

КОРПОРАТИВНЕ УРЯДУВАННЯ ПІСЛЯ МАСОВОЇ ПРИВАТИЗАЦІЇ ДОСВІД УКРАЇНИ

Олександр Краковський
Prime Capital Securities, Limited

Другий проект
15 жовтня 2000
Направляйте коментарі
за адресою: akrakovsky@aol.com

- Ну что, будете брать председателя? – спросил старик, надевая свою заштопанную панаму. – Я вижу, что вашей конторе нужен председатель. Я беру недорого: сто двадцать рублей в месяц на свободе и двести сорок – в тюрьме. Сто процентов прибавки на вредность.
- Пожалуй, возьмём, - сказал Остап. – Подавайте заявление уполномоченному по копытам.

«Золотой телёнок», Ильф и Петров

Про автора:

Олександр Краковський - президент інвестиційної компанії Prime Capital Securities, заснованою ним і партнерами для надання інвестиційних банківських послуг і послуг по корпоративних фінансах в країнах СНД. Донедавна пан Краковський був віце-президентом NCH Capital, Inc. NCH управляє інвестиційними фондами в СНД із загальним об'ємом капіталу біля 3 мільярдів доларів США. В обох позиціях г-н Краковський управляв купівлею пакетів, реструктуризацією і **питаннями** корпоративного правління в **декількох** відомих українських компаніях, які з'явилися в наслідок процесу масової приватизації. Серед них такі, як Бориспільський Завод Продтоваров (зараз Cerealia AG Breakfast Ukraine), АТ Укрнафта, і багато інших. До діяльності в NCH, пан Краковський був менеджером консультативної практики компанії Coopers and Lybrand, де він працював з реструктуризацією банків СНД, корпоративними фінансами і американським ринком цінних паперів, забезпечених іпотекою. Пан Краковський отримав ступень магістра в бізнесі у Мерілендському університеті за спеціалізацією корпоративне урядування^а.

Короткий огляд

Цей документ дає огляд стану українських компаній, що з'явилися внаслідок масової приватизації і намагається запропонувати можливі заходи щодо рішення проблем корпоративного урядування. Зокрема, тут обговорюється як ринок корпоративного контролю, юридичне регулювання фондового ринку і його розвиток могли б зіграти позитивну або негативну роль в реструктуризації і правах акціонерів цих компаній. Також приводиться ряд доводів про те, що ключовою метою поліпшення корпоративного урядування є ніщо інше, як ринкова економіка. Ця робота не намагається реалізувати повний академічний підхід, а робить спробу додати до бази знань, представляючи «погляд зсередини» на масово приватизовану економіку. Також в ній використовуються відповідні роботи для забезпечення теоретичної бази представленим тут заявам. Як висновок, говориться, що збільшення оперативності ринку корпоративного контролю врятує велику кількість приватизованих активів в економіці. В документі також пропонується зважений і реалістичний підхід до розвитку ринків капіталу і відкритих компаній. У заключенні, даються застереження від кроків і методів, які можуть практично погіршити ситуацію.

^а Тут і далі дивіться примітки перекладача: дефініція терміну «корпоративне урядування» (від англ. corporate governance) подана у розділі «Визначення корпоративного урядування».

Вступ

За останні пару років, корпоративне урядування, а також права акціонерів стали модними виразами, які навіть перекривають приватизацію в СНД. У 1996 автор цього документа подав скаргу в Комітет Кучми-Гор з приводу порушень прав дрібних акціонерів в проведенні емісії акцій АТ «Дніпрошина» та АТ «Дрепрокисень». Незважаючи на те, що ця проблема не отримала особливої уваги і не була вирішена, був досягнутий деякий компроміс у вигляді створення Спеціальної комісії з корпоративного урядування і прав акціонерів.

Протягом останніх п'яти років цей автор багато разів вів питання корпоративного урядування від імені інвесторів. Деякі проекти мали великий комерційний успіх, який приніс мільйони доларів прибутку для інвесторів, не кажучи вже про отримане задоволення від збереження підприємства. Інші були невдалими. Один з проектів закінчився арештом автора і навіть комічно сфабрикованим обвинуваченням в замаху на вбивство¹.

У рамки цієї роботи не входять ні обширні посилання на академічну літературу², ні надання вичерпної програми реформ в області корпоративного урядування. У цій роботі автор хотів би довести наступне:

- 1. Як йдуть справи.** З шестирічного досвіду в країнах СНД, чотири з яких проведені в соняшникових полях на скупках акцій українських компаній, в кабінетах директорів, на засіданнях наглядової ради⁶ і в цехах приватизованих підприємств, реструктуризуючи їх, а також в міліції на допиті з обвинувачення в замаху на вбивство.
- 2. Як повинні йти справи,** базуючись на його академічній підготовці і досвіді у розвиненому світі «великої шістки...зараз великої п'ятірки».
- 3. Небагато рекомендацій з приводу як досягнути того, щоб справи йшли, краще.** Спочатку метою цього документа було виділити деякі питання і припущення, які важливі для спроб реформування, але багато які коментарі запитували практичних пропозиції, які можуть бути прийняті урядом і радниками. Автор спробував представити відповіді на деякі запитання «що робити». Однак, в рамки даної роботи не входить представлення повної програми для корпоративного урядування в країнах СНД. Намір автора - підготувати деякий ґрунт для розвитку програми корпоративного урядування в правильному напрямі, а також для роботи, яка поліпшить «стан справ» і додасть до вже існуючої бази знань.

Ця робота побудована таким чином:

¹ Дивіться для приклада: Investors in row... Kyiv Post, 3 червня 1999 року.

² Досить повний огляд відповідної літератури ви можете знайти у Дайка (1999), Стіглітца (1999) та інших недавніх роботах з корпоративного урядування і приватизації.

⁶ «Наглядова рада» в Україні або «Рада директорів» у інших країнах, тут використовується як «Рада»

1. Визначення корпоративного урядування для мети даної роботи. Це не тільки для тих, хто не розрізняє корпоративне урядування з бізнес менеджментом, а також для формулювання основ і припущень даної роботи.
2. Пояснення того, чому корпоративне урядування так важливі після масової приватизації.
3. Огляд ринку корпоративного контролю як ключового моменту реструктуризації після масової приватизації.
4. Короткий огляд масової приватизації і ключових юридичних питань на Україні.
5. Обговорити питання актуальності ринку цінних паперів і стабільності відкритих акціонерних товариств після масової приватизації.
6. Рекомендації з державної політики і програм західної допомоги.

Визначення корпоративного урядування

Корпоративне урядування - це практика і вивчення шляхів вдосконалення взаємовідносин між різними зацікавленими особами в корпорації. Корпоративне урядування передусім сконцентроване на відносинах між керівництвом, різними класами акціонерів (меншина, більшість, контролюючий, і т.д.) і кредиторами. Основне питання - це механізми контролю аутсайдерами (звичайно це кредитори і дрібні акціонери) інсайдерів (керівництво і контролюючі акціонери)³.

Ця проблема як правило представлена у вигляді чотирьох різних, але пов'язаних між собою механізмів⁴:

- Внутрішній механізм звичайно застосовується через Раду відкритої компанії. Оскільки акціонери у відкритій компанії не можуть ефективно управляти або контролювати керівництво корпорації, вони обирають Раду. Основна задача такої Ради - спостереження за діяльністю менеджменту⁵.
- Договірний механізм. Звичайно фокусується на розвитку статутів корпорації, засновницьких договорах, кредитних договорах, контрактах з керівництвом, і т.д.⁶.
- Юридичний і регулюючий механізм. Включає в себе, але не обмежується, закони про господарські товариства, правила фондового ринку, закони про

³ Текст з таких академічних робіт: Берле і Мінз "Сучасна корпорація і приватна власність" 1932, та Дженсен і Меклінг (1976), вказують на потенційну експропріацію інсайдерями (керівництвом) аутсайдерів в корпорації. Обширні посилання на роботи з корпоративного урядування можна знайти в таких недавніх роботах, як Ла Порту Лопен і Шлейфер (1998), а також Стігліц (1999).

⁴ Договірний, юридичний і неявний механізми описані Дайком (1999)

⁵ Для кращого перегляду літератури з ефективності Ради директорів, дивіться Джона та Сенбета (1998)

⁶ Договірний механізм переважав як ключове розв'язання проблем корпоративного урядування у ранніх роботах Коуза (1961), Дженсен і Меклінг (1976), Істбрук і Фішель (1991). Ці роботи вказували, що: а) корпорація - це контракт, б) існує стимул для агентів зобов'язувати самих себе ради фінансування, г) якщо контракт складений відмінно, то тоді банкрутство і регулювання не потрібні, в той час як розв'язання фінансової кризи здійснюється без втрат.

банкрутство і реструктуризацію боргів, комерційний кодекс, право з таких питань як відповідальність попечителів^б і правила бухобліку⁷.

- Неявні рішення. Це - ринкові, соціальні і політичні механізми, такі як: ринок корпоративного контролю, агенти з правом затримати (такі як профспілки), обмеження бюджетом капіталу, політика дивідендів, фінансова структура, і т.д.⁸

Важливо звернути увагу на те, що можуть виникнути дискусії з приводу того, який з механізмів самий ефективний, але немає сумніву, що всі чотири механізми важливі для досягнення максимальної ефективності в корпорації.

Інший дуже важливий момент даного документа полягає в тому, що більшість робіт з вищезазначеного питання, особливо з юридичного регулювання, направлені на відкриті акціонерні товариства. Більшість «закритих компаній»^г також витягують користь з правил, хороших контрактів і неявних рішень, однак відповідні рішення можуть відрізнятися від приватних угод⁹. Наприклад, співробітник USAID, який займався структуризацією угод в країнах, що розвиваються, розказав мені, що коли наймали місцевих менеджерів в цих країнах, вони повинні були написати заяву про звільнення, в якій говорилося, що вони крали. Це дало власнику значний контроль в управлінні. Практика на Україні часто схожа, тільки без згадки про крадіжку. Ясно, що таке рішення було б повністю невідповідним для відкритої компанії.

Давайте з'ясуємо: навіщо це треба?

Я спитав декілька західних консультантів: «чому права акціонерів і корпоративне урядування так важливі зараз?» Деякі відповіді були такими: «Ну, без прав акціонерів приватизовані компанії не зможуть залучити капітал» або

^б Відповідальність попечителя – англ. fiduciary responsibility

⁷ Недавні роботи Ла Порту, Лопеса, Шлейфера і Віши (ЛЛШВ) (2000) зазначають, що не все може бути занесене в договір і це примушення контрактом не визначено, тому юридичне регулювання повинно доповнювати контракти. До того ж, вони вказують, що країни з англійським законом мають кращий захист корпоративних прав, тому що судді можуть використати свій досвід і почуття справедливості в залежності від ситуації, якщо вона не описана в законі.

⁸ Дайк (1999) говорить про те, що корпорації в країнах із слабким юридичним регулюванням звертаються до «рішень другого сорту», такі як концентрація, агенти з правом затримати і штучні обмеження. Харт (1999) (посилання в ЛЛШВ (2000)) на значення сили впливу зацікавлених осіб, а не формального потоку грошових коштів або прав голосу. Стиглиц резюмує його ідею корпоративної моделі, де всіх зацікавлені особи (уряд, регулюючі організації, союзи і навіть цивільні групи) мають вплив, виходячи з повноважень і політичного доступу.

^г Тут: «закрита компанія» - англ. private company, «відкрита компанія» - англ. public company. Акції відкритої компанії допущені до відкритої торгівлі регулюючими органами.

⁹ Принципи корпоративного урядування ОЕСР (Організація економічної співпраці і розвитку) роз'яснюють дане питання: «Принципи фокусуються на відкритих компаніях. Однак, в деяких ситуаціях вони можуть бути застосовні і для закритих, і могли б також послужити знярядям для поліпшення корпоративного урядування в закритих компаніях...» брошура 1999 року, стор. 9.

«це частина побудови закону і порядку в суспільстві». З теми прав акціонерів в Центральній Європі, журнал The Economist недавно писав:

«Спричиняє хвилювання те, що якщо такі [дрібні] інвестори підуть з ринку і ліквідність впаде, економічне зростання постраждає. Без руху фондового ринку, країнам Центральної Європи з економікою, що розвивається, буде важко залучити капітал, який ним необхідний...»¹⁰

Насправді це тільки частково справедливий і не досягає суті проблеми. **Без фокусування на корпоративному урядуванні і правах акціонерів, мікроекономічні реформи були б несумісними з економічною моделлю ринкової економіки. Приватизація не буде успішною, і ринкова економіка ніколи не буде існувати.** Це гучна заява. Ось чому:

Навіть перед розвалом Союзу, західні радники говорили про приватизацію. Чому приватизація? Тому що, згідно теорії, власники приватного бізнесу будуть зацікавлені отриманням прибутку і будуть управляти справою максимально кращим шляхом. І як протилежність, держава ніколи не буде ефективним власником, тому що представники державної влади не зацікавлені в прибутку підприємств так, як зацікавлені приватні власники.

Однак, якщо після приватизації нові власники не зможуть використати свої права як ефективні власники, тоді нові власники не можуть бути ефективними. Якщо нові власники не можуть бути ефективними, тоді щойно приватизовані компанії не будуть управлятися, базуючись на інтересі прибутку, все одно щоб ці компанії були у володінні держави. Мета приватизації не буде досягнута.

Виходить тільки єдина різниця в тому, що уряд в радянські часи мав соціальні і «державні інтереси» (якими б вони не були). Радянська система центрального планування посилено контролювала підприємства для досягнення цих цілей, використовуючи свої необмежені можливості. Після масової приватизації, неефективні власники мають мало можливостей, або взагалі їх не мають, і компанії часто справляються на користь людей, які були допущені до годівниці, а не на користь власників.

Можливо деякі політики і консультанти можуть оголосити про успішний результат - компанії були приватизовані, але економіка не поліпшилася внаслідок приватизації без досягнення ефективного власника. Однак ті, хто вважають, що процес приватизації і сама приватизація могли б спонукати до реструктуризації і зростання ефективності, сильно помиляються.

Насправді, я зроблю крок уперед, без навішування будь-кому ярликів: більшість пост-приватизованих компаній в Україні зараз контролюються тими, хто не володіють ними. Власниками типової української компанії є безліч акціонерів, які не здатні організувати жоден корпоративний захід, не кажучи про заміну керівництва (неефективні власники). Керівництво разом з партнерами, які управляють, або допомагають управляти паралельними компаніями, часто обдирають приватизовані компанії через паралельні структури. Більшість власників (акціонерів) нічого, або майже нічого, не отримує. Керівництво

¹⁰ The Rights Issue, 29 травня 2000 року, The Economist

простимульороване поточними прибутками в паралельних структурах, а не збільшенням акціонерного капіталу. Ці компанії не тільки інвестиційно не привабливі через погане корпоративне урядування, вони не функціональні як компанії. Замість того, щоб користуватися можливостями і розвиватися або реструктуризуватися як компанії слід би, українські приватизовані компанії практично розвалені: скудне старе виробництво, яке витримає ще декілька років, перш ніж остаточно розвалиться. У інших випадках, вони просто позбавлені активів без якого-небудь урахування прав акціонерів. Більш того на відміну від радянської системи центрального планування з безглуздом, але контролем, що чітко зберігається над керівництвом підприємств і потоком грошових коштів, приватизовані компанії часто не мають ніякої системи контролю над керівництвом і їх найближчими друзями.

Ринок корпоративного контролю

Ми (західні радники), незважаючи ні на що, вирішили, що приватизація приведе до ефективних власників. Насправді, політичний компроміс масової ваучерної приватизації вважається краще, ніж залишати великий сектор економіки в руках бюрократів на найближчий час¹¹. Ваучерна приватизація, однак, віддала акції тисяч компанії, багато з яких досить маленькі, в руки 50 мільйонів чоловік, які міняли свої безкоштовні ваучери. (Українські ваучерні фонди нічого не зробили, лише внесли ще один моральний ризик в ситуацію¹²). Серед багатьох маленьких, окремих не проінформованих акціонерів, тільки небагато хто був **здатні** використати свої права акціонерів, що навряд чи може бути названо ефективною формою власності.

Багато Хто **з** нас може заявити: «А, ну так ми не консультували уряду країн СНД в той час», але це не є обговоренням того, як могло б це бути. Ті ж власті, агентства, університети і банки радили цим же урядам як і зараз. Більш того чітка теорія підтримувала масову приватизацію:

*Суб'єкти, які не можуть бути ефективними власниками і не можуть контролювати свої компанії, продадуть свої корпоративні права тим, хто може це робити. Таким чином, ринок потурбуватися сам про себе. Насправді, навіть якщо кримінальні елементи спочатку отримувати контроль, вони все одно перепродадуть права **тим**, хто зможе краще управляти компаніями¹².*

¹¹ Дивіться для прикладу Стігліца (1999) "Washington Consensus" (Консенсус у Вашингтоні) з довідковими коментарями зробленими Блеком, Краакманом і Тарасовою. Іншим прикладом підтримки швидкої масової ваучерної приватизації був великий проект USAID з масової приватизації, що керував центрами аукціонів в Україні. У інформації USAID про країну (яка і досі є на веб-сторінці USAID) говориться "Допомогти Україні успішно впровадити програму масової приватизації, і в контексті подій розвинути її фондовий ринок". Це було першою з шести конкретних задач USAID на ближчі 12-15 місяців.

¹² моральний ризик – від англ. moral hazard, означає ризик бути обманутим

¹² Це відображає теорему Коуза після статті «Проблема соціальної вартості», 1961, в якій Нобелівський лауреат описує те, що первинне розміщення прав власності не так важливо, як чіткість самих прав власності для досягнення ефективного результату.

Ця теорія, однак, базується на припущенні, що ринок повинен бути досконалим для такого роду операцій.¹³ (Іншими словами, масовий перерозподіл власності повинен бути практичний і з малими втратами до повного операційного і фінансового розпаду через неефективну форму власності). Однак, це зовсім не очевидно.

Блек, Краакман і Тарасова (1999) були одними з перших, які оспорили міф про те, що ринок корпоративного контролю досконалий в країнах з масово приватизованою економікою. Вони відмітили, що масова передача активів ефективним власникам може відбуватися тільки в «міфічно бурхливому ринку». Вони також указали, що в реальності багато які речі відбувалися досить плутано через ряд реальних перешкод для здійснення операції переходу від неефективного власника до ефективного. Дайк (1999) також підтримує цю ж ідею. Далі слідує перелік деяких таких бар'єрів з практичного досвіду автора. Цей практичний досвід (нехай і анекдотичний) підтверджує схожі приклади, викладені у статті Блека, а також моменти, підкреслені Дайком.

- Правопорушники можуть витягнути значно більше прибутку, ніж законослухняні бізнесмени, застосовуючи кримінальні способи контролю і діяльність компанії. Наприклад, незаконне видалення активів або обороту компанії, керівництво якої вони контролюють. Після позбавлення активів, компанія втрачає цінність.
- Невизначене право власності на акції: акції приватизуються сумнівним шляхом, що може бути потім оспорено. Принцип «чесного покупця» може бути застосований, якщо акції не були обтяжені, але часто приватизовані акції обтяжені інвестиційними зобов'язаннями. Це дає право чиновникам потім вирішувати чи задоволені інвестиційні зобов'язання. Якщо представники влади вирішать, що інвестиційні зобов'язання не виконані, то держава має право забрати акції. (Хоч така агресивна поведінка не спостерігалася зі сторони центральної ФДМ, в регіонах чиновники часто шантажували таким чином інвесторів)
- Дуже складно застосовувати «належну старанність»^е, якщо ви хочете придбати українську компанію. Ці компанії звичайно не ведуть бухгалтерію згідно міжнародного стандарту, не мають справжньої ревізійної і контролюючої комісії. (Недавній перехід до міжнародної системи бухобліку тільки символічний, тому що економіка не має достатню кількість досвідчених фахівців для забезпечення хоч би декількох компаній кваліфікованими бухгалтерами)¹⁴. До того ж, документи про корпоративні та основні активи можуть мати помилки навмисно, що зроблені представниками влади і керівництва, якщо їх щось не влаштувало. У

¹³ Теорія Коуза передбачає, що ринок повинен бути готовий і завершений. Іншими словами, всі види операцій повинні бути зроблені ефективно і безкоштовно.

^е «належна старанність» – від англ. due diligence

¹⁴ Згідно слів Джері Парффіта, керуючого партнера Price Waterhouse Coopers, сьогодні діють усього біля 50 (п'ятдесяти) сертифікованих бухгалтерів (CMA, ICCA і CPA) з українським громадянством. (розмова від 5 вересня 2000 року)

цього автора були ситуації, коли, наприклад, місцеві власті просто анулювали свідectво на володіння нерухомістю, коли дізнавалися, що компанія змінила власників. Іноді, після взяття під контроль виявлялися нові борги, застави, оренда, зобов'язання і права. Звичайно ці зобов'язання були на користь наближених первинного керівництва, місцевої влади або бандитів.

- Перешкоди для купівлі: даний автор у свій час спостерігав викупи біля воріт заводу, в соняшникових полях і навіть по хатах. Це операція надзвичайно коштовна і ризикована. Уявіть собі: виловлення тисяч колгоспників колгоспу «Дорога до Комунізму», пояснюючи, що вони можуть бути акціонерами компанії, про яку вони навіть і не чули (тому що директор колгоспу сказав їм віддати свої ваучери за акції компанії). Потім, розказуючи їм, що якщо вони акціонери, то можуть продати свої акції за готівку їм треба принести свої документи в певне місце на наступний день і отримати гроші. Після цього треба самому з'явитися в це місце з грошима (іноді сума становить декілька сотень тисяч доларів готівкою в еквіваленті) і притягнути за собою нотаріуса, сподіваючись, що твоя охорона сильніше місцевих бандитів. Візити і ревізії з КРУ, СБУ, МВС, прокуратури і інших «контролюючих органів» абсолютно можливі і вони ніколи не захищають брокерів від бандитів. Декілька разів брокери при купівлі акцій були арештовані міліцією, і випущені лише після «з'ясування питання».

На жаль, однак, немає ніякого структурного способу здійснити офіційний і відкритий тендер всім акціонерам компанії відразу. Реєстратор не має право відкривати список акціонерів або сприяти тендеру. Єдиний спосіб знаходження акціонерів - через працівників, генерального директора, з чуток і спостереження на зборах акціонерів.

- Бар'єри для здійснення операцій. Для купівлі акцій у суб'єктів необхідно завірити контракти, часто по ціні 50 доларів за контракт - хороша сума, враховуючи, що багато які суб'єкти не мають акцій на цю суму. (Як альтернатива, реєстратор може завірити контракт, але це звичайно не практично). До того ж виконавчий брокер, відповідальний за реєстрацію купівлі після переходу грошей в інші руки, ризикує, що витримки або сертифікати фальшиві. Відкриття депозитного рахунку для кожної особи часто коштує більше, ніж коштують акції при тому, що потреба в нотаріальному посвідченні неминуча в маленьких містах (з населенням менше за 300 тисяч чоловік) звичайно працює один або два нотаріуси, які звикли працювати у себе в конторах, а не біля воріт заводів.
- Генеральні директори мають серйозний мотив зберегти «підприємство колективним». Поки акції у робітників, вони можуть примушувати працівників не продавати їх, і, таким чином, повністю контролювати підприємство. У залежності від ситуації це може бути досягнуте загрозами звільнення або через загрозу переслідування місцевої влади або просто шляхом особистого впливу. Багато які українські сільські працівники навчені робити «як говорить начальник» без питань. Вони навіть голосують таким чином. Багато хто з них покладається на керівництво підприємства в поясненні своїх прав (продавати - не продавати, голосувати - не голосувати, залишатися - звільнятися). Таким чином порушене не тільки право

працівника продавати, але вони природно не можуть користуватися і іншими правами акціонерів, залишаючи директору всю владу.

Але це не означає, що ринку корпоративного контролю не існує. Він існує і навіть бурхливий в деяких ситуаціях. Цей автор дійсно зробив декілька успішних викупів на цьому ринку. Однак, такі викупи дуже складні, обмежені і коштовні в більшості випадків, в результаті, безліч приватизованих компаній не може мати ефективних власників при існуючих умовах через великі перешкоди і витрати на операції. Однак багато які з названих перешкод можуть бути усунені за допомогою економічно направлених реформ.

Українська приватизація

Українська приватизація фундаментально не відрізнялася від схем масової приватизації в Чеській республіці, Росії, Болгарії і інших країнах. Різні частки були розподілені між працівниками, на аукціонах і тендерах за ваучери, на аукціонах за гроші і т.д. Як і в інших країнах, це супроводилося скандалами, взаємними обвинуваченнями і іншими проблемами. Особливості України перебували в наступному:

- Хід приватизації був відносно повільний. Але це не поліпшило ситуацію, а тільки дало керівництву більше часу укріпити свої позиції. Часто процес приватизація займав 2 або 3 року від продажу першого пакету до останнього. Це тільки посилило неефективність, і як результат - «неминучі проблеми з корпоративним урядуванням, які виникли до купівлі контрольного пакету...», як пише Дайк (1999).
- Плани приватизації не були фіксовані, як в Росії. Розміщення серед робітників, власників ваучерів, через аукціони і тендери було політичним процесом, який в основному дозволив «своїм людям» пристосувати вигідну для них схему. Зміна плану приватизації підприємства **декілька** разів було звичайним явищем.
- Ваучери не були перевідними як в Росії. Українські громадяни могли тільки вкласти ваучери у ваучерні інвестиційні фонди в обмін на фондові сертифікати. Ці сертифікати були перевідними. Брокери, тому, встановили розроблені схеми купівлі ваучерів через інвестиційні фонди. Як результат, по суті всі інвестиційні фонди є апаратами інвесторів, які купували акції по коштах накопичення ваучерів. Акції утримуються в інвестиційних фондах доти, поки фонд не отримує дозвіл на закриття і розподіл акцій їх власникам (зараз всі фонди закриваються і будуть закриті до кінця наступного року). Оскільки кінцеві власники більшості акцій в інвестиційних фондах не відомі, то можливо не варто покладатися, в будь-якому випадку, на партнерство з інвестиційним фондом в який би те не було програмі корпоративного урядування.
- У доповненні до звичайних приватизаційних ваучерів, були компенсаційні ваучери, які давали людям більше можливостей для участі в приватизації як компенсація за втрати заощаджень, що трапилася внаслідок гіперінфляції. Однак об'єм продажу за такі ваучери був невеликий.
- Існує ряд тендерів: комерційні, некомерційні, міжнародні. Іноземці могли брати участь у всіх видах тендерів, але досі, в більшості випадків, українці були більш пристосованими виграти в цих тендерах.

- Уряд також знаходиться в процесі продажу великих пакетів великих підприємств. Нова офіційна політика - залучити західних стратегічних інвесторів на купівлю великих пакетів. До сьогоднішнього моменту було здійснений тільки 3-4 таких продажі.
- Зараз приватизуються сільськогосподарські підприємства. У більшості випадків працівники господарств отримують акції акціонерного господарства і/або земельну ваучери і розміщення власності від колгоспів.

Юридична база

- Згідно із законом одна акція - один голос.
- Статути компаній, створені Фондом держмайна для приватизації в основному типові, незважаючи на рід діяльності компанії: будь то універмаг або великий енергогенератор.
- Допускається кумулятивне голосування, але воно не обов'язкове. Це не було передбачене в статутах приватизованих компаній. Наскільки я знаю, тільки 3 компанії занесли даний вигляд голосування в статут (ДнепрЕнерго, Укрнафта і ОдессаКабель). Але жодна з компаній, поки, не впровадила даний спосіб. ДнепрЕнерго відверто проігнорувало дане положення на останніх зборах акціонерів. Укрнафта і ОдессаКабель ще не проводили зборів акціонерів в рамках нового положення.
- Кворумом зборів акціонерів вважається 60%. Новий запропонований закон міняє його до 40%, якщо не набрано 60% в перший раз.
- Оголошення про збори акціонерів повинно даватися за 45 днів в письмовому вигляді кожному акціонеру. На зборах можна голосувати тільки з питань, внесених в порядок денний.
- Голосування поштою на основі довіренности^ж не допускається.
- У наглядову раду можуть обиратися фізособи, які є або акціонерами, або представляють акціонерів. Члени Ради теоретично можуть бути залучені до суду за нанесення збитку компанії, але такого ще не траплялося, наскільки відомо.
- Випуск акцій теоретично повинен бути схвалений 75% голосів, але 33% цих голосів може бути передано підписаним, але не зареєстрованим акціям. Тому 2-й випуск фактично повинен бути затверджений 66% голосів.
- Акціонери мають переважні права на підписку на нову емісію, але також існує принцип «хто прийшов першим». Це означає, що акціонер з **однією** акцією, що **з'явився** фізично першим на місце підписки, може **отримати** всю емісію.
- Проста більшість - 50%, абсолютна більшість - 75%. Абсолютна більшість необхідна для змін в статуті, реорганізації і створенні нових дочірніх підприємств.
- Реєстр є конфіденційним згідно із законом. Це означає, що тендер не може бути відкрито проведений для всіх акціонерів.
- Вимоги по розкритості компаній: наявний звіт про прибутки і баланс. Наявність незалежного аудиту або кваліфікованого контролю не потрібно.
- Керівництво має ті ж права на працю і звільнення як і працівники, незважаючи на права акціонерів на зміни керівництва. Це означає, що

^ж голосування по довіренності – англ. proxy vote

керівництво може подавати позов на компанію, якщо воно звільнене без причини на зборах акціонерів.

Питання відкритих компаній

Україна, як і багато які інші країни СНД і центральної Європи, приватизувала майже всі компанії (десятки тисяч) як «відкриті» або публічні з великою кількістю дрібних акціонерів. Однак це не означає, що багато які з цих компаній можуть бути практично відкритими.

Існує багато суперечок з приводу найбільш дійових заходів як зробити функціонування приватизованих компаній більш ефективним. Більшість аргументів допускають, щоб компанії залишалися відкритими і фокусуються на зміні механізмів контролю: регулюючого, договірного і неявного. Деякі вказують на проблему того, що не було попередніх відносин між менеджментом і акціонерами, що зачепило емоції менеджменту, оскільки акціонерами їх просто нагородили, не давши нічого компанії, і вони не реальні. Почуття в сторону, суть цієї проблеми важлива, і вона полягає в основі масово приватизованих компаній. Масова приватизація почалася без відповідних контактів, законів або відомств, хоч передбачається, що відсутність даних контактів, законів і відомств можна надолужити. На відміну від компаній, емісію яких котирував би інвестиційний банк, що устоявся, ні продавець (уряд), ні керівництво не мало передбачуваного мотиву зв'язати керівництво яким-небудь видом договірних або регулюючих зобов'язань¹⁵. Це викликано тим, що приватизація не мала намір залучити кошти, а просто роздати і задовольнити вимоги міжнародних інститутів (МВФ, СБ) по здійсненню максимального об'єму приватизованих активів. Таким чином, замість свого роду підіймаючих вартість переговорів між продавцем і покупцем з приводу зобов'язань інсайдерів, права акціонерів були мінімалізовані, що дозволило інсайдерам задовольнятися принаймні тим же, або великим об'ємом особистої вигоди після приватизації, так само як вони і робили це раніше. **Зараз, ми говоримо керівництву змінити контракти заднім числом. Однак, у них немає стимулу зв'язувати себе зобов'язаннями заднім числом.** «Домовляйся на березі...», говорить старе прислів'я, «тому що як тільки корабель покинув порт, і пасажир і капітан в одному човні». Зараз корабель пішов, і обидві сторони пов'язані договором на березі.

Ми також намагаємося наказати розвиток регулювання і інститутів. Але контракти і інститути доповнюють себе, без реальних контрактів, регулювання не буде таким ефективним, а також відкрита форма власності не буде ефективною. Крім того, ті ж інсайдери, які отримують вигоду через відсутність стійкого регулювання будуть лобіювати збереження поганої системи регулювання.

Ускладнюючий чинник полягає в тому, що всі компанії, що пройшли масову приватизацію, дуже потребують реструктуризації. Тільки сильна і заповзятлива Рада може провести такий захід. **Багато що може бути зумовлене законом,**

¹⁵ Дана заява суперечить логіці Коуза про те, що мотивований продавець на первинному ринку буде зацікавлений зобов'язати самого себе.

але закон не може примусити Раду бути заповзятою. Єдиний спосіб досягнути ефективної форми власності - це концентрація акціонерного капіталу таким чином, щоб власники великих пакетів могли використати одне з небагатьох прав акціонерів, яке надається в статуті: поміняти керівництво при 50% згоди і змінити статут при 75%, але все одно враховуючи різноманітні екстраординарні способи, що застосовуються керівництвом і бюрократами, які спробують перешкодити акціонерам скористатися цими правами.

Однак не існувало питання з приводу того, чи є відкрита форма компанії ефективною формою для якої-небудь з компаній, масово приватизованою, або вони швидше приречені бути закритими. Важливо визначити чи призначена компанія бути відкритою, тому що згідно всіх практичних причин, юридичне регулювання, контракти і рівні формалізації відрізняються в закритих і відкритих компаніях. Якщо будь-хто має намір давати рекомендації українському уряду з прав акціонерів, він повинен знати, чи є ці права практичними. Наприклад, ви - обізнаний акціонер, що володіє 1/1000 акцій маленької взуттєвої компанії. Тоді:

А) вартість роздруку і пересилки фінансової інформації більше прибутку на ваші акції.

Б) фінансовими показниками може легко маніпулювати менеджмент.

Г) взуттєва фабрика не може найняти кваліфікованого контролера і аудитора через вартість таких фахівців, крім того, 50 бухгалтерів - не цифра для економіки з 50 мільйонним населенням і наявністю понад 27000 відкритих акціонерних товариств.

Д) вам будуть дорожче коштувати поїздки на збори акціонерів, чим вартість потенційної частки ваших прибутків

Е) при справжніх умовах, ціна операції продажу ваших акцій можливо вище, ніж їх вартість.

Припустіть, що зараз ця взуттєва фабрика має біля 1000 власників. Це не приклад ефективної форми володіння, навіть якщо використовуються всі відповідні правила. Тоді навіщо намагатися створити правила відкритої компанії для компанії, яка ніколи не буде насправді відкритою. Економічно ефективним рішенням для такої компанії буде викуп оперативним власником. Це не повинно бути законодавче нав'язане, але повинне бути зрозуміло і підтримано.

Корпоративна структура відкритої компанії звичайно сильно відрізняється від корпоративної структури закритої компанії. Це тому, що один або декілька акціонерів можуть використати прямий і менш формальний контроль, ніж велика група акціонерів. Для того, щоб велика група акціонерів була ефективною, необхідні численні правила, що оговорюють прийняття рішень і дій. Акціонер закритої компанії приймає більшість рішень одностороннє і не потребує внутрішніх правил. Більш того, підписання контрактів про права між різними групами акціонерів (меншина, більшість і т.д.) в закритій компанії звичайно простіше. Безсумнівно, сьогодні юридичне регулювання, що пропонується на заході, відноситься тільки до закритих компаній.

Крім того, самі ново створені інститути, такі як суди і комісія з цінних паперів, повинні займатися новими питаннями. Вони не мають можливості справитися належно з цими питаннями в 27.000 компаніях. Якби цим інститутам треба було мати справу з меншою кількістю компаній, але які б ближче підходили під призначення даних установ, вони могли б почати більш реальне регулювання замість того, щоб грузнути в проблемах вище за голову.

Визначення, що таке відкрита компанія залежить від Вашого формулювання. Якщо будь-яке акціонерне товариство відкритого типу (ВАТ) - відкрита компанія, тоді на Україні існують 27.000 відкритих компаній, як описано вище. Більшість компаній були приватизовані як ВАТ. Чи буде хто-небудь переконаний, що хоч одна з цих компаній може представити проект, який вигідний (що має позитивний NPV)³ для акціонерів, а не тільки для інсайдерів? Швидше всього - ні¹⁶. Однак, для залучення капіталу для нових інвестицій цим компаніям необхідно представити позитивний NPV акціонерам, а це може бути зроблене через відносно дорогі механізми корпоративного контролю¹⁷, які компанії не можуть собі дозволити із-за відносно маленького розміру, недостачі кваліфікованих кадрів і недоліку в теперішній структурі управління. Крім того, керівництво не зацікавлено створювати контролюючі механізми, тому що воно більш досвідчене в отриманні більшої вигоди від експропріації, ніж від здатності представити проекти з позитивним NPV.

Але якщо ви візьмете західне юридичне визначення відкритої компанії з всіма атрибутами, розробленими за останні 100 років в США і Європі, то ви зрозумієте, що в Україні не буде відкритих компаній ще довгий час.

Автор рекомендує практичне визначення відкритої компанії як такої, де власники - велика кількість дрібних акціонерів, є в групі ефективними власниками. Це не означає, що кожний акціонер повинен діяти як ефективний власник. Навпаки, відкрита компанія базується на спеціалізації. Більшість акціонерів на заході, наприклад, більш пасивні, ніж акціонери на Україні. Ефективна відкрита форма власності означає, що механізми, через які аутсайтери контролюють інсайдерів - ефективні:

- Передусім, повинна бути зацікавлена, обізнана і відповідальна Рада.

³ NPV – англ. net present value, поточна валова вартість - це дисконтна сума передбачуваних прибутків мінус сума інвестицій.

¹⁶ Незважаючи на те, що така компанія могла б надати проект з позитивним NPV, інвестори будуть включати в свої розрахунки можливість своєї експропріації. Ось що роблять багато які місцеві брокери: продають українські і російські акції іноді із 90% знижкою схожим компаніям на заході. Як зрозуміло ці акціонери правильно оцінюють потенціал для експропріації. Автор вважає, що українська компанія могла б запропонувати проект, який був би з позитивним NPV на заході. Акціонери в даній ситуації, однак, можуть розраховувати тільки на 10% від очікуваної наявності грошових коштів і швидше усього скажуть, що це не позитивний NPV. Очевидно, ніхто в правильному розумінні не буде фінансувати таке розширення через випуск акцій.

¹⁷ Як необхідність, але не як достатня умова, ці механізми повинні бути такими: а) виразний перевірений звіт по фінансових показниках, б) кваліфікований незалежний контролер, г) кваліфікована, зацікавлена і законно відповідальна Рада.

- Необхідна мінімальна кількість інформації в формі об'єктивних бухгалтерських звітів і інших відомостей.
- Керівництво повинне повністю підкорятися рішенням акціонерів і Ради.
- Повинні бути певні гарантії для пасивних акціонерів. Навіть якщо активні акціонери отримують більше грошей внаслідок внутрішнього доступу, повинен існувати механізм, що обов'язково залишає частку пасивних акціонерів. Такий механізм створює фундаментальну вартість акцій незалежно від їх ліквідності.
- Керівництво має відкриту і адекватну зацікавленість в акціонерному капіталі. Навіть якщо керівництво якимось простимульовано споживанням надмірних привілеїв (м'яко кажучи), вони все одно бояться бути звільненими через погану продуктивність (або в крайньому випадку арештованими за крадіжку) і мати пряму фінансову частку в компанії, а не в паралельній структурі. Помітьте, що навряд чи володіння акціями компанії показує, що керівництво зацікавлене в акціонерному капіталі. Якщо інші атрибути відсутні, наприклад, то керівництво ніколи не буде упевнене, що їх акції будуть чого-небудь коштувати. До того ж, повна зацікавленість в компанії повинна бути сильніше, ніж зацікавленість в потенційних паралельних структурах, таким чином керівництво буде а) зацікавлено закрити паралельні структури і б) не зацікавлено відкривати нові.
- Компанія має потенціал бути реструктурізована як відкрита. Це означає, що є потенційна група (керівництво, активні акціонери, Рада, ефективні агенти на ринку корпоративного контролю), яка зацікавлена акціонерним капіталом і може внести глобальні зміни в компанію, в її корпоративні документи, керівництво і операції для поліпшення діяльності.
- Компанія досить велика, щоб виправдати витрати на торги, голосування, боротьбу за права акціонерів і аналізу її акцій (як крайній приклад: взуттєва фабрика з 100 працівниками не буде хорошим кандидатом для розвитку як відкрита компанія).

У той час як це є предметом для окремого обговорення (може для дебатів), автор упевнений, що зараз на Україні НЕМАЄ компаній, які могли б стати відкритими, засновуючись на їх положенні, без втручання. Навіть найбільші компанії, вказані в списку ПФТС: Укрнафта, ДніпроЕнерго, ДонбассЕнерго, ЦентрЕнерго, ЗападЕнерго, КиївЕнерго, ЗапоріжСталь, Завод Ілльча, контролюються керівництвом або місцевими інсайдерами, які не зацікавлені в реструктуризації цих компаній для створення цінності меншині акціонерів, але зацікавлені використати їх можливості як частину власного бізнесу.

Незважаючи на те, що статус «відкрита компанія» вищеперелічених компаній можна обговорювати, то абсолютно точно десятки тисяч компаній ОАО ніколи не будуть мати **ефективну відкриту форму власності**.

Активність на фондовому ринку ПФТС (біля 20 мільйонів доларів в тиждень) не є активністю фондового ринку, а швидше ринку корпоративного контролю. Завжди існує інтерес придбання контролю в якій-небудь з компаній, що торгують або зареєстрованих в ПФТС, а також з'являється деяка активність. Як тільки діяльність поглинання завершиться або припиниться, ринок для акцій даної компанії знов припаде. Наприклад, активність в деяких ОблЕнерго в

березні була результатом місцевого бажання взяти контроль. Як тільки інтерес був задоволений або припинений, ринок акцій ОблЕнерго знов припав.

Ще один анекдотичний приклад того, що це не може бути назване ринком капіталу: на цьому ринку, при всьому рівному, акції компаній з директорами-алкоголіками часто більш бажані, ніж ті, де директори інтелігентні, сильні і орієнтовані на бізнес. Тому що алкоголік менш ймовірно буде використати екстраординарні кошти для боротьби з поглинанням.

Всі привласнення, що відбуваються у великих так званих ВАТ, однак, не означають, що продуктивні активи цих компаній ніколи не будуть виступати на вторинному ринку. Це просто не станеться в існуючій формі. Активи або контроль згодом стане частиною іншого приватного підприємства або через банкрутство або через відчуження. У меншості випадків, ці компанії будуть закрито реструктуризовані, і виставлені як відкрита компанія або як приватний продаж.

Хороший приклад, який приходить в голову в цьому випадку - це російське ОАО Связьінвест, в якій найбільш вигідні послуги, такі як стільниковий зв'язок, були внесені в спільне підприємство з Телекомінвестом, компанія з тісним колом акціонерів. З таким існуючим акціонером, як Джордж Сорос, Связьінвест після реструктуризації не мала б проблем з випуском своїх власних цінних паперів для розвитку бізнесу мобільного зв'язку замість того, щоб вносити мобільний зв'язок в спільне підприємство з іншою російською компанією. Однак, цього не сталася, оскільки вийшло більш доцільним для компанії (і можливо інсайдерів) внести послуги мобільного зв'язку в СП з Телекомінвест і російським інвестором. Смішно те, що Телекомінвест можливо стане відкритою компанією швидше, ніж Связьінвест, тому що вона з тісним колом акціонерів і може бути реструктуризована швидше і легше, ніж Связьінвест.

Связьінвест, як і раніше, - велика телекомунікаційний компанія з позитивним потоком грошових коштів. Можливо згодом, вона буде реструктуризована з тим, що залишилося. Питання для більшості колишніх соц- країн: які з компаній призначена бути відкритими. Іншими словами, які компанії здатні стати відкритими (у визначенні автора) перш ніж в тих компаніях нічого не залишиться, щоб зробити з них що-небудь? Це одне з перших питань, на яке політики повинні отримати відповідь. Здогадка автора в тому, що кращим джерелом для майбутніх відкритих компаній зараз є ново засновані компанії, а не приватизовані ВАТ.

Зразок прав акціонерів

Відповідні Ради (директорів або спостережливих), контролі, звіти, інформація, відвертість і відкриті мотиви керівництва, і т.д. захищають права акціонерів у відкритих компаніях. З ефективною формою власності і стійкими правами акціонерів, керівництво буде зацікавлено реструктуризувати компанії, поліпшити операції і шукати більш вигідні можливості для компанії і залучення інвесторів.

Що станеться, тоді, коли компанія не призначена стати відкритою або не відновлюється? Як і в прикладі з взуттєвою фабрикою, нема різниці наскільки суворо регулювання, компанія не буде працювати з тими ж механізмами краще, тому що впровадження цих прав розрізненими акціонерами буде непрактичне або дуже дорого. Мій український колега, коментуючи оформлення прав кожного акціонера в дисфункціональних компаніях, помітив: "Ви також можете дати їм право літати на місяць по вихідних. Ефект буде той же, і керівництво також не буде заперечувати. Ніяке оформлення не буде гарантувати прав, якщо ці права нема де застосувати". Отже, що ж може найбільш ефективно захистити права тих, хто не може бути ефективним власником? **Право продавати**. Для цього буде потрібно полегшити ефективному власнику можливість купувати, а також створити в деяких ситуаціях зобов'язання купити.

Іронічне те, що західні радники сформували комісії з цінних паперів (КЦП) в країнах, де пройшла масова приватизація, по типу західних комісій з цінних паперів з тими ж повноваженнями, правами і принципами як на заході. Наприклад, двоє з п'яти комісіонерів Грузинської комісії цінних паперів - колишні працівники американської комісії з цінних паперів. Ці фахівці, однак, займаються регулюванням величезного в кількості емітентів ринку, що складається виключно з акцій, які ніколи не дістали б право котироватися на будь-якому із західних бірж. У крайньому випадку, якщо українська КЦП буде діяти як американська КЦП, то вона повинна вимагати де-лістинг всіх ОАО і заборонити котировання акцій. Однак, де-лістинг акцій не є вірним, тому що акції тут вже розподілені серед великої кількості акціонерів, і, незважаючи на всі проблеми, існує надія, що через ринкові механізми щось поліпшиться.

Навіть якщо юридичне регулювання якісне і комісія з цінних паперів була б ефективна з іншою групою компаній, що більш відповідають їх задачі, теперішня ситуація все одно не вселяє довіру до ринку. У результаті, як іноземні так і місцеві інвестори по праву стороняться українського ринку і будь-якої спроби розмістити що-небудь гідне на українському ринку по реальній ціні неможливо, так як воно потоне в трясовині того, що продається зараз. Немає надії ні на формування нових котировань первинного випуску акцій ні на витягнення приватизованих компаній, які могли б бути відкритими. У відкритих компаніях, керівництво і Рада повинні бути зацікавлені акціонерним капіталом, але український ринок не зможе забезпечити заслуговуючий довіри мотив, тому що немає віри в ринок навіть серед менеджерів і директорів. Рішення, що пропонується - це відділити насіння від плевел, якщо навіть насіння поки немає. У наступному розділі автор пропонує як цей зробити.

Порядок реформ

Визнаючи, що справжній ринок цінних паперів - це ринок корпоративного контролю, і що економіка повна дисфункціональними компаніями, які не здатні стати відкритими, необхідний відповідний порядок реформ. Цей порядок реформ повинен лежати в основі об'ємної програми з корпоративного урядування для України і можливо для інших економік, що пройшли масову приватизацію:

1. Завершенням ринку корпоративного контролю полегшити вступ у володіння ефективним приватним власникам. Тут можуть бути спори, але автор упевнений, що полегшення вступу у володіння не тільки полегшить ефективну форму володіння, але також захистить права меншини акціонерів. “Як?” спитаєте ви, “але завжди існує конфлікт між великими людьми і простими смертними”. А ось як:
 - Очевидна загроза викупу примусить керівництво деяких компаній принаймні почати платити дивіденти, або конкурувати за контроль шляхом купівлі акцій, або почати сприяти необхідним змінам, і, таким чином, збільшувати акціонерний капітал, і залишати менше можливості для його перетворення в особисті привілеї.
 - Менш коштовна можливість взяти контроль збільшить ціну, особливо там, де індивідуальні пакети невеликі.
 - Більше можливостей викупити залучить більше потенційних покупців, і таким чином збільшить конкуренцію і ціну, що пропонується за акції.
 - Більше можливостей викупити контроль залучить більше стратегічних учасників, створюючи конкуренцію та збільшуючи швидкість з якої компанії будуть міняти власників. Хтось може сказати, яка різниця скільки часу займе процес вступу у володіння, якщо воно відбувається своєю чергою. Не тільки ми помремо своєю чергою, ці дисфункціональні компанії також помруть і для купівлі нічого не залишиться.
 - Більш відкритий ринок для корпоративного контролю залучить більше чесних і відкритих інвесторів, і таким чином здвине потенційні кримінальні елементи, які можуть управляти компаніями нечесного шляхом.
 - Більш доступний ринок корпоративного контролю швидко відрегулює багато малих і середніх компаній, які б залишалися в тіні через пробіли в захисті прав акціонерів і програмах по корпоративному регулюванню. **Жодна компанія з вартим бізнесом або активами не буде збережена від гніву реформи, навіть якщо вона знаходиться в тіні.** Це може бути італійський галантерейщик, що викупляє фабрику гудзиків, турецький обувщик, що купує взуттєву фабрику, або український торговець, що придбає великий, але потворний гастроном напроти. Приватні бізнеси повинні примусити працювати ці компанії без допомоги благонамірених консультантів або бюрократів.
2. Сприяти приватній реструктуризації. Ради з законодавчих реформ і змін в корпоративних документах (контрактах) повинні відображати те, що багато які компанії не призначені бути відкритими, а замість цього швидше фокусуватися на сьогоднішніх практичних питаннях що полегшують реструктуризацію, а не над тими питаннями, які повинні регулювати або структурувати відкриті компанії. Без подолання поточних перешкод реструктуризації, компанії не виживуть ні для статусу відкритої ні для статусу приватної компанії. Подробиці приведені в наступному розділі.
3. Просувати розвиток відкритих компаній. Ситуація з відсутністю компаній, призначених бути відкритими, вимагає втручання.

Подробиці

Тут наведено перелік ДЕЯКИХ особливих змін або реформ, які поліпшать корпоративне урядування, згідно з нижепреведеним порядком. Цей перелік ні в якій мірі не є вичерпним. Це просто приклади деяких змін, які повинні статися, і повинні привести до більш об'ємних рішень. Необхідно провести ретельне, але таке, що відповідає обставинам, вивчення ринку акцій, управління і законів для розвитку повної програми корпоративного управління:

1. Сприяння вступу у володіння:

- У законі про реєстраторів необхідно відмітити, що реєстратори повинні сприяти і проводити спілкування від акціонера до всіх інших акціонерів за рахунок відправника. Це може бути повідомлення про тендер на акції, а також сповіщення про корпоративні заходи. Закон також повинен встановити ціну за дану послугу реєстратора. До того ж, закон повинен вимагати, щоб номінальні держателі передавали повідомлення фактичним акціонерам і власникам депозитарних розписок. Цей закон полегшить реструктуризацію, допомагаючи в передачі повідомлень про дії з корпоративного урядування.
- Чи закон, чи ПФТС повинні передбачати спосіб пропозиції тендера на викуп в масово приватизованих компаніях акціонерам, що залишилися. Цей спосіб не є винятковим, але інформація про цей спосіб повинна бути поширена серед як можна більшої кількості людей. Він може бути деталізований до форм і способу реєстрації. Багато які юридичні радники не люблять встановлювати порядок договорів, вірячи у вільну форму. Я згодний з ними, за винятком даної ситуації. По-перше, існує багато компаній з мільйонами акціонерів, які більше нікому не вірять. Якщо акціонери побачать тендер в знайомій формі, це приведе до довіри з боку дрібних акціонерів. По-друге, пропозиція тендера в прийнятій манері зменшить спроби нетямущого і корумпованого суду оспорювати його легальність. По-третє, це знизить кількість роботи, яку потрібно зробити брокерам для пропозиції тендера, таким чином зміцнюючи ринок корпоративного контролю. Цей вказаний метод буде застосовуватися тільки до масово приватизованих компаній, дозволяючи вільній формі і далі процвітати.
- Прибрати вимоги, щоб кожен контракт купівлі-продажу акцій від фізичних осіб завірявся нотаріусом, принаймні, в умовах тендера.
- Укоротити перелік інших деталей для спрощення купівлі акцій у великій групі людей і т.д. Такий перелік не входить в рамки даної роботи і вимагає консультації українських брокерів.
- Змінити закон про господарські товариства, так щоб чітко заборонити принцип "хто перший прийшов" при купівлі емісій. Керівництво контролює цих людей і використовує цей принцип для продажу контролю компаній дуже дешево своїм друзям.
- Необхідно підвищити ефективність закону про банкрутство, можливо внесенням окремих статей, що стосуються компаній, приватизованих в ході масової приватизації. Автор був свідком того, як спроба влади 25 мільйонів доларів в український цукровий завод, що збанкрутував, потерпіла крах, тому що з правами власності на активи після банкрутства почалася плутанина через ряд потенційних «лазійок» в

законодавстві. Власна критика автора даної роботи - ця відсутність достатньої уваги процедурі банкрутства, хоч це дуже важливий компонент корпоративного урядування.

- Вжити заходи по ліквідації проблеми утримання і стримування¹ на ринку корпоративного контролю. Утримання - це коли контролюючий акціонер вирішує, що він може експропріювати частку меншини акціонерів, і тому не вважає потрібним викупити їх акції. Стимування - це зворотний процес: меншина акціонерів бачить західного інвестора і вирішує, що продавати не треба, а можна заробити на його спробах реструктуризації. Ще гірше, коли інвестор, той, що володіє меншою часткою, має вирішальний або блокуючий голос, можливість впливати на суд незаконним шляхом і, таким чином, заважати здійсненню реструктуризації або робити її дуже коштовною. Наприклад, група незадоволених керівників, що має невелику кількість акцій, може подати скаргу в суд на те, що збори акціонерів порушили якийсь неясний принцип, який навіть не має законної бази. За допомогою невеликого хабаря судді, вони можуть організувати власне відновлення, яке дозволить їм пограбувати компанію. Більшість інвесторів (навіть українських), тих, що розглядають можливість купівлі і реструктуризації підприємства не почнуть реалізацію проекту поки існує не вирішена проблема вирішального голосу або владної меншини акціонерів.

Один важливий закон, що захищає права меншини акціонерів від утримання в ситуації викупу, зараз поданий на розгляд в парламент. Згідно з новим законопроектом про господарські товариства, будь-хто, хто купив хоч би 60% акцій компанії повинен запропонувати акціонерам, що залишилися, викупити їх акції. Цей закон внесе певну простоту в процес купівлі компанії шляхом підтвердження того, що придбання контрольного пакету не досить для будь-яких дій. Цей закон буде сприяти формуванню ефективної форми власності шляхом вирівнювання прав контролю і прав на частку в прибутку, і є важливим компонентом повної реформи корпоративного урядування. Але, як і раніше, є проблеми: по-перше, легко обійти цей закон шляхом нелегального розподілу власності між декількома, на вигляд що не мають відношення, особами. По-друге, якщо не буде проведений тендер, буде важко довести, що була зроблена пропозиція по викупу. По-третє, цей закон створює проблему стимування, тому що в ситуації викупу акціонер зі значною часткою буде стримуватися, з метою визначити, чи має він вирішальний голос, тому що якщо він його не має, то він все одно автоматично залишиться з опціоном продати свої акції.

Тут може бути застосовано, наприклад, таке рішення: будь-який акціонер, що володіє більшістю акцій, що пройшов через процес формальної пропозиції викупу іншим акціонерам, повинен мати особливі права. Наприклад, цей акціонер може мати можливість приймати рішення, звичайно зарезервовані за зборами акціонерів, просто внаслідок володіння відповідною більшістю і при умові повідомлення інших акціонерів. Це допоможе пом'якшити: а) проблему утримання шляхом

¹ утримання-від англ. hold-in, стримування – від англ. hold out

надання контролюючому акціонеру стимулу купити пакет відкрито, і дістатися особливих прав; б) проблему стримування, тому що ті, хто стримуться також щось втрачають; в) допомогти реструктуризації шляхом прискорення впровадження рішень.

2. Сприяти приватній реструктуризації:

- Прямо дозволити, одночасно з пропозицією про придбання, робити пропозицію/укласти операцію з менеджментом з метою заохочення його звільнення. (Це також полегшує процес купівлі шляхом стимулювання керівництва до співпраці). Хоч це виглядає майже як корупція, це буде мати протилежний ефект: по-перше, це буде стимулювати червоних директорів «піти з миром». По-друге, це зупинить цикл обдирання компаній, і по-третє, це швидше стимулюватиме червоних директорів активно шукати покупців на компанію, замість того, щоб грабувати її.
- Внести в закон про господарські товариства вимогу, щоб чергові збори акціонерів масово приватизованих компаній завжди включали в порядок денний наступні моменти: переобрання наглядової ради, переобрання ревізійної комісії, переобрання керівництва. Зараз, незадоволений акціонер повинен повідомити керівництво принаймні за 20 днів про свої наміри внести даний пункт в порядок денний, таким чином заделеґідь повідомляючи про намір поміняти керівництво і дозволяючи їм зробити кроки (законні чи ні) для власного захисту, які, звичайно, бувають успішними. Багато які західні інвестори стикалися з даною проблемою.
- Змінити трудовий кодекс з вказівкою на те, що права керівництва не є такими ж, як права робітників. У цей час, керівництво має як мінімум такі ж права, що і робітники, **включаючи** захист від звільнення без причини. Вони часто використовують це для заяви, що збори акціонерів звільнили їх незаконно, вимагаючи, крім всього іншого, «морального відшкодування» і відновлення. Закон повинен вказувати, що керівництво може бути звільнене в будь-який час без пояснень, і їх права вказані тільки в контракті.

3. Сприяти розвитку приватних компаній і ринків капіталу:

- По-перше, виділити компанії, призначені для того, щоб стати відкритими від інших. Це може бути зроблене шляхом створення нових рівнів лістинг: рівень для компаній, які довели призначення стати відкритими, а інший - для тих, які вже є відкритими. Кожний рівень лістингу буде мати зростаючі суворі вимоги корпоративного урядування. Визнаючи той факт, що діючий ринок не є фондовим ринком як таким, нові рівні лістингу повинні сприяти розвитку фондового ринку. Нові первинні емісії акцій можуть котируватися тільки на самому високому рівні лістингу. НЕ страшно, якщо жодна компанія не відповідає зараз цим рівням. Це може підвести існуючих менеджерів і підприємців до розуміння того, що вони можуть зв'язати себе зобов'язаннями ради фінансування.
- Запустити пілотний проект для формування однієї або двох компаній для приватизації, де широке акціонування може бути ефективним. Це буде вартим, але довгостроковим пілотним проектом з ефектом тривалого впливу на менталітет українських посадових осіб і на розвиток

фондового ринку в Україні. Крім того, обмежені ресурси (увага суду, менеджерів, бухгалтерів) можуть бути зфокусовані швидше на цих компаніях, ніж розподіляться серед багатьох інших компаній, які не мають ні найменшого шансу бути відкритими.

Важливе питання полягає в тому, чи повинен уряд проводити реструктуризацію компаній перш ніж вони будуть розпродані. У більшості випадків реструктуризація компаній - це функція приватного сектора. Незважаючи на це, в деяких випадках, для приватного сектора буде дуже дорого реструктуризувати велику компанію, яка ймовірно усього буде функціонувати як відкрита компанія.

Однак, якби уряд міг реструктуризувати компанії для оптимальної роботи, то приватизація не була б потрібна. Правда в тому, що сьогоднішня дуже політизована і корумпована держава не в змозі забезпечити нормальний зв'язок між прозорими особистими інтересами і ефективним функціонуванням бізнесу.

Недавно автор прочитав записку про іноземну меблеву компанію, яка купила фабрику в східній Європі і, намагаючись реструктуризувати цю фабрику, зіткнулася з протистоянням з боку міліції. У записці говорилося, що іноземна фірма навряд чи підтримує принцип того, що реструктуризацію треба залишати за покупцем. Ось інший приклад: західний фонд придбав контрольний пакет у готельному ВАТ і хотів реструктуризувати управління і діяльність. Місцеві власті перешкоджали реструктуризації, використовуючи свою частку голосів, включаючи зрив зборів акціонерів, а представник фонду був арештований і, зрештою, поставлений в положення покинути країну. Представником цього фонду був даний автор. Припустимо, що цей готель був би в руках держави. Який би бюрократ взяв на себе відповідальність по проведенню реструктуризації належним шляхом, навіть якщо припустити, що він знає, як це робити? Хто б був у цьому зацікавлений? **Тільки дуже зацікавлене в отриманні прибутку приватне підприємство може пройти всі кола пекла при здійсненні реструктуризації в цьому середовищі.**

Держава повинна гарантувати можливість проведення реструктуризації компаній: наприклад, необхідні зміни в керівництві, нормах статуту і корпоративних структурах можуть бути досягнуті при наявності початкового статуту компанії і структури власності. До того ж, сама держава повинна забезпечити законний, регулюючий і політичний клімат, який сприятиме проведенню реструктуризації, розвитку і зростанню бізнесу.

Але, незважаючи на вищесказане, складно реструктуризувати відкриту компанію без наявності наступних чинників: спочатку контракти були грамотно складені, можна розраховувати як мінімум на прихильність керівництва і відповідні регулюючі акти існують і діють. Іронія складається в тому, що це також неможливо досягнути до початку приватизації з причин, вказаних вище. Тому, варто спробувати вибрати

одну або дві компанії, де контрольний пакет ще у держави, і які могли б стати відкритими і структурувати їх для відповідної відкритої пропозиції акцій. Чому одну або дві? Тому що це необхідно зробити тільки під контролем і наглядом вищих представників влади, які публічно зобов'язуються зробити ці компанії відкритими. Якщо і тільки якщо вищі представники влади зроблять це публічно, повинна бути зроблена спроба перетворити одну або дві компанії в по-справжньому відкриті з використанням узгодженої західної допомоги.

АЛЕ ПЕРЕДУСІМ з'ясуйте, чи дійсно вибрані вами компанії призначені для того, щоб стати відкритими, щоб не тратити сили на відмиття золота в болоті.

Що не ефективно

- Будьте обережні, щоб не створити невизначеність в правах власності. Легко застосовувати західні принципи справедливості до української приватизації або формування вже приватизованих компаній. Деякі навіть можуть заявити, що їх застосування в Україні стане мірою, направленою проти олігархів, оскільки звичайно олігархи створювали самі собі шляхи привласнення якомога більшої кількості активів і якомога швидше. Тому, будь-які заходи, що протистоять нелегальному придбанню акцій, включаючи націоналізацію, є чесною грою проти цих людей. Але потрібно пам'ятати, що при корумпованій і нерозвиненій судовій системі, «сміятися останніми» будуть олігархи. При такій системі вони будуть зберігати свої активи захищеними, при цьому використовуючи суд, як засіб втручання в права власності, а також заважаючи спробам реструктуризації тих, хто придбав активи важким законним шляхом. До того ж заплутане законодавство, що визначає права власності, відіб'є бажання у будь-якого західного інвестора вкладати гроші в довгострокові проекти на Україні.
- Теж відбувається і з надмірною юридичною відповідальністю, яка накладається на членів Ради. Легко застосувати західні принципи: директори повинні нести відповідальність і повинні автоматично притягуватися до суду за порушення прав акціонерів. Однак, з невідповідною і корумпованою судовою системою, сторони, зацікавлені в зриві планів на реструктуризацію, будуть використовувати закони про відповідальність для того, щоб створити проблеми для членів Ради, таким чином створюючи надмірний юридичний ризик для будь-якої західної компанії, що намагається реструктуризувати українську компанію. У той самий час, законослухняним інвесторам буде складно притягнути до суду директора, або членів Ради, що представляють могутню групу, що експропріює активи інших акціонерів. Зараз закон свідчить, що будь-яка посадова особа не повинна приводити до втрат в компанії. Якщо це відбувається, таку людину можна притягнути до відповідальності. Поки треба залишити це питання у спокої. В нових, дійсно відкритих емітентах, питання відповідальності наглядачів може бути заделегідь визначене у відповідних статутних документах (контрактах)
- Агенти із зовнішніми повноваженнями, які визначені законом, в загальній своїй масі не буду працювати, тому що в українському корумпованому середовищі, будь-який агент із зовнішніми повноваженнями ймовірніше

усього буде учасником корупції з тими, хто має особливі інтереси, а не залишиться неупередженим. У гіршому випадку, такі агенти будуть учасниками корупції для запобігання реструктуризації тих компаній, що вже знаходяться в руках ефективних власників. Очевидна можливість такого виходу відверне багатьох потенційних інвесторів від приходу на цей ринок і бажання пройти всі кола пекла для здійснення реструктуризації компанії. Але це не говорить про те, що приватні контракти не можуть визначити участь агентів із зовнішніми повноваженнями.

- Загалом, реструктуризація, здійснювана державою, не буде працювати, крім як вказано вище, лише у разі великої і потенційно відкритої компанії.

Висновок

Це економіка... Не тільки закон і порядок, не тільки положення статутів, і навіть не тільки розвиток ринку капіталу грають роль. Це все економіка, і капіталістична модель заснована на ефективній формі власності. Без ефективної форми власності, компанії не будуть працювати з максимальною цікавістю їх власників, і тому не дадуть власникам можливості діяти як економічні одиниці. Без забезпечення ефективної форми власності, результат приватизації буде безглуздом. Не звертання уваги на ефективну форму власності після масової приватизації все одно що викинути механізм приземлення після зльоту. Тому корпоративне управління зараз повинно отримати принаймні стільки ж уваги від реформаторів, скільки отримала приватизація.

Реформи в корпоративному урядуванні і правах акціонерів повинні мати практичний і економічний підхід: відштовхуватися від існуючої ситуації після масової приватизації в Україні і будувати ефективну форму власності в дизфункціональних компаніях. Це може бути зроблене за допомогою сприяння ринку корпоративного контролю, реструктуризації і шляхом визначення, чи призначені ті або інші компанії стати відкритими, забезпечуючи умови цим компаніям для розділення і реструктуризації.

Однак, тільки ринок корпоративного контролю міг би примусити функціонувати безліч компаній. Програма корпоративного урядування не повинна концентруватися на більш, ніж 2-3 компаніях для того, щоб залишити або зробити їх відкритим. Необхідно встановити різні рівні лістингу для перемикання уваги на потрібне юридичне регулювання і для сприяння надійному ринку капіталу для акцій гідних відкритих компаній. Програма корпоративного урядування не повинна покладатися на уряд в питанні повернення в приватний сектор, надаючи владу агентам, що не мають відповідну частину в прибутках компанії, або що заплутують права на власність або, в іншому випадку, що перевантажує судову систему.

Жодна компанія не уникне гніву реформ, тому що програма повинна насамперед створити всі умови приватним підприємствам, а не робити їх роботу. Консультантам зовсім не обов'язково пити з кожним генеральним директором для того, щоб переконати його, що права акціонерів вигідні для нього (хоч вони все рівне йому не вигідні). Нехай приватний сектор зробить це. Але без надання можливості приватному сектору зробити це, компанії, приватизовані в ході масової приватизації, будуть роздроблені.

Треба помітити, що баланс між заохоченням і полегшенням купівлі контролю і забезпеченням акціонерів, що залишилися, правами, є необхідний. Якщо одне з вищезазначеного випущене з уваги, це приведе до неефективної форми власності.

І нарешті: нічого «не йде своєю чергою» в реформі корпоративного урядування. Більшість українських компаній вже знаходяться в розваленому стані. Це не тільки веде до втрати акціонерного капіталу, а також до втрати людського чинника, економічних зв'язків, технологічного потенціалу і усього того нематеріального, що примушує економіку працювати і робить людей забезпеченими.

Рекомендації і порядок, описані в даній доповіді ортодоксальні, але вони засновуються на стійких економічних принципах і призначені для поточного стану справ.

Дайк (1999) описує 3 раціональні причини неуваги до корпоративного урядування:

Погляд Коуза:

Політична точка зору: можливо єдина раціональна причина чому ваучерна приватизація була сприйнята місцевими політиками. Насправді, в радянському союзі не було великої різниці між політиками, бюрократами і керівництвом (директорами) підприємств. Всі вони були взаємопов'язані і займалися політичним вихованням мас. Невдача в передачі прав на контроль дозволила цій групі політиків, бюрократів і керівникам підприємств залишитися разом і служити свої особистим інтересам. Ця точка зору, однак, не описує причину, чому хтось, що рекомендує найбільш ефективний курс економіки, пропонує масову приватизацію без особливого урахування корпоративного урядування.

Створюючи мотиви для побудови установ: суть в тому, що акціонери будуть лобювання створення установ. Однак це прямо не вирішить питання ефективної форми власності і контролю: передусім повинні бути розвинені установи відносно дійових власників, а потім можна буде досягнути ефективної форми власності.