

## ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ РОЗВИТКУ КОРПОРАТИВНОГО ЗАКОНОДАВСТВА В КРАЇНАХ З ТРАНЗИТИВНОЮ ЕКОНОМІКОЮ

В статті подані результати порівняльного аналізу законодавчої бази в сфері корпоративного управління для розвинутих країн та країн з транзитивною економікою. Розкриті особливі риси корпоративного законодавства України. Подається висновок про залежність якості захисту інвесторів від рівня концентрації володіння акціями.

The article includes the results of comparative analysis of legislation in corporate governance in developed countries and developing countries. Disclosed special features of corporate law in Ukraine. Served as a dependence on the conclusion to protect investors and the level of concentration of shareholdings.

**Постановка проблеми у загальному вигляді.** Однією з головних складових ефективного корпоративного управління є відповідний рівень розвитку корпоративного законодавства. В одній з робіт по корпоративному праву [8] корпоративне законодавство визначається як сукупність нормативних актів, що містять норми різних галузей права (приватного і публічного), які регулюють стосунки усередині корпорації і зовні. Корпоративне законодавство необхідно відрізнити від корпоративного права, яке є ширшим поняттям, і включає корпоративні норми, які можуть бути і не виражені в яких-небудь нормативно-правових актах.

Розвиток корпоративного законодавства окремої країни не може бути оцінено без урахування взаємного впливу норм інших країн. Досягнення корпоративного права дуже швидко сприймаються законодавством і практикою інших країн, тому корпоративне законодавство в кожній країні створюється зусиллями усіх країн світу.

**Аналіз досліджень і публікацій останніх років.** Питанням корпоративного законодавства присвятили свої роботи такі вчених як Макарова О.А. [8], Карпенко Г. В. Данькевич А.П. [7], Петренко В. С.[11], Чупрова А. Ю. [12].

Серед зарубіжних вчених, які зробили великий внесок в розвиток цієї проблеми можна відмітити А. Шляйфер і Р. Вішні [16], Р. Ла Порту, Ф. Лопес-де-Силанес [13; 14], К. Пістор [15], Ірадж Хаши [3], Мухамедзянов В. В. [9] та інші.

А. Шляйфер і Р. Вішні [16] стверджують, що ефективне корпоративне управління створюється або за допомогою розвинутої законодавчої бази і активного ринку цінних паперів, або шляхом концентрації власності. Розвиваючи цю думку, Р. Ла Порту, Ф. Лопес-де-Силанес [13; 14] стверджують, що в країнах, де забезпечується вищий рівень правового захисту акціонерів, фінансові ринки розвиненіші і фірмам забезпечений кращий доступ до джерел зовнішнього фінансування, а також більші можливості розвитку. К. Пістор [15] розповсюдив цей підхід і на країни, що проходять економічну трансформацію, підкреслюючи вплив, який роблять на зовнішнє фінансування підприємств правові інститути та їх ефективність.

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Існуючі дослідження мають дещо розрізнений характер. В кожній з робіт досліджується особливості корпоративного законодавства окремої країни або окремої групи країн (розвинуті або такі, що розвиваються) без порівняння цих груп між собою. Тому важливим та корисним буде порівняння існуючого корпоративного законодавства саме цих двох груп.

Не менш важливим є порівняння вітчизняного корпоративного законодавства з корпоративним законодавством інших країн, які є представниками цих груп.

**Формулювання цілей статті.** Проблематика, яка досліджується в статті, зумовлює постановку наступних цілей: вибрати певний перелік найважливіших норм в області корпоративного законодавства та провести порівняльний аналіз з точки зору наявності цих норм в розвинених країнах та в країнах з транзитивною економікою; проаналізувати особливості корпоративного законодавства в Україні.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Проведення порівняльного аналізу корпоративного законодавства з точки зору наявності формальних загальноприйнятих актів із захисту прав акціонерів в розвинених країнах і в країнах з транзитивною економікою дозволяє більш глибоко вивчити цю проблему, а також виявити ті напрями, які вимагають удосконалення, як для України, так і для інших країн. З цією метою був вибраний певний перелік найважливіших норм в області корпоративного законодавства, по якому досліджувалася їх присутність та рівень розвитку в кожній конкретній країні. Для більш наочного представлення усі досліджувані країни були розділені на 2 групи: країни з розвинутою ринковою економікою і країни, що розвиваються. Україна була виділена в окремий стовпчик, оскільки одним з головних завдань нашого дослідження являється порівняння саме українського корпоративного законодавства з корпоративним законодавством цих двох груп. Результати порівняльно-правового дослідження представлені в таблиці 1.

Таблиця 1

Порівняльний аналіз корпоративного законодавства у розвинених країнах та в країнах, що розвиваються

Норма	Україна	Розвинуті країни			Країни, що розвиваються		
		США	Країни ЄС (Гер., Вел., Фран.)	Японія	Росія	Польща	Чехія
Визначеність порядку створення АТ	Є	Є	Є	Є	Є	Є	Є
Визначеність процедури формування розміру статутного капіталу АТ	Є	Немає	Є	Є	Є	Є	Є
Регулювання створення філій, представництв та інших відособлених підрозділів	Є	Є	Є (у сфері звітності)	Є	Є	Є (у сфері звітності)	Є
Основні питання реорганізації	Є	Є	Є	Є	Є (необхідна деталізація)	Є	Є
Можливість створення товариства з одним учасником	Є	Є (для штата)	Є (для закритих/приватних компаній)	Є	Є	Є	Є
Переважне право викупу акцій акціонерами	Є	Є	Є	Є	Є (для закритих компаній)	Немає	Є
Визначеність вимог до звітності та проведення аудиту	Є	Є	Є	Є (обов'язково для відкритих компаній)	Є (аудит потребує деталізації)	Є (залучення аудитора не обов'язково)	Є (низький рівень - потребує удосконалення)
Поглинання і захист прав міноритарних акціонерів	Є (необх. деталізація)	Є	Є	Є (потребує удосконалення)	Є	Є (потребує удосконалення)	Є (захист прав - потребує удосконалення; поглинання - немає)
Банкрутство	Є (потребує удосконалення законодавства)	Є (збереж. бізнесу)	Є (мінімально)	Є (потребує удосконалення законодавства)	Є (потребує удосконалення законодавства)	Є (потребує удосконалення)	Є (потребує удосконалення законодавства)
Можливість здійснення інсайдерських операцій	Є (мінімально)	Є (заборона)	Є (заборона)	Є (заборона)	Є (недавно введено заборону)	Є (заборона)	Є (заборона)
Ліквідація	Є	Є	Немає	Немає	Є	Є	Є

З таблиці 1 видно, що норми, які пов'язані з визначенням порядку створення акціонерних товариств (АТ), питаннями створення філій, представництв і інших відособлених підрозділів є присутні в корпоративному законодавстві усіх країн, як в тих, що розвиваються та і в розвинених. По інших нормах є деякі відмінності. Так за винятком США, в усіх країнах має місце визначення процедури формування статутного капіталу акціонерного товариства. Це пов'язано з тим, що в США відсутнє корпоративне законодавство на федеральному рівні, тут корпорації реєструються в певному штаті і саме закони цього штату складають основу законодавчої бази відносно прав і обов'язків корпорації. Однією з особливостей законодавства США є те, що предмет діяльності акціонерного товариства не обов'язково повинен вказуватися в статуті.

Можливість створення товариств одним учасником є як в Україні, так і в інших країнах, проте в США і країнах ЄС ця норма корпоративного законодавства має свої особливості.

Законодавство європейських країн допускає створення АТ однією особою. Акціонерне товариство однієї особи дозволене і регулюється відповідно до Дванадцятої директиви ЄС 89/667/ЄЕС від 22 грудня 1989 р. [17] в Швеції, Німеччині, Нідерландах і Іспанії. Проте в країнах ЄС можливість створення суспільства одним учасником передбачена тільки для закритих, приватних компаній, тоді як в США це є можливим і для корпорацій відкритого типу.

Різні законодавства передбачають різні порядки створення акціонерного товариства:

1. Перший - коли засновники приймають рішення про створення товариства і оголошують підписку на акції. В цьому випадку першими акціонерами товариства є передплатники, а самі засновники можуть і не бути акціонерами. Такий порядок встановлений, наприклад, для утворення АТ, що звертається до публічної підписки, за законодавством Франції.

2. Другий - коли засновники товариства є і його першими акціонерами. В цьому випадку усі акції суспільства повністю розподіляються між засновниками, які повинні сплатити їх в терміни і в порядку, передбаченим законом і договором про створення суспільства (Німеччина).

Українське акціонерне законодавство наслідує другий варіант створення акціонерного товариства, коли засновники АТ стають його першими акціонерами.

У кожній з даних країн є відмінності з питань реорганізації і ліквідації.

Реорганізації юридичних осіб використовується останнім часом в Росії як один з правових інститутів для здійснення ворожих захоплень бізнесу. Законодавство з питань реорганізації і ліквідації юридичних осіб в Росії потребує реформування, потрібна розробка детальніших норм про реорганізацію і ліквідацію АТ. Все це характерно і для України.

У ряді розвинених економічних країн існує спеціальний закон про реорганізацію, наприклад Японський закон про корпоративні реорганізації № 172 від 7 червня 1952 р. (з подальшими змінами). Як правило, це ті країни, в яких разом з Цивільними кодексами діють Торгівельні кодекси.

З таблиці 1 також можна побачити наступну закономірність: питанням, пов'язаним з ліквідацією компаній в розвинених країнах приділяється менше уваги, ніж в країнах з транзитивною економікою. Так в жодній з розвинених країн немає чіткої норми, яка б регулювала процес ліквідації компаній. Наприклад, в США це питання у загальних рисах висвітлено лише в одній з глав закону про банкрутство.

Для забезпечення захисту прав дрібних акціонерів в більшості країн введені вимоги кворуму і кваліфікованої більшості. Переважне право акціонерів на купівлю акцій нової емісії існує майже в усіх країнах за винятком Польщі. Польща є єдиною країною, де дрібні акціонери можуть об'єднати свої голоси і вибрати члена Наглядової ради, але в той же час це єдина країна, де немає автоматичного права акціонерів на купівлю акцій нової емісії. В ході перегляду корпоративного законодавства слід замислитися над поліпшенням положення в цій сфері.

В країнах з транзитивною економікою ідея незалежних членів Наглядової ради знаходиться в початковому стані. Лише у Росії і Польщі рекомендується вводити незалежних членів на добровільній основі. З іншого боку, вимоги, що стосуються незалежного аудитора і регулярної публікації фінансових звітів, діють в усіх розглянутих країнах, як в країнах з транзитивною економікою, так і в розвинених країнах. Причому в деяких з них (наприклад, США) потрібно надавати навіть квартальну звітність.

Аналіз норм, регулюючих установу і структуру комітету з аудиту в країнах ЄС пов'язаний з твердженням Парламентом ЄС восьмої Директиви [1]: в області корпоративного права, згідно якої, комітет отримав статус обов'язкового органу в системі корпоративного управління будь-якої компанії, що реалізовує свої акції по відкритій підписці. Проведений аналіз компетенції комітету з аудиту не виявив якого-небудь єдиного підходу для США і ЄС. Проте, в законодавстві цих країн простежуються три основні сфери діяльності, характерні для цього комітету: внутрішній контроль, питання призначення зовнішнього аудитора і визначення умов контракту з ним, а також контроль над процесом самого зовнішнього аудиту.

В Україні комітети з аудиту є досить рідкісним явищем, в основному деякі функції цих органів бере на себе ревізійна комісія. Проте збереження і розвиток інституту ревізійної комісії в українському корпоративному законодавстві не представляється вірним з ряду причин. По-перше, слід визнати, що зовнішньому інвесторові ближчий і зрозуміліший комітет з аудиту. По-друге, його наявність в системі корпоративного управління є обов'язковою вимогою усіх фондових ринків Європи і США. По-третє, процес самостійного розвитку інституту ревізійної комісії у вітчизняному законодавстві представляється дуже складним через його невелику історію, в порівнянні з комітетом з аудиту, а також на тлі останніх тенденцій гармонізації українського законодавства з нормативно-правовими актами ЄС. Якщо розглянути варіант, щоб підтримувати в компанії обидва органи - комітет з аудиту і ревізійну комісію, то зважаючи на дублювання функцій і зайві витрат він представляється недоцільним.

Законодавство країн, що розвиваються, не приділяє уваги правам стейкхолдерів, за винятком права працівників компанії бути представленими в наглядовій раді (наприклад, в Чехії і в найбільших компаніях Угорщини). Законодавство не містить також положень, що стосуються проведення консультацій з кредиторами, постачальниками і державою, а також якогось залучення цих категорій стейкхолдерів до функціонування корпоративного управління компанії та надання їм необхідної інформації. У цій сфері компанії можуть поліпшити процедури корпоративного управління без яких-небудь негативних наслідків для функціонування їх керівних органів.

У 2005 р. корпоративне законодавство Японії зазнало істотні зміни, метою яких було спрощення процедури відкриття підприємства і як результат - підвищення інвестиційної привабливості країни. Комерційний кодекс, як частина системи корпоративного права Японії, кілька разів зазнавав зміни, останнє і найбільш суттєве з них - ухвалення нового корпоративного закону Японії.

Прийнятий в січні 2005 р. і введений в дію в 2006 р. новий Корпоративний закон, є результатом системного (докорінного) перегляду існуючих законів, що визначають корпоративні форми ділової активності. До ухвалення Корпоративного закону система норм корпоративного права Японії ґрунтувалася на положеннях Комерційного кодексу (Commercial Code), закону про товариства з обмеженою відповідальністю (Yugen Gaisha Law) і деяких інших. Корпоративний закон "зв'язав" усі ці закони в єдине ціле, тобто була вироблена систематизація японського законодавства у сфері корпоративного регулювання, здійснена у формі кодифікування. Виділяються чотири основні переваги нового правового регулювання корпоративних стосунків: спрощення процедури створення нових компаній; велика гнучкість правил менеджменту в акціонерних компаніях; введення нової організаційно-правової форми юридичної особи і нової форми ведення бізнесу; спрощення процесів реструктуризації компаній.

Також згідно з новим Корпоративним законом корпорація повинна обрати як мінімум одного штатного аудитора, а підприємство, що має в розпорядженні капітал більше 500 млн. йен, - призначити мінімум трьох аудиторів (фізичних осіб), а також одного штатного бухгалтера - аудитора, який може бути як фізичною особою, так і професійною компанією.

У Японії укрαι рідкісні випадки поглинання корпорацій, що здійснюються шляхом скупки акцій. В той же час часто зустрічалися такі варіанти скупки, які не мали своєю метою поглинання або не доходили до нього.

Існує поняття "скупка по-японськи" - це скупка акцій з метою змусити корпорацію затребувати їх назад або ж з розрахунком на те, що подібні дії будуть зроблені.

Японці орієнтовані на мораль і групову поведінку, працівники компанії значною мірою ототожнюють себе зі своєю фірмою, і їм важко зрадити цьому почуттю, коли вони стають співробітниками компанії, що купила їх. Також японські корпорації гарантують зайнятість протягом усього життя працівника, скоротити чисельність персоналу після продажу дуже складно [2]. У Японії нерідкі випадки, коли усі в корпорації, аж до профспілки, повстають проти її поглинання. У США або Англії таке уявити неможливо.

Проблема регулювання поглинань в країнах ЄС була розглянута в Тринадцятій Директиві "Про придбання значної частини акцій компанії" від 21.04.2004, яка містить положення про поглинання, захист міноритарних акціонерів, обов'язковий викуп акцій і справедливу ціну. Право вимагати викуп надає міноритарним акціонерам право, яке відрізняється від примусового викупу: воно дозволяє змусити мажоритарного акціонера викупити їх акції за справедливою ціною. Це правило захищає міноритарних акціонерів від зловживань з боку акціонера, що зайняв домінуючу позицію. Такий захист може бути використаний тільки досягнувши певного граничного значення, встановленого в національному праві. Більш того, зобов'язання купити акції за справедливою ціною дозволяє міноритаріям продати акції за вищою ціною, ніж на ринку, де папери, можливо, будуть неліквідними.

Що стосується наявності в корпоративному законодавстві норм, пов'язаних з регулювання процедури банкрутства компаній, то вони є присутніми в кожній з даних країн, але в жодній з них не мають достатнього рівня розвитку і вимагають подальшого доопрацювання.

У країнах ЄС питання банкрутства регулюються Конвенцією ЄС, яка була прийнята в жовтні 1995 р. і підписана усіма країнами - членами ЄС, за виключенням Великобританії.

На підставі ст. 220 договорів, справжня Конвенція застосовується до справ про неспроможність, що включають скорочення капіталовкладень боржника (disinvestment of the debtor). Вона виключає процедури порятунку компанії, які мають місце у Великобританії.

Законодавство про банкрутство в Англії є одним з найстаріших у світі. Перший закон про банкрутство був ухвалений в Англії в 1543 році. У ньому головними наслідками банкрутства для боржника були заходи карної відповідальності. Нині діє Insolvency Act, прийнятий в 1986 р. і орієнтований на захист інтересів кредиторів. Традиційно цей закон відрізняється неструктурованістю і складністю для системного сприйняття. Також нині в Англії діє офіційна служба з банкрутства, яка є структурним підрозділом міністерства промисловості і торгівлі. Ця державна структура зобов'язана з'ясовувати причини негативних процесів в діяльності компаній. Окрім цього є фахівці з банкрутства, які діють в приватному секторі [12].

Нині чинний у Франції Закон 85-98 про відновлення підприємств і ліквідації їх майна в судовому порядку, а також Закон 85-99 про конкурсних ліквідаторів, що управляють, і експертів за визначенням стану підприємства формують систему норм, яка орієнтована на реабілітацію підприємства боржника. Концепція французької системи правового регулювання неспроможності базується на твердженні, що цілями законодавства про неспроможність є: збереження діючих підприємств, збереження робочих місць, задоволення вимог кредиторів.

Система регулювання неспроможності у ФРН до недавнього часу була представлена двома законами (Konkursordnung - конкурсне виробництво 1877 р. і Vergleichsordnung - світова угода 1935г.). З 1999 р. - вступив в дію єдиний закон регулювання неспроможності (Insolvenzordnung). У німецькому законодавстві основна увага приділяється захисту майнових інтересів кредиторів, а не долі неспроможної особи. У Insolvenzordnung не виявляється перевага діяльності боржника в порівнянні з продажем діючого підприємства іншому суб'єктові або розпродажем активів. Перехід до реабілітаційної процедури можливий тільки за наявності певного рівня згоди кредиторів. В цьому випадку складаються найдетальніші плани санації, аналізуються причини поганого фінансового становища підприємства.

У США справи про банкрутство законодавчо регулюються на федеральному рівні - Кодексом законів про банкрутство (титул 11 Зведення федеральних законів США). Окремі штати не мають законодавчих повноважень в частині банкрутства. Нагляд і судочинство по процедурах банкрутства в США здійснюють федеральні суди у справах про банкрутство - спеціалізовані суди, що входять до складу федеральних окружних судів США. На відміну від Німеччини, в США є спеціальний орган, що займається адміністративним управлінням справ з банкрутства, входить до складу Міністерства юстиції і називається Виконавче бюро федеральних управляючих США. Головна мета законодавства про банкрутство в цій країні - це зробити усе можливе для збереження бізнесу. З цією метою підприємствам може бути надана різного роду допомога. У 2008 р. в США більше 60 тис. фірм подали заяви про банкрутство, що на 74% більше ніж в 2007 році і за прогнозами експертів, в наступні роки це число буде стрімко рости. Річ у тому, що для американських компаній оголосити себе банкрутом, означає отримати відстрочку за часом і врятувати свій бізнес [10].

Багато країн вважають американські закони про банкрутство дивними, частково тому, що вони так сильно відрізняються від законів, діючих в їх власних країнах. У багатьох країнах Європи і в Японії будь-яка ділова невдача розглядається як щось, чого соромляться. Так в Японії, якщо людина працює на підприємстві, яке йому навіть не належить, і воно розоряється, цій людині може бути дуже важко знайти собі іншу роботу. Проте, Японія, Італія, Франція, Великобританія і Німеччина - починають робити свої закони більш щадними, щоб сприяти підприємництву і стимулювати активнішу економіку. У деяких місцях законодавці вважають, що більш щадна система банкрутства буде економити активи і прискорюватиме темпи економічного розвитку. Японія - один з прикладів країни, що намагається використовувати більш щадні закони про банкрутство для зростання запозичень і економічної активності. Оскільки більшість цих законів абсолютно нові, ще не ясно, чи допоможуть ці зміни прискорити розвиток малого бізнесу. Іноді культурні чинники можуть також утримувати людей від використання нових, більш щадних законів.

У ряді країн Східної Європи, таких як Чехія, Угорщина в останні 10 - 15 років в проводяться реформи законодавства про банкрутство. В продовж періоду з 1950 р. по 1991 р. Чеська Республіка не мала законодавства про банкрутство. У 1991 р. був ухвалений Закон про банкрутство і світові угоди, в який за 13 років 22 рази вносилися зміни. Усі вони мали на меті посилення захисту прав кредиторів. Нині проводяться роботи по удосконаленню законодавства у сфері банкрутства.

У рамках чинного нині чеського Закону «Про банкрутство» досить важко реструктурувати бізнес компанії, що стала банкрутом. Зміни, які спрямовані на захист прав кредиторів, значно ускладнили можливість діалогу між боржником і кредиторами. Прикладом, відповідно до нині чинного Закону передбачається, що для прийняття ряду рішень потрібна одностайність кредиторів. Виходить, що проведення переговорів між кредиторами і боржником залежить в основному від волі кредиторів. В даному випадку необхідно враховувати і психологічний чинник. Відомо, що більшість кредиторів сходяться в тому, що краще збанкрутити боржника, ліквідувати його бізнес, продати майно і отримати хоч щось, ніж ризикувати, намагаючись реструктурувати бізнес боржника в надії коли-небудь в майбутньому отримати задоволення своїх вимог [9].

У Польщі банкрутство і неспроможність регулюються законом "Про корпоративну неспроможність і відшкодування" від 28 лютого 2003 року, який відноситься до усіх видів господарюючих суб'єктів. Мета закону "Про корпоративну неспроможність і відшкодування" - значний захист кредиторів і сприяння реорганізації процесу оголошення про неспроможність. Основне завдання полягає в тому, щоб підприємство могло продовжувати свою економічну діяльність, зберігаючи зайнятість і не порушуючи своєї цілісності.

У Росії за період з 1992 р. по 2002 рр. змінилися три Закони про банкрутство.

Недосконалість законодавства про банкрутство не є унікальною рисою для України. Закон про банкрутство [5]: (спеціальний закон, регулюючий правовідносини в процедурах банкрутства) досить об'ємний, непростий і не в змозі дати відповіді на усі виникаючі питання. Одним з його недоліків є повне ігнорування особливостей банкрутства АТ і відсутність регулювання взаємин усіх суб'єктів цього процесу з учасниками фондового ринку.

У різних частинах світу існують різні визначення терміну "інсайдерські операції", але в більшості випадків їх розглядаються як угоди, які здійснюються людьми, що мають доступ до істотної неопублікованої інформації, де "істотний" означає що "має безпосереднє відношення до ціни акцій або цінних паперів". У різних країнах існують різні закони, що стосуються угод інсайдерів, і різна практика правозастосування.

Сьогодні, як і у минулому, в США існують якнайповніше зведення законів, спрямованих проти угод інсайдерів, найсуворіші вимоги до розкриття інформації і найбільш жорстка правозастосовна практика. У США угоди інсайдерів розглядаються як злочин, за який карають, у тому числі тюремним ув'язненням, тоді як в інших країнах (Гонконг) вони вважаються цивільними правопорушеннями, за які порушникові загрожує усього лише штраф.

З таблиці також видно, що можливість здійснення інсайдерських операцій в Україні з усіх країн найбільша, цей аспект мінімально представлений в українському корпоративному законодавстві.

Росія також як і Україна до недавнього часу була країною для інсайдерів, але тепер в Росії вже ухвалений закон "Про протидію неправомірному використанню інсайдерської інформації, маніпулюванню ринком і про внесення змін до окремих законодавчих актів РФ". Тепер за маніпулювання ринком можна отримати реальний термін: максимально сім років позбавлення волі. У США подібні закони існують сімдесят років, а в Європі з інсайдом борються більше тридцяти років.

Більшість країн розцінюють інсайдерську торгівлю як правопорушення і відносять такі справи до юрисдикції судів. Інсайдерська торгівля разом з маніпулюванням і іншими видами незаконної торгівельної практики на фінансових ринках веде до руйнування ефективного функціонування останніх. Застосування законодавства, що забороняє інсайдерську торгівлю на фінансових ринках, має бути негайним, а покарання невідворотним і істотним для його порушників.

Питання про санкції до порушників, заходів відповідальності, які передбачені за торгівлю з використанням інсайдерської інформації, помітно різняться в різних країнах. Найсуворіше покарання передбачається на батьківщині антиінсайдерського законодавства - в США, де за його порушення можна отримати 10 років тюремного ув'язнення з виплатою практично необмеженої компенсації. Найм'якше покарання передбачене в Японії - 6 міс. тюремного ув'язнення (і/або штраф). Як правило, в більшості країн максимальне покарання за порушення антиінсайдерського законодавства - 5 років тюремного ув'язнення (і/або штраф).

Емпіричні дослідження призводять до висновку про те, що проведення в життя антиінсайдерських законів позитивно впливає на ринки і підвищує вартість активів.

Це повинно стати спонукальним мотивом для перегляду політики держави в області законодавства про угоди інсайдерів і більш суворого їх застосування.

Необхідно також відмітити, що хоча законодавча база корпоративного управління в даних країнах представляється досить добре розвинутою і повною, це не означає, що так само добре йдуть справи з використанням цих законів на практиці. Як відмічають багато дослідників, однією з найважливіших проблем країн з транзитивною економікою є дотримання законів.

Таким чином, результати дослідження показали присутність в українському законодавстві інструментів захисту акціонерних прав, характерних як для однієї, так і для іншої групи країн (розвинених і таких, що розвиваються). Рівень високого формального захисту прав акціонерів за українським законодавством пояснюється загальними тенденціями, які існують в країнах, що розвиваються. Ці тенденції дозволяють країнам, що розвиваються, швидше за інших сприймати та імплементувати передові правові моделі.

Аналіз також показав, що при запозиченні інститутів корпоративного права, які регулюють правове положення акціонерів, Україна орієнтувалася, передусім, на практику ЄС. Головною істотною особливістю зарубіжного корпоративного законодавства в порівнянні з українським є його висока деталізованість, що виражається в численних описах різних аспектів в області корпоративного управління. Вказані відмінності в корпоративному законодавстві досліджуваних країн, не дозволяють робити висновки про великий реальний прогрес у сфері корпоративного управління і захисту прав інвесторів в країнах, що розвиваються.

Проте проведені, зарубіжними дослідниками порівняння ефективності правових систем 49 країн світу з точки зору захисту інтересів інвесторів, дозволили зробити три головні висновки цього дослідження.

- незважаючи на помітні відмінності законодавства, останнє в більшості випадків надає інвесторам досить обмежений набір прав. При цьому країни із звичаями "загального права", надають інвесторам значно кращі механізми захисту, ніж це має місце в країнах "цивільної" правової традиції

- існують значні відмінності в тому, що стосується виконання законодавства (enforcement). Німецька і скандинавська моделі, що базуються на традиціях "загального права" відрізняються найкращим рівнем виконання законодавства. Найбільш слабе виконання законодавства спостерігається в країнах французької цивільної традиції (сюди ж відносяться і країни, що розвиваються).

- існує явна залежність між якістю захисту інвесторів і рівнем концентрації володіння акціями. В середньому у світі (для найбільших компаній, акції яких вільно торгуються на ринках) середній показник концентрації володіння акціями у 3-х великих акціонерів дуже високий і складає 46%. Ця цифра відповідає першому загальному висновку про слабкий захист інвесторів в більшості правових систем світу. Незвично високий рівень концентрації має місце в країнах французької моделі (для 10 найбільших недержавних фірм - в середньому 54% для 3 великих акціонерів. Найменша концентрація характерна для країн німецької моделі (34%). У скандинавських країнах цей показник визначений в 37%, а країни "загального права" займають проміжні позиції - 43%.

#### **Висновки даного дослідження і перспективи подальших розробок.**

Таким чином, концентрація володіння є в той же час реакція (адаптація) на слабку правову захищеність інвесторів у рамках національної моделі корпоративного управління. Високий рівень концентрації також свідчить про слабе функціонування ринку капіталів. З точки зору проведеного аналізу це пов'язано з тим, що слабка правова захищеність дрібних інвесторів позбавляє компанії можливості мобілізувати необхідні капітали.

Це характерно для усіх без виключення країн з перехідною економікою і можна припустити, що актуальна проблема залучення інвестицій на українські підприємства не буде розв'язана навіть після закінчення процесів боротьби за контроль в нових корпораціях. Концентрація володіння, характерна для процесу боротьби за контроль, може розцінюватися як спосіб адаптації нового власника, але не дає ніяких гарантій для нових потенційних інвесторів в умовах слабого правового регулювання. Також можна відмітити, що спроби



прискореного розвитку в Україні та інших країнах з транзитивною економікою корпоративного сегменту ринку цінних паперів (так само як і його технічної інфраструктури) будуть малоефективними до того моменту, поки вони не будуть спиратися на постійне вдосконалення механізмів захисту інвесторів і системі виконання законодавства.

В цілому, незважаючи на вказані вище відмінності, можна виділити декілька загальносвітових тенденцій, які характерні для подальшого вдосконалення корпоративного права:

- посилення вимог розкриття інформації АТ;
- паралельний процес посилення правомочності органів управління АТ і контролю за органами управління з боку акціонерів;
- розвиток законодавства із захисту прав дрібних акціонерів по усьому спектру проблем (переважне право купівлі акцій нових випусків, правила злиття і поглинань, кумулятивне голосування та ін.);
- особлива увага до питань реорганізації АТ, перетворення АТ в інші види товариств і навпаки;

Ці проблеми актуальні як для розвинених країн, так і для країн, що розвиваються, в яких перетворення вже досягли певного якісного рівня.

#### Список літератури:

1. Восьмая Директива об аудите № 84/252 от 10.04.1984 г., Официальный вестник ЕС ОJ, 1984, L 126.
2. Деловая Япония, тома XIV\_XV. Экономика и связи с Россией в 2007-09гг. М., «ПОЛПРЕД Справочники», режим доступа: ([www.polpred.com](http://www.polpred.com))
3. Ирадж Хаши. Законодательная база эффективного корпоративного управления: сравнительный анализ опыта ряда постсоциалистических стран. - Центр социально-экономических исследований, Варшава. – 2004. – С. 543–574.
4. Закон України «Про акціонерні товариства» від 17.09. 2008 , № 514-VI
5. Закон України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом» від 14.05.92, №2344-XII
6. Закон РФ «Об акционерных обществах» от 26.12.1995, №208-ФЗ
7. Карпенко Г. В. Нормативно-правове забезпечення корпоративного управління: проблеми залучення інвестицій на вітчизняні підприємства/ Г. В. Карпенко, А.П. Данькевич //Фінанси України. – 2009. – №7. – С. 39–46.
8. Макарова О.А. Корпоративное право. – М.: Волтерс Клувер. – 2005. – 420 с.
9. Мухамедзянов В. В. Развитие принципов корпоративного управления в Чешской Республике, режим доступа к статье: <http://www.yurclub.ru/docs/corporate/article16.html>.
10. Новые правила банкротства в США //The Economist. – 2005.
11. Петренко В. С. Джерела корпоративного права Європейського союзу/ В. С. Петренко //Митна справа. – 2009. – №5(65). – С. 75–82.
12. Чупрова А. Ю. Особенности законодательства о банкротстве в Англии/ А. Ю Чупрова //Вестник нижегородской академии МВД России. – 2006. – №6. – С. 336–342.
13. La Porta R., F. Lopes de Silanes, A. Shleifer, A. Vishny: Legal Determinants of External Finance. Journal of Finance. – 1997. – Vol.52.
14. La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny (1998): Law and Finance. Journal of Political Economy. – 1998. –Vol. 106, № 6. – p. 1113 –1155.
15. Pistor K., Corporate Law in Transition Economies. Max-Planck Institute for Comparative and International Corporate Law, Hamburg. – 1999.
16. Shleifer A., R. Vishny: A Survey of Corporate Governance. Journal of Finance. – 1997. – p. 737 –783.
17. <http://europa.eu.int/eurlex> - База данных законодательства ЕС.