливається.

Постійно зростаючий розмір дивіденду характеризується прогресивним підходом до формування дивідендної політики. Зовсім недавно високий рівень інфляції в нашій країні і недосконалість законодавчої бази сприяли отриманню значних прибутків „на різниці в цінах”, тим самим забезпечуючи ріст цих підприємств. За таких умов підприємства встановлювали великий коефіцієнт зростання для дивідендів (який насправді був незначним, враховуючи інфляційне знецінення коштів) і дотримувались тим самим політики „постійного зростання розміру дивіденду”. Проте, лише незначна кількість підприємств дотримується політики стійкого росту дивідендів у порівнянні з

попереднім періодом. Таку політику може проводити лише дійсно прибуткове підприємство на стадії росту. В такій ситуації політика постійно зростаючого розміру дивіденду посилить прихильність акціонерів до підприємства, підвищить його імідж та вартість акцій. Але, якщо така дивідендна політика фінансово не підкріплена, вона може призвести навіть до банкрутства підприємства.

Як зазначалось, дивідендна політика реалізується не лише через грошові виплати, а також у вигляді акцій. Дивіденди, що виплачуються акціями, можуть розглядатись як частина дивідендної політики підприємства. Методика виплати дивідендів акціями передбачає передачу додаткових акцій власникам підприємства, причому доля загального обсягу прибутку, що розподіляється між акціонерами, залишається незмінною. Таким чином, кількість акцій збільшується, проте зменшується обсяг сумарного прибутку на акцію.

Виплата дивідендів акціями нової емісії є прийнятнішою з позиції самого підприємства та його інсайдерів, оскільки попереджає вплив фінансових ресурсів [161, с. 51]. Використання цієї форми дивідендних виплат зумовлене або неспроможністю підприємства сконцентрувати на момент виплати дивідендів певну суму коштів, або ж наявністю альтернативних варіантів використання прибутку підприємства.

Виплата дивідендів акціями може використовуватись підприємством в період росту прибутку, для спрямування коштів на розвиток. Звичайно, використати нерозподілений прибуток на цілі накопичення і майбутнього зростання можливо і без виплати дивідендів акціями. Проте, така форма виплати дивіденду має сприятливий психологічний ефект. Крім того, виплата дивіденду акціями може інформувати акціонерів про гарні прогнози стану справ у майбутньому.

Деякими підприємствами використовується така форма дивідендних виплат з метою стримання ціни акції, адже при зростанні кількості акцій, прибуток, дивіденди і ціна на акцію знижуються. Хоча дослідження західних економістів показують, що на стадії росту (коли прибуток підприємства збільшується) фінансисти можуть очікувати на суттєве підвищення вартості акцій підприємства. Недоліком такого методу виплати дивідендів є те, що річний ріст кількості акцій не може бути занадто ве-



ликим, оскільки він може вплинути на ціну акцій. Крім того, управління таким методом виплати дивідендів складніше і дорожче, ніж управління готівковими виплатами. Та за наявності у підприємства проблем з готівкою, фінансовий стан може бути стійким, щоб запобігти незадоволення акціонерів деякі підприємства використовують виплати дивідендів акціями.

З введенням в дію Закону „Про оподаткування прибутку підприємств” створено передумови для застосування саме такого типу виплати дивідендів [164, с. 38]. Адже у випадку виплати підприємством дивідендів у вигляді своїх акцій за умови, що така виплата не змінює пропорцій участі всіх акціонерів в статутному фонді, податок на дивіденди не сплачується.

Іншим інструментом дивідендної політики є дроблення і консолідація акцій (зворотне подрібнення). Ця методика, не відноситься безпосередньо до форми виплат дивідендів, однак може суттєво вплинути на їх розмір. Дроблення акцій як форми дивідендів не пов'язане із реальним рухом грошових засобів від підприємства до власника акцій. Останній отримує дохід від приросту ринкової вартості акцій, оскільки, як свідчить практика, сумарна ринкова вартість акцій після дроблення стає де-що вищою за вартість акцій до проведення дроблення. До того ж акціонер може отримати дохід, продавши частину належних йому акцій. Збільшення кількості акцій в обігу паралельно забезпечує збільшення їхньої ліквідності.

Згідно з Положенням про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів, затвердженого наказом ДКЦПФР №58 від 1 квітня 1996 р., „дроблення акцій — зменшення номінальної вартості акцій даного випуску шляхом ділення на визначений уповноваженим органом емітента коефіцієнт дроблення, а сумарна номінальна вартість акцій даного випуску не змінюється” [164, с. 38]. Дроблення акцій, звичайно, проводиться активно зростаючими підприємствами, акції котрих швидко зростають в ціні. Більшість підприємств прагнуть не допустити надто високу ціну на свої акції, оскільки вважається, що це може вплинути на їх ліквідність.

При консолідації акцій (зворотному подрібненні) підприємство зменшує кількість акцій. Вищезазначене Положення дає таке визначення консолідації акцій: „зменшення загальної кількості акцій випуску відносно до діючої відповідно до загального

коефіцієнта водночас із пропорційним збільшенням номінальної вартості акцій. Операція консолідації не призводить до зміни сумарної номінальної вартості акцій даного випуску” [165, с. 17]. Консолідацію акцій підприємство здійснює для того, щоб збільшити ринкову ціну акції, якщо вона з деяких причин нижча загальноприйнятого оптимального діапазону. Оскільки, консолідація акцій, в принципі, не впливає на долю кожного акціонера в активах компанії, то дивіденди можуть змінюватись відповідно до змін номінальної вартості акцій.

Ефект від консолідації складно прогнозується і потребує надзвичайно поміркованих рішень. Неможливо із впевненістю сказати в який бік зміниться курсова вартість акцій підприємства. Хоча практика здійснення таких операцій на заході показала, що при цьому породжується негативний сигнальний ефект: акціонерами припускається, що підприємство зазнає фінансові труднощі. Тому використання даного інструменту для здійснення впливу на дивідендну політику може зашкодити репутації підприємства. Загальним недоліком обох подрібнень можна назвати додаткові витрати по випуску нових цінних паперів.

Перекупівля акцій розглядається як частина дивідендної політики підприємства у випадку, коли підприємство купує зворотно акції свого власного капіталу з наміром виключити їх з обігу. Іноді може виникнути ситуація, в якій підприємство має надлишок готівки, а можливість інвестувати її у вигідні проекти відсутня. В такому випадку, приймається рішення розподілити вільні кошти серед акціонерів. За результатами аналізу, пов'язаного з визначенням необхідних розмірів дивідендних виплат, врешті з'ясовується, що доцільніше організувати викуп власних акцій на кошти, що залишилися, ніж розподіляти їх через виплату готівкових дивідендів акціонерам. Перекупівля надає інвесторам можливість заощаджувати на податках. Звичайно, прибуток з капіталу обкладається меншим рівнем податку, ніж дивідендний дохід. До того ж, сплата податку буде відкладена до продажу акцій, чого не відбувається при виплаті готівкових дивідендів, коли податок має бути сплачений відразу. При перекупівлі власники цінних паперів мають вибір: ті, що потребують поточного доходу, можуть зворотно продати частину своїх акцій по дещо вищій ціні, ніж ринкова, інші ж можуть зберігати їх з метою одержання додаткового доходу в майбут-

ньому. За допомогою перекупівлі обидва типи акціонерів отримують, що бажають [166, с. 49].

На розподіл вільних готівкових коштів шляхом перекупівлі фінансові менеджери йдуть ще і в тому випадку, коли немає можливості оголосити підвищений готівковий дивіденд і зберегти його таким в майбутньому, адже економічне підвищення не завжди зберігається надалі. Отже, якщо надлишок коштів передбачається тільки тимчасово, то краще здійснити перекупівлю, ніж згодом зменшувати рівень дивідендних виплат.

Ще одна перевага перекупівлі полягає в тому, що за її допомогою підприємства можуть здійснити значні зміни у структурі свого капіталу за короткий термін. При цьому співвідношення заборгованості і власного капіталу змінюється в бік заборгованості. Перекупівля буде вигідною фінансовою справою, якщо менеджери впевнені, що ціна акції недостатньо оцінена ринком. При цьому за рахунок скорочення кількості цінних паперів, по яких виплачуються дивіденди, повинен збільшитись прибуток на одну акцію, що проявляється в рості ринкової ціни акції. В доповнення до перелічених переваг перекупівля має позитивний сигнальний ефект. Дивіденди так само, як і перекупівля, мають єдність в тому, що забезпечуються грошовими коштами, проте вони несуть різну інформацію на фондовий ринок. Викуп, навпаки, незвичне явище, котре відбувається лише тоді, коли фінансові менеджери впевнені, що акції підприємства недооцінюються ринком. У такому випадку викуп може стати сигналом для ринку, спонукаючи його до переоцінки вартості підприємства [164, с. 40]. Зазвичай, найбільш широко використовують два методи перекупівлі - шляхом купівлі власних акцій через брокера на відкритому ринку, чи за допомогою тендера (формальної пропозиції акціонерам купити їх акції по договірній, значно більшій за ринкову ціні). Підсумовуючи викладене, потрібно зазначити: перекупівля не може розглядатись як інвестиційне рішення; важливо щоб перекупівля акцій була одноразовою операцією, а не здійснювалась на регулярній, систематичній основі, заміщаючи дивіденди.

Дослідивши існуючі методи формування дивідендної політики: їх механізм, недоліки і переваги, зазначимо, що доцільним є використання таких їх різновидів: політики низького регулярного доходу з надбавкою в найбільш сприятливі роки, по-

літики постійного коефіцієнта виплат, політики стабільного доходу на акцію, політики постійно зростаючого розміру дивіденду, виплати дивідендів акціями та перекупівлі акцій. Але з метою ефективної її реалізації необхідно враховувати існуючий фінансовий стан підприємств. Для відтворення цього принципу доцільно розробити механізм взаємозв'язку дивідендної політики та фінансових результатів (рис. 27).

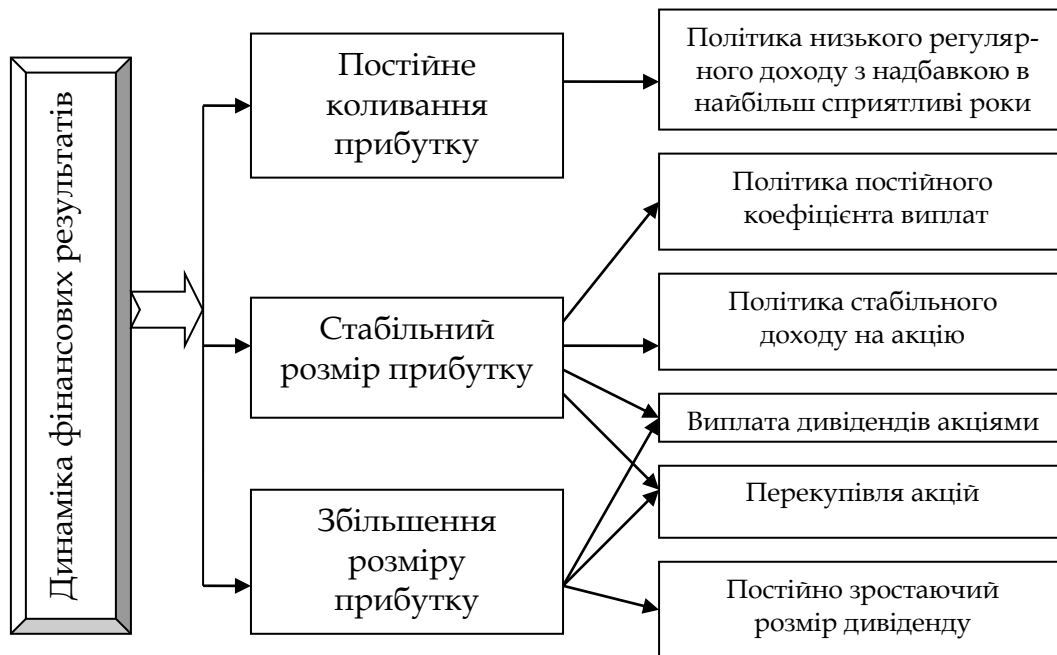


Рис. 27. Взаємозв'язок стратегії дивідендної політики та стану фінансових результатів

Отже, реалізація зазначеного механізму забезпечить формування ефективної дивідендної політики (з урахуванням змішаної системи корпоративного управління з переважанням інсайдерського впливу найвищого керівництва акціонерного товариства) у відповідності з існуючими фінансовими можливостями та сприятиме задоволенню потреб акціонерів.

## ВИСНОВКИ

Отже, як засвідчили результати досліджень, питання щодо чіткого висвітлення змісту поняття „корпорація”, „корпоративне управління”, структури корпоративного сектора, його реального місця та ролі в економіці залишається недостатньо розробленою. Зокрема, аналіз розкритих понять „корпорація” свідчить про існування трьох незалежних поглядів на понятійні межі цього терміну. Відповідно до першої точки зору до корпорацій відносять лише господарські товариства. Прихильники другої точки зору до корпорацій відносять лише акціонерні товариства. Третя точка зору передбачає, що корпорацією можна вважати підприємницькі організації, що засновані на членстві. На нашу думку, кожна з позицій має раціональне підґрунтя і право на існування, хоча не можна не зазначити, що більшість науковців відносять до корпорацій акціонерні товариства, адже саме ця організаційно-правова форма у вітчизняній економіко-правовій системі за своєю суттю з найменшими умовностями ідентифікується з корпораціями у світовій та правовій практиці. Необхідно зазначити, що поняття „корпорація” як нова організаційна форма подана авторами у вузькому та широкому значенні. У вузькому значенні „корпорація” — це договірне господарське об'єднання юридичних осіб або громадян, яке створене на основі поєднання загальних економічних інтересів учасників для одержання максимального фінансового результату від його діяльності. Це визначення найповніше відповідає сутності акціонерного товариства. У широкому значенні „корпорація” — це договірне господарське об'єднання підприємств, створене на основі поєднання загальних економічних інтересів, для одержання максимального прибутку від господарської діяльності та вкладених інвестицій. Це визначення відповідає сутності більш зрілих корпоративних структур, а саме: консорціумам, холдингам, концернам, синдикатам, фінансово-промисловим групам тощо.

Проведені дослідження щодо сутності корпоративного управління виявили необхідність його розгляду за часткового, суспільного, нормативного, економічного, управлінського, організаційного та соціально-економічного підходів. Узагальнюючи ці підходи, на думку автора, корпоративне управління

правомірно розглядати як спосіб забезпечення захисту і врахування інтересів як фінансових, так і нефінансових інвесторів, який регламентується законодавчими і нормативними актами, внутрішніми нормативними положеннями і документами.

Як виявилось, модель корпоративного управління в Україні перебуває на стадії становлення і узагальнює різноманітні підходи до вирішення проблеми відносно розпорошеної власності як у аутсайдерських моделях, а також тенденцію до концентрації власності і контролю та запровадження елементів перехресного володіння і формування складних корпоративних структур різного типу, що властиво інсайдерській системі. При цьому у порівнянні з усталеними моделями корпоративного управління національна модель найбільше тяжіє до японської. Щодо національних принципів корпоративного управління, то вони передбачають поєднання як загальних принципів корпоративного управління (принципів ОЕСР), так і особливих принципів управління, які розроблені з урахуванням національних особливостей формування корпоративного сектора економіки, законодавства і сформованої системи управління підприємствами України.

Проведений аналіз існуючої системи корпоративного управління відокремив такі її особливості: неефективна, дуже розпорошена структура акціонерних товариств на першому етапі приватизації, провідна роль держави у процесі корпоратизації, недостатня роль в управлінні акціонерних товариств спостережних рад, відсутність потужного зовнішнього контролю за діяльністю органів управління, низький рівень професіоналізму у значної частини керівної ланки корпоративних підприємств та корпоративної культури працівників. При цьому зазначені особливості є наслідком існування проблем забезпечення ефективності корпоративного управління, які доцільно об'єднати в три основні групи: історичні, законодавчо-практичні та управлінські. Зазначимо, що дослідження проблем корпоративного управління дозволяє стверджувати про необхідність обґрунтування категорії „соціально-економічна ефективність корпоративного управління”, сутність якої, враховуючи особливості організації корпорацій (відокремлення володіння власністю від безпосереднього управління нею), полягає у забезпеченні балансу інтересів учасників корпоративних відносин. Це передбачає

врахування економічної та соціальної природи корпоративних відносин, які виникли і набули розвитку у вітчизняних акціонерних товариствах. Інтереси учасників корпоративних відносин зумовлюються формами їхнього інвестування у діяльність корпорації, ступенем участі в управлінні та контролі діяльності акціонерних товариств й іншими ознаками, що характеризують сутність зв'язків таких учасників з товариством і очікування користі від його діяльності. Кожна з груп учасників корпоративних відносин має різноспрямовані цілі та інтереси, які необхідно узгоджувати для ефективної діяльності підприємства. Саме в цьому і полягає завдання забезпечення соціально-економічної ефективності корпоративного управління.

Для комплексного аналізу інтересів фінансових інвесторів на основі проведеного критичного аналізу виявили, що цілком доцільно проаналізувати ліквідність, фінансову стійкість, рентабельність, ділову та ринкову активність підприємства. Для комплексного аналізу інтересів нефінансових інвесторів необхідно проводити аналіз таких узагальнюючих показників: рівень виробництва, якість продукції, мотивація, суспільність, престиж (імідж) підприємства. За проведеним аналізом інтересів різних груп учасників корпоративних відносин та за результатами експертної оцінки було відібрано 17 показників ефективності діяльності фінансових інвесторів та 17 показників ефективності діяльності нефінансових інвесторів.

Враховуючи особливості показників оцінки соціально-економічної ефективності, які несуть як кількісне, так і якісне значення, було запропоновано методику аналізу соціально-економічної ефективності, яка ґрунтується на використанні точних методів (індексного, коефіцієнтного, інтегрального) та методу експертної оцінки. При цьому розрахунок інтегрального показника соціально-економічної ефективності корпоративного управління передував розрахунок інтегральних індексів за окремими групами показників (інтегральні індекси показників ліквідності, фінансової стійкості, ділової активності, рентабельності, ринкової активності, рівня виробництва, якості продукції, мотивації праці, суспільності, іміджу підприємства). Зазначимо, що авторами була розроблена комп'ютерна програма автоматизації процесу визначення інтегрального показника соціально-економічної ефективності корпоративного управління на алго-

ритмічній мові Delphi, яка надає можливість швидкого розрахунку розробленого показника, визначення місця досліджуваного корпоративного підприємства як соціально-економічного інституту серед аналізованих та прискорити мобільність реагування підприємства на негативні напрямки його діяльності з метою їх усунення.

З метою практичної перевірки дії розробленої методики її було апробовано для оцінки соціально-економічної ефективності корпоративного управління на корпоративних підприємствах молочної промисловості Вінниччини. Отримані результати свідчать про коливання показника в межах 0,321-0,55 і свідчать про відсутність досягнення на жодному підприємстві балансу між інтересами фінансових та нефінансових інвесторів. Проведене дослідження, зокрема, дозволить виявити вплив обраних факторів на кінцевий результат, що сприятиме швидкому регулюванню на негативні результати діяльності та їх усунення або коригування.

Необхідно зауважити про невивадковість обрання в якості об'єкта дослідження корпоративні підприємства саме молочної промисловості. Це обумовлено тим, що молочна промисловість регіону виготовляє продукцію, яка у загальному обсязі виробництва продовольчих товарів в Україні складає найбільшу частку. Проведений аналіз стану ринку молока та молочної продукції у Вінниччині засвідчив про існування таких основних проблем, як низька якість молочної сировини, що, у свою чергу, негативно впливає на виробництво молочної продукції, а це призводить до проблеми збуту продукції, особливо на зовнішній ринок, низька якість технологічного оснащення молокозаводів, недостатній захист споживачів молочної продукції від продукції низької якості (з високим вмістом шкідливих речовин для здоров'я людини), явна проблематичність ефективності державної програми розвитку ринку молока та молокопродукції, яка гарантувала б якість та безпеку харчування молочними продуктами, недостатнє бюджетне фінансування формування мережі незалежних лабораторій, селекційних, генетичних та наукових розробок, а також цілу низку інших супутніх проблем галузі.

В процесі проведення дослідження взаємозв'язку розробленого показника та узагальненого показника ефективності господарювання за допомогою кореляційно-регресійного аналізу



було виявлено існування прямого зв'язку між досліджуваним показником та ефективністю виробничої діяльності, ефективністю фінансової діяльності і інтегральним показником ефективності господарювання загалом. Це доводить необхідність досягання балансу між учасниками корпоративних відносин для забезпечення високих фінансових та виробничих показників. При цьому відокремимо існування нестійкого оберненого зв'язку між зазначеним показником та ефективністю трудової діяльності, що показує неврахування в останньому показнику забезпечення мотивації учасників діяльності корпоративних підприємств.

З метою створення моделі ефективного корпоративного управління був використаний принцип системності, який вимагає розгляду частин в нерозривній єдності з цілим та полягає у розв'язанні таких задач: опис складу підсистем та зв'язків між ними; визначення цілей підсистем та розкриття їх внутрішньої структури; опис матеріальних та інформаційних потоків; побудова загальної структури та відповідних моделей. Звідси — корпорація є складною відкритою системою, характеристики якої притаманні саме суспільній системі. Це обумовлено особливостями функціонування корпорації, які полягають в особливостях економічної та соціальної природи корпоративних відносин. Основними елементами системи згідно вищезазначеного є: входи, процес перетворення і виходи. Входи, або ресурси системи, являють собою компоненти, які передаються системі із середовища. Виходи, або кінцевий продукт системи, — це компоненти, які передаються системою навколишньому середовищу. Основними системоутворюючими факторами системи є її функція та цілі. Функція системи — це смисл існування, призначення, необхідність системи. Отже, функцією корпорації є реалізацією задоволення інтересів учасників корпоративних відносин. Метою функціонування корпорації є отримання максимального фінансового результату та максимальної прибутковості акцій. Структура системи визначається як сукупність компонентів і внутрішніх зв'язків системи, які відіграють важливу роль у функціонуванні системи, забезпечуючи відносну її стабільність і сприяючи збереженню якісної визначеності системи. Що стосується ефективності корпорації, то згідно системного підходу вона розглядається як ступінь досягнення результату, заданого

її функцією, а саме ступенем досягнення балансу усіх учасників корпоративних відносин. Оптимум корпорації як системи являє собою максимально досягнуте при наявних ресурсах значення цільової функції системи.

Слід зазначити, що проведена систематизація отриманих результатів в процесі визначення ефективності корпоративного управління виявила відсутність на сьогоднішній день забезпечення балансу інтересів учасників корпоративних відносин в результаті існування безлічі конфліктів саме між вищим менеджментом та акціонерами, між великими та дрібними акціонерами. Тому основна увага була спрямована на вирішення корпоративних конфліктів саме цих категорій учасників. Для реалізації цього завдання, крім окремих методів впливу на кожен окрему групу, було запропоновано механізм формування корпоративної культури, корпоративного контролю та законодавчого удосконалення врегулювання корпоративних відносин. Неабияке значення на забезпечення ефективності корпоративного управління має формування дивідендної політики підприємства, адже вона впливає на величину сукупного добробуту акціонерів і на ринкову вартість підприємства. При цьому вибір певної дивідендної політики на практиці повинен відповідати фінансовим можливостям підприємства і враховувати основні фактори, які є провідними для підприємства і які визначають передумови формування дивідендної політики.

Дослідивши існуючі методи формування дивідендної політики, вважаємо за доцільне використання таких різновидів: політики низького регулярного доходу з надбавкою в найсприятливіші роки, політики постійного коефіцієнта виплат, політики стабільного доходу на акцію, політики постійно зростаючого розміру дивіденду, виплати дивідендів акціями та перекупівлі акцій. При цьому з метою ефективної її реалізації необхідно враховувати існуючі фінансові можливості та особливості змішаної системи корпоративного управління з переважанням інсайдерського типу.

## ЛІТЕРАТУРА

1. Козаченко А. В. Основы корпоративного управления: Учеб. пособие / А. В. Козаченко, А. Э. Воронкова, Э. Н. Коренев: Восточноукраинский национальный ун-т. – Луганск: ВНУ, 2001. – 480 с.
2. Поважный А. С. Трансформационные процессы корпоративного управления / НАН Украины. – Донецк, 2001. – 290 с.
3. Кибенко Е. Р. Корпоративное право: Учебное пособие. – Харьков: Эспада, 1999. – 480 с.
4. Євтушевський В. А. Основи корпоративного управління: Навч. посіб. – К.: Знання-Прес, 2002. – 317 с.
5. Макконнелл К. Р., Брю С. Л. Экономикс: Принципы, проблемы и политика. В 2 т.: Пер. с англ. Т.2. – М.: Республика, 1992. – 400 с.
6. Вечканов Г. С., Вечканова Г. Р., Пуляев В. Т. Краткая экономическая энциклопедия. – СПб: ТОО ТК „Петрополис“, 1998. – 509 с.
7. Корпоративное управление в переходных экономиках. Инсайдерский контроль и роль банков / Под ред. М. Аоки и Хьюнг Ки Кима: Пер. с англ. – СПб: ГИПК „Лениздат“, 1997. – 558 с.
8. Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок. – 6-е изд.: Пер с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 648 с.
9. Самуэльсон П., Нордхауз В. Экономика: Пер. с англ. – М.: Бином, 1997. – 800 с.
10. Маршалл Д. Ф., Бансал В. К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям / Пер. с англ. – М.: Инфра-М, 1998. – 784 с.
11. Ансофф Й. Новая корпоративная стратегия / Пер. с англ. – СПб.: „Питер Ком“, 1999. – 416 с.
12. Ансофф И. Стратегическое управление: Пер. с англ.; Науч. ред. и авт. предисл. Л. И. Евенко. – М.: Экономика, 1999. – 519 с.
13. Мертенс А. В. Инвестиции: Курс лекций по современной финансовой теории. – К.: Киевское инвестиционное агентство, 1997. – 416 с.
14. Экономика предприятия: Учебник для вузов / Л. Я. Ав-

- рашков, В. В. Адамчук, О. В. Антонова и др.; Под ред. Проф. В. Я. Горфинкеля, проф. В.А. Швандара.- 2-е изд., перераб. и доп.- М.:Банки и биржи, ЮНИТИ,1998. -742 с.
15. Лисенков Ю., Римарук О., Музиченко О. Фондовый рынок: Терминологический словарь-справочник. - К.: Диалог-прес, 1997. - 266 с.
  16. Гончаров В. В. Создание и функционирование акционерных компаний. - М.: МНИИПУ, 1998. - 112 с.
  17. Хвесюк Н. Г. Роль психологического фактора в развитии корпоративного управления: Монография. - Челябинск: Изд-во ЮурГУ, 2000. - 46 с.
  18. Румянцев С. А. Українська модель корпоративного управління: становлення та розвиток. - К.: Знання, 2003. - 150 с.
  19. Задихайло Д. В., Кібенко О. Р., Назарова Г. В. Корпоративне управління: Навчальний посібник. - Х.: Еспада, 2003. - 688 с.
  20. Грідчина М. В. Корпоративні фінанси (зарубіжний досвід і вітчизняна практика): Навч. посіб. - 2-ге вид., стереотип. - К.: МАУП, 2002. - 232 с.
  21. Гладунов О. В., Дейнека О. В. Використання методів корпоративного управління для формування системи менеджменту у вітчизняних акціонерних товариствах // Економіка і управління. - 2002. - №3. - С. 53-58.
  22. Рудінська О. В. Менеджмент: Теорія менеджменту. Організаційна поведінка. Корпоративний менеджмент / О. В. Рудінська, С. А. Яроміч, І. О. Молоткова. - К.: Ніка-Центр Ельга, 2002. - 334 с.
  23. Закон України „Про підприємства в Україні” від 27.03.91р.
  24. Закон України „Про господарські товариства” від 19.09.91 №1576-12 // ВВР України. - 1991. - №49.
  25. Закон України „Про банки і банківську діяльність” від 7.12.00 // Офіційний вісник України. - 2001. - №1-2.
  26. Господарський кодекс України від 16.01.03 // Голос України. - 2003. - №49-50.
  27. Ситник Л. С. Організаційно-економічний механізм антикризового управління підприємством. - Донецьк: ІЕП НАН України, 2000. - 504 с.
  28. Гриньова В. М., Попов О. Є. Організаційно-економічні

- основи формування системи корпоративного управління в Україні. Монографія. – Х.: Видавництво ХДЕУ, 2003. – 324 с.
29. Мамутов В., Грудницкая С. Корпорация: правовой статус, отличительные особенности // Экономика Украины. – 1994. – №2. – С. 46-50.
  30. Сігер Ч., Паттон Х. Загальний стан та передумови розвитку фінансового ринку в Україні. – Financial Markets International, Inc. – 2000. – 191 с.
  31. Управление и корпоративный контроль в акционерном обществе: Практическое пособие / Под ред. Губина Е.П. – М.: Юрист, 1999. – 248 с.
  32. Кашанина Т.В. Корпоративное право: Учебник для вузов. – М.: НОРМА – ИНФРА-М, 1999. – 815 с.
  33. Винслав Ю. Становление отечественного корпоративного управления: теория, практика, подходы к решению ключевых проблем // Российский экономический журнал. – 2001. – №2. – С.15-28.
  34. Кондратьев В., Куренков Ю. Корпоративное управление инвестиционным процессом // Проблемы теории и практики управления. – 2001. – №2. – С. 64-69.
  35. Багов В. П. Корпоративный менеджмент: Научное издание. – М.: Изд-во Рос. экон. ак., 1999. – 246 с.
  36. У пошуках кращого директора: Корпоративне управління в перехідній та ринковій економіках: Пер. з англ.; Наук. ред. С. Синиця. – К.: Основа, 1996. – 189 с.
  37. Поважный А. С. Ценные бумаги и фондовый рынок: Учебное пособие. – Донецк: „Лебедь”, 2000. – 627 с.
  38. Пишпек С. Об эффективном управлении корпоративной собственностью // Экономика Украины. – 2000. – №4. – С. 86-88.
  39. Сирош Н. В. Формирование корпоративного сектора экономики в Крыму и некоторые проблемы корпоративного управления // Государственный информационный бюллетень о приватизации. – 1998. – №5. –С. 37-41.
  40. Корпоративное управление. Владельцы, директора и наемные работники акционерного общества: Пер. с англ. – М.: „Джон Уайли энд Санз”, 1996. – 240 с.
  41. Управление и корпоративный контроль в акционерном

- обществе: Практическое пособие / Под ред. Губина Е. П. – М.: Юрист, 1999. – 248 с.
42. Хобта В. М. Управление инвестициями: механизм, принципы, методы. – Донецк: ИЭП НАН Украины, 1996. – 219 с.
43. Лысенко Ю., Егоров П. Организационно-экономический механизм управления предприятием // Экономика Украины. – 1997. - №1. – С. 86-87.
44. Капелюшников Р. Крупнейшие и доминирующие собственники в российской промышленности // Вопросы экономики. – 2000. - №1. – С. 99-119.
45. Чечетов М., Мендрул А. Корпоративное управление в условиях экономической трансформации // Экономика Украины. – 2001. - №4. – С. 10-18.
46. Нестор С. Корпоративне управління і роль організації економічного співробітництва та розвитку // Бюлетень з корпоративного управління. Інформаційний вісник проекту МФК „Корпоративне управління в Україні”. – 2000. - №9. – С. 10-13.
47. Шпотов Б. Корпоративное управление в XX веке: история и перспективы // Проблемы теории и практики управления. – 2000. - №1. – С. 89-94.
48. Becht M. European Corporate Governance Trading off Liquidity against Control // European Economic Review. – 1999. – Vol. 43. – P. 1049-1076.
49. Лесная И. Ф. Социально-экономическая эффективность предприятий Украины в условиях трансформации экономики // Экономика: проблемы теории та практики: Зб. Наук. пр. вип. 166.-Дніпропетровськ: ДНУ, 2002. –С.12-15.
50. Статистичний щорічник України за 2003. – К.: Держкомстат України.
51. Сірко А. Корпоративна власність у транзитній економіці // Економіка України. – 2003. - №2. – С. 57-64.
52. Сірош М. В. Національна модель корпоративного управління // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 2003. - №6. – С. 32-36.
53. Назарова Г. В. Структура власності в моделях корпоративного контролю промисловості // Фінанси підприємств. – 2003. - №9. – С. 62-70.

54. Федулова Л. І., Скоцик В. Є. Проблеми формування корпоративного управління в Україні // Економіка промисловості. – 2003. - №1. – С. 50-54.
55. Корпоративное управление. Основные проблемы и конфликты // Экономика и жизнь. – 2000. - №51. – С.6-8.
56. Мендрул О. Корпоративне управління: усталені характеристики та особливості їх реалізації в національній моделі // Ринок цінних паперів України. – 2002. - №9-10. – С. 51-58.
57. Резанова Н. С. Корпоративне управління на порозі ХХІ століття // Фінанси України. – 2002. - №1. – С. 13-19.
58. Рішення ДКЦПФР „Про затвердження принципів корпоративного управління” від 11.12.2003, №571.
59. Рябота В. Сравнение несравнимого: принципы ОЭСР и законодательство Украины // OFFICE. – 2002. - №1-2. – С. 66-68.
60. Рябота В. Сравнение несравнимого - 2 // OFFICE. – 2002. - №3. – С. 52-54.
61. Рябота В. Сравнение несравнимого - 3 // OFFICE. – 2002. - №4. – С. 52,53.
62. Спасибо-Фатеева І. Сучасні проблеми корпоративного управління в Україні // Вісник Академії правових наук України. – 2003. - №3. – С. 92-103.
63. Чечетов М., Мендрул О. Корпоративне управління в умовах економічної трансформації // Економіка України. – 2001. - №4. – С. 10-19.
64. Фролов П. Корпоративне управління і проблеми функціонування виконавчого органу – правління // Економіка України. – 2004. - №2. – С.41-46.
65. Бойко О. І., Посполітак В. В. Корпоративне управління в Україні // Пріоритети. - С. 8-18.
66. Законодавство для акціонерних товариств: зміни розпочалися // Пріоритети. - 2004. - №8. - С. 2 - 13.
67. Які зміни в корпоративному управлінні очікуються в 2004 році // Пріоритети. - 2004. - №8. - С. 14 - 17.
68. Горлач Н. Соціально-культурні та колективні цінності як складові формування корпоративної культури // Регіональна економіка. – 2003. - №1. – С. 213-220.
69. Бойко Е. В. Корпоративная культура как основа эффек-

- тивного управління підприємством // Актуальні проблеми економіки. – 2003. – №4 (22). – С. 52-59.
70. Економіка підприємства / А. В. Шегда, Т. М. Литвиненко, М. П. Нахаба та ін.; За ред. А. В. Шегда. – К.: Знання – Пресс, 2002. – 335 с.
71. Осовська Г. В. Основи менеджменту. – К.: „Кондар”, 2003. – 556 с.
72. Кузьмін О. Є., Мельник О. Г. Основи менеджменту. – К.: „Академ-видав”, 2003. – 416 с.
73. Менеджмент організацій / За заг. Ред. Л.І. Федулової. – К.: Либідь, 2003. – 448 с.
74. Лимонова Л. О. Роль зворотних зв'язків у системі корпоративного управління // Фінанси України. – 2002. – № 11. – С. 126-130.
75. Корпоративное управление. Учебное пособие / Под ред. Шихвердиева А. П. Издательство Академии Государственной службы при Главе Республики Коми. – 2002. – 92 с.
76. Фельдман А. Б. Управление корпоративным капиталом. – М.: Финансовая академия при правительстве Российской Федерации, 1999. – 202 с.
77. Мендрул О. Природа корпоративних конфліктів // Ринок цінних паперів України. – 2002. – №7-8. – С. 27-33.
78. Гафтанюк А. Конфлікти у сфері корпоративного управління // Ринок цінних паперів України. – 2002. – №7-8. – С. 17-25.
79. Корпоративные конфликты // Инвестгазета. – 2001. – №22 (294). – С. 7-9.
80. Aoki M., Okuno M. Comparative Institutional Analysis: A New Approach to Economic System // University of Tokyo Press. – 1996. – P. 124-163.
81. Карачина Н. П., Мороз О. О. Принципи корпоративного управління: сутність та особливості національної моделі // Економіка: проблеми теорії та практики. Збірник наукових праць. Випуск 192. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2004. – С. 381-388.
82. Карачина Н. П. Формування національної моделі корпоративного управління // Вісник ХНАУ, серія „Економіка АПК і природокористування”.-2004.- №3. – С. 99-102.



83. Карачина Н. П., Мороз О. О., Денисюк Л. П. Міжнародні принципи корпоративного управління та їх застосування в Україні // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. - 2004. - №7. - С. 19-21.
84. Карачина Н. П., Мороз О. О. Дивідендна політика як складова корпоративного управління // Вісник Українського державного університету водного господарства та природокористування. - Рівне. - 2004. - С. 676-681.
85. Статистичний щорічник Вінниччини за 2002. Вінниця. 2003. - 465 с.
86. Статистичний щорічник Вінниччини за 2003. Вінниця. 2004. - 480 с.
87. Савицька В. П. Актуальні проблеми розвитку ринку молока і молочних продуктів // Економіка АПК. - 2002. - №11. - С. 102-106.
88. Левчук Н. Стан виробництва, переробки та реалізації молока в Україні // Економіст. - 2003. - №10. - С. 55-57.
89. Деликатный товар. Украинский рынок цельномолочных продуктов // Продукты питания. - 2002. - №13-14. - С. 46-53.
90. Мостенська Т. Л. Стан і проблеми розвитку ринку молочних продуктів в Україні // Економіка АПК. - 2004. - №3. - С. 46-50.
91. Рынок молока Украины // Продукты питания. - 2001. - №13-14. - С. 4-11.
92. Кудлай В. Г. Розвиток ринку молока і молочних продуктів в Україні // Економіка АПК. - 2003. - №9. - С. 97-102.
93. Дерев'янка О., Лагода Т. Ринок молока України: вчора і сьогодні // Продукты питания. - 1999. - №18-19. - С. 6.
94. Дерев'янка О., Лагода Т. Ринок молока України: вчора і сьогодні // Продукты питания. - 1999. - №20. - С. 28.
95. Дерев'янка О., Лагода Т. Ринок молока України: вчора і сьогодні // Продукты питания. - 1999. - №21. - С. 6.
96. Лихолоб Н., Мелещенко Ю. Тенденции развития европейского рынка молочных продуктов // Продукты питания. - 2001. - №3. - С.14-16.
97. Чабан Г. В. Молочна промисловість: стан, проблеми і перспективи // Економіка АПК. - 2003. - №5. - С. 51-56.
98. Камілова С. Р., Данилевська О. Е. Розвиток молокопро-

- дуктового підкомплексу в Україні // Економіка АПК. - 2002. - №2. - С. 27-31.
99. Камілова С. Р. Ринок молока та молочної продукції в Україні // Маркетинг в Україні. - 2001. - №3. - С. 28-31.
100. Тенденции развития европейского рынка молочных продуктов // Продукты питания. - 2001. - №3. - С. 14-16.
101. Шевельова С. О. Світові тенденції розвитку виробництва молока та ринку молокопродуктів // Економіка АПК. - 2000. - №11. - С. 91-95.
102. Ільчук М. М. Зовнішня діяльність України на ринку молочної продукції // Економіка АПК. - 2003. - №9. - С. 90-95.
103. Зимовець В. Н., Ільчук М. М. Економічне регулювання молочного виробництва в країнах Європейського Союзу // Економіка АПК. - 2001. - №6. - С. 124-127.
104. Пархомець М. К. Аналіз та прогнозування ринку молокопродуктів у західному регіоні України // Економіка АПК. - 2003. - №7. - С. 132-139.
105. Мостенська Т. Л. Проблеми розвитку молочного виробництва в Україні // Економіка АПК. - 2001. - №6. - С. 40-45.
106. Дудар Т. Г., Голомша Н. Є. Перспективи розвитку регіонального ринку молока і молокопродуктів // Економіка АПК. - 2002. - №9. - С. 126-131.
107. Секретаріат Координаційної ради з питань аграрної політики при Кабінеті Міністрів України. Ситуація на ринку молока та молокопродуктів: стан, проблеми, рішення // Маркетинг в Україні. - 2002. - №3. - С. 22-26.
108. Лисенко А. М. Державне регулювання ринку молочної продукції та основні напрями його удосконалення // Економіка АПК. - 2002. - №1. - С. 100-103.
109. Євчук Л. А. Проблеми ринку молокопродуктів // Економіка АПК. - 2002. - №12. - С. 100-103.
110. Лисецький А., Жубржицька О. Проблеми і шляхи розвитку субнаціонального АПК // Економіка України. - 2001. - №6. - С. 55-62.
111. Юрчишин В. До аналізу причин і наслідків занепаду сільського господарства // Економіка України. - 2001. - №2. - С. 54-62.

112. Підлужна Н. Роль інтеграційних процесів у підвищенні ефективності молокопродуктового підкомплексу АПК // Економіка України. – 2004. – №3. – С. 60-67.
113. Камілова С. Р. Система управління ринку молочної продукції в Європейському Союзі // Економіка АПК. – 2003. – №8. – С. 156-160.
114. Шевельова С. О. Світовий досвід ефективного ведення молочного господарства // Економіка АПК. – 2001. – №3. – С. 121-125.
115. Марченко О. І. Економічний аналіз. Навчальний посібник. – Вінниця: ВІЕ ТАНГ, 2002. – 145 с.
116. Камілова Е. Р. Розвиток акціонерних товариств в Україні // Економіка АПК. – 2003. – №3. – С. 62-64.
117. Фінанси підприємств: Навчальний посібник: Курс лекцій / За ред. д.е.н., проф. Г. Кірейцева. – Київ: ЦУЛ, 2002. – 268 с.
118. Фінанси підприємств: Підручник / Кер. авт. кол. і наук. ред. проф. А. М. Поддєрьогін. – 4-те вид., перероб. та доп. – К.: КНЕУ, 2002. – 571 с.
119. Батковський В. А. Рейтингова оцінка діяльності банків // Фінанси України. – 2004. – №5. – С. 145-150.
120. Аранчій В. І., Чумак В. Д., Смолянська О. Ю., Черненко Л. В. Фінансова діяльність підприємств: Навчальний посібник. – К.: ВД „Професіонал”, 2004. – 240 с.
121. Александрова М. М., Маслова С. О. Гроші. Фінанси. Кредит.: Навчально-методичний посібник. – 2-е видання, перероблене і доповнене. – К.: ЦУЛ, 2002. – 336 с.
122. Кузьменко Л. В., Кузьмін В. В., Шаповалова В. М. Фінансовий менеджмент: Навчальний посібник. – Херсон: Олді-плюс, 2003. – 256 с.
123. Лахтіонова Л. А. Фінансовий аналіз суб'єктів господарювання: Монографія. – К.: КНЕУ, 2001. – 387 с.
124. Шеремет А. Д., Сайфулін Р. С. Методика фінансового аналізу. – М.: ИНФРА, 1995. – 456 с.
125. Бердникова Т. Б. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятия: Учебное пособие. – М.: ИНФРА-М, 2001. – 215 с.
126. Іващенко П. О. та ін. Багатомірний статистичний аналіз / П. О. Іващенко, І. В. Семеняк, В. В. Іванов. – Х.:

- Вид-во „Основа”. – 1992. – 144 с.
127. Капитоненко В. В. Финансовая математика и ее приложения: Учеб.-практ. пособие для вузов. – М.: „Издательство ПРИОР”, 1998. – 144 с.
128. Корягіна С. В. Економічна оцінка та планування життєвого циклу розвитку підприємства: Автореф. дис. канд. екон. наук: 08.06.01 / Ін-т економічного прогнозування. – К., 2004. – 21 с.
129. Кулинич О. І. Теорія статистики: Підручник. 2-е доп. і доопр. Видання. – К-д: Державне Центрально-Українське видавництво, 1996. – 228 с.
130. Шелобаев С. И. Математические методы и модели в экономике, финансах, бизнесе: Учеб. Пособие для вузов. – М.: ЮНИТИ – ДАНА, 2000. – 367 с.
131. Грабовецький Б. Є. Економічне прогнозування і планування: Навчальний посібник. – Вінниця: ВДГУ, 2001. – 163 с.
132. Петров Е. Г., Новожилова М. В., Гребеннік І. В. Методи і засоби прийняття рішень у соціально-економічних системах: Навч. посібн. / За ред. Е. Г. Петрова. – К.: Техніка, 2004. – 256 с.
133. Баас Р., Фервай М., Гюнтер Х. Delphi 5: для пользователя: пер. С нем. – К.: Издательская группа ВHV, 2000. – 496 с.
134. Соціологія: терміни, поняття, персоналії. За заг. ред. В. М. Пічі. – К.: „Каравела”, Львів: „Новий світ – 2000”, 2002. – 480 с.
135. Ладанюк А. П. Основи системного аналізу. Навчальний посібник. – Вінниця, Нова книга, 2004. – 176 с.
136. Ерохина Е. А. Теория экономического развития: системно-синергетический подход. – М.: Наука, 1995. – 235 с.
137. Герасимчук В. Управління підприємством як соціально-економічною системою: функціональний підхід // Економіка України. – 2003. - №4. – С. 12-18.
138. Шегда А. В. Менеджмент. – К.: Т-во „Знання”, КОО, 2002. – 583 с.
139. Мочерный С. Синергетический подход в экономическом исследовании // Экономика Украины. – 2001. - №5.

- С. 44-51.
140. Кузьмичев А. Парадокс корпоративной стратегии // Менеджмент. - 2004. - №4. - С. 4-7.
141. Галасюк В., Галасюк В. Синергетический эффект стоимости при слияниях и поглощениях как одно из экономических оснований процесса глобализации // Економіка та держава. - 2004. - №2. - С. 11-15.
142. Історія розроблення й обговорення проекту Закону України „Про акціонерні товариства” // Пріоритети. - 2004. - №8. - С. 18-21.
143. Белозерова С. Кодекс корпоративного управління: быть или не быть ему в Украине // Економіка, фінанси, право. - 2002. - №2. - С. 13-15.
144. Сірош М. В., Щербак В. О. Удосконалення механізму розподілу прибутку в акціонерному товаристві // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. - 2004. - №8. - С. 15-16.
145. Єранкін О. Деякі питання удосконалення управління акціонерних товариств в Україні // Ринок цінних паперів України. - 2003. - №7-8. - С. 41-49.
146. Даценко О. І. Досвід та проблеми корпоративного управління // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. - 2004. - №8. - С. 17-19.
147. Савчук В. Внутрішній аудит у системі корпоративного управління підприємством // Економіка України. - 2004. - №5. - С. 50-55.
148. Снісаренко Л. Механізми захисту прав та інтересів меншості в організаціях корпоративного типу // Вісник Української Академії державного управління. - 2000. - №1. - С. 26-30.
149. Немцов В. Д., Довгаль Л. Є. Стратегічний менеджмент. - Київ. 2001. - 560 с.
150. Горлач Н. Соціально-культурні та колективні цінності як складові формування корпоративної культури // Регіональна економіка. - 2003. - №1. - С. 213-220.
151. Бойко Е. В. Корпоративная культура как основа эффективного управления предприятием // Актуальні проблеми економіки. - 2003. - №4. - С. 52-58.
152. Вакульчик О. Управління критерієм результативнос-

- ті діяльності підприємств корпоративного типу // Економіст. - 2003. - №8. - С. 41-43.
153. Кадиров А. М., Мирзаев А. Ф., Халмухамедова Ш. А. Приватизація і корпоративне управління // Економіка і управління. - 2002. - №3. - С. 32-36.
154. Артикульна Г. Л. Оптимізація структури корпоративного управління в акціонерних товариствах агропромислового комплексу // Економіка АПК. - 2001. - №7. - С. 73-77.
155. Щегельська О., Мартич А., Луценко С. Підвищення якості ведення бізнесу // Office. - 2002. - №1-2. - С. 70-72.
156. Пішпек С. Про ефективне управління корпоративною власністю // Економіка України. - 2000. - №4. - С. 86-88.
157. Шеремет О. Удосконалення корпоративного управління // Економіка України. - 2004. - №1. - С. 32-37.
158. Чечетов М. Удосконалення управління державними корпоративними правами - стратегічний напрям ринкових перетворень в Україні // Економіка України. - 2001. - №2. - С. 4-12.
159. Невмержицький Я. І. Дивідендна політика як складова корпоративного управління // Фінанси України. - 2001. - №11. - С. 46-49.
160. Десятнюк О. М. Дивідендна політика: формування й аспекти оподаткування // Фінанси України. - 2003. - №2. - С. 21-27.
161. Невмержицький Я. І. Формування дивідендної політики підприємства // Фінанси України. - 2003. - №12. - С. 47-52.
162. Попов О. Є. Розробка і реалізація дивідендної політики акціонерного товариства // Фінанси України. - 2002. - №10. - С. 42-47.
163. Шевчук О. Проблеми та нюанси розрахунків з акціонерами по виплаті дивідендів // Економіка, фінанси, право. - 2002. - №2. - С. 16-19.
164. Невмержицький Я. І. Формування дивідендної політики підприємства // Фінанси України. - 2003. - №12. - С. 47-52.

Наукове видання

**Мороз Олег Васильович  
Карачина Наталія Петрівна**

**СОЦІАЛЬНО-ЕКОНОМІЧНІ АСПЕКТИ  
КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ**

Монографія

Редактор Т. А. Ягельська  
Оригінал-макет підготовлено авторами

Видавництво ВНТУ «УНІВЕРСУМ-Вінниця»  
Свідоцтво Держкомінформу України  
Серія ДК №746 від 25.12.2001  
21021, м.Вінниця, Хмельницьке шосе, 95  
ВНТУ, головний корпус, к.114  
Тел. (0432) 58-05-32

Підписано до друку  
Формат 29,7 x42 Папір офсетний  
Гарнітура Times New Roman  
Друк ізографічний Ум.друк.арк. 12,4.  
Наклад 100 прим. Зам. №

Віддруковано в комп'ютерному інформаційно-видавничому центрі  
Вінницького національного технічного університету  
Свідоцтво Держкомінформу України  
Серія ДК №746 від 25.12.2001  
21021, м.Вінниця, Хмельницьке шосе, 95  
ВНТУ, головний корпус, к.114  
Тел.: (0432) 58-01-59

