

Міністерство освіти і науки України
Національний університет «Києво-Могилянська академія»
Факультет правничих наук
Кафедра приватного права

Магістерська робота

освітній ступінь – магістр

на тему: **«КОРПОРАТИВНЕ УПРАВЛІННЯ В ДЕРЖАВНОМУ СЕКТОРІ
ЕКОНОМІКИ: СУЧАСНІ РЕФОРМИ ТА СТАНДАРТИ
КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ»**

Виконав: студент 2-го року навчання,
Спеціальності 081 Право
Олефір Дмитро Андрійович

Керівник: Посполітак В.В.,
кандидат юридичних наук, доцент

Рецензент: _____

**Магістерська робота захищена
з оцінкою** _____

Секретар ЕК: _____

« ____ » _____ 2026 р.

Київ – 2026

Декларація академічної доброчесності студента НАУКМА

Я, Олександр Дмитро Андрійович, студент 2 року навчання факультету правових наук, спеціальність 081 Право, адреса електронної пошти dmytro.olefir@ukma.edu.ua

- підтверджую, що написана мною кваліфікаційна/магістерська робота на тему "Корпоративне управління в державному секторі економіки: сучасні реформи та стандарти корпоративного управління" відповідає вимогам академічної доброчесності та не містить порушень, передбачених пунктами 3.1.1-3.1.6 Положення про академічну доброчесність здобувачів НАУКМА від 07.03.2018, зі змістом якого ознайомлений;
- підтверджую, що надана мною електронна версія роботи є остаточною і готовою до перевірки;
- згоден на перевірку моєї роботи на відповідність критеріям академічної доброчесності, у будь-який спосіб, у тому числі порівняння змісту роботи та формування звіту подібності за допомогою електронної системи;
- даю згоду на архівування моєї роботи в репозиторіях та базах даних університету для порівняння цієї та майбутніх робіт.

29.04.2026



Олександр Д.О.

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ.....	5
ВСТУП.....	9
РОЗДІЛ І. ТЕОРЕТИКО - ПРАВОВІ АСПЕКТИ ВИНИКНЕННЯ ТА ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ ЮРИДИЧНИХ ОСІБ З КОРПОРАТИВНИМИ ПРАВАМИ ДЕРЖАВИ.....	13
І.І. Історія виникнення корпоративного управління та проблема впровадження єдиних стандартів під різні правові системи.....	13
І.ІІ. Поняття, функція та зміст корпоративного управління господарських товариств з корпоративними правами держави.....	28
І.ІІІ. Сучасна реформа корпоративного управління у державному секторі економіки України	36
Висновки до розділу І:.....	45
РОЗДІЛ ІІ. СУЧАСНІ СТАНДАРТИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ В ГОСПОДАРСЬКИХ ТОВАРИСТВАХ З КОРПОРАТИВНИМИ ПРАВАМИ ДЕРЖАВИ.....	46
ІІ.І. Структура органів корпоративного управління та особливості винагороди директорів господарських товариств з корпоративними правами держави.....	46
ІІ.ІІ. Комплаєнс та корпоративний контроль за фінансовою дисципліною в господарських товариствах з корпоративними правами держави.....	61
ІІ.ІІІ. Корпоративна соціальна відповідальність та принципи сталого розвитку.....	74
ІІ.ІV. Роль держави у державному секторі економіки.....	79
Висновки до розділу ІІ:	87

РОЗДІЛ III. СТАН ВПРОВАДЖЕННЯ СТАНДАРТІВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ В ДЕРЖАВНИЙ СЕКТОР ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ 89

III.I. Стандарти корпоративного управління в акціонерних товариствах,
товариствах з обмеженою відповідальністю, товариствах з додатковою
відповідальністю з корпоративними правами держави. 89

III.II. Стандарти корпоративного управління в Фонді часткового
гарантування кредитів у сільському господарстві, Національній Установі
Розвитку 97

Висновки до розділу III: 102

ВИСНОВКИ 103

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ 106

ДОДАТКИ..... 125

Додаток №1 Таблиця №1 мінімальна кількість або співвідношення
незалежних директорів у наглядовій раді 125

Додаток №2 Таблиця №2 список найкращих підприємств 127

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

ВРУ -	Верховна рада України;
КСУ -	Конституційний суд України;
НКЦПФР -	Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку;
ФДМУ -	Фонд державного майна України;
НБУ -	Національний банк України;
SASAC -	Комітет з контролю та управління державним майном Китаю;
SMIDA -	Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України;
АТ -	Акціонерне товариство;
ПАТ -	Публічне акціонерне товариство;
ПрАТ -	Приватне акціонерне товариство;
ВАТ -	Відкрите акціонерне товариство;
ДП -	Державне підприємство;
ТОВ -	Товариство з обмеженою відповідальністю;
ТДВ -	Товариство з додатковою відповідальністю;
НЕК (НАЕК) -	Національна енергетична компанія;
НАК -	Національна акціонерна компанія;
НУР -	Національна установа розвитку;
ФЧГКСГ -	Фонд часткового гарантування кредитів у сільському господарстві;
АМПУ -	Адміністрація морських портів України;

МА Бориспіль -	Міжнародний аеропорт Бориспіль;
ЄС -	Європейський союз;
COT -	Світова організація торгівлі;
МВФ -	Міжнародний валютний фонд;
ОЕСР -	Організація економічного співробітництва та розвитку;
МОП -	Міжнародна організація праці;
ЄБРР -	Європейський банк реконструкції та розвитку;
АУКР -	Асоціація українських корпоративних радників;
COSO -	Комітет організацій-спонсорів Комісії Тредвея;
ISO -	Міжнародна організація зі стандартизації;
ETI -	Ініціатива етичної торгівлі;
CDP -	Проект розкриття інформації про вуглець;
Кодекс НКЦПФР 2020 року -	Кодекс корпоративного управління: ключові вимоги і рекомендації, затверджений рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 12.03.2020 №118 «Щодо узагальнення практики застосування законодавства з питань корпоративного управління»;
Керівні принципи ОЕСР 2024 -	OECD (2025), Керівні принципи ОЕСР з корпоративного управління на підприємствах державної форми власності 2024, видавництво ОЕСР, Париж;

Політика державної власності 2024 -	Політика державної власності, затверджена постановою Кабінету Міністрів України №1369 від 29 листопада 2024 року;
CRD 6 -	Директива (ЄС) 2024/1619 Європейського Парламенту та Ради від 31 травня 2024 року про внесення змін до Директиви 2013/36/ЄС щодо наглядових повноважень, санкцій, філій у третіх країнах, а також екологічних, соціальних та управлінських ризиків;
CSRD -	Директива (ЄС) 2022/2464 Європейського Парламенту та Ради від 14 грудня 2022 року про внесення змін до Регламенту (ЄС) № 537/2014, Директиви 2004/109/ЄС, Директиви 2006/43/ЄС та Директиви 2013/34/ЄС щодо звітності про корпоративний сталий розвиток;
CSDDD -	Директива (ЄС) 2024/1760 Європейського Парламенту та Ради від 13 червня 2024 року про належну перевірку корпоративної стійкості та про внесення змін до Директиви (ЄС) 2019/1937 та Регламенту (ЄС) 2023/2859;
FSB -	Рада з фінансової стабільності;
FSF -	Форум фінансової стабільності;
ISS -	Послуги для інституційних акціонерів;
ICGN -	Міжнародна мережа корпоративного управління;
SOE -	Підприємства державної власності;
NASDAQ -	Автоматизоване котирування Національної асоціації дилерів цінних паперів;
NYSE -	Нью-Йоркська фондова біржа;
AMEX -	Американська фондова біржа;

ППП -	Публічно-приватне партнерство;
МСП -	Мале та середнє підприємництво;

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Стрімке збільшення нормативно-правових актів у сфері управління об'єктами державної власності вимагає підвищеної наукової уваги до цієї теми. Затвердження Політики державної власності в 2024 році та скасування Господарського кодексу України в 2025 році заклали важливі передумови для перебудови державного сектору економіки в найближчі роки. В умовах наростаючої ваги міжнародних фінансових установ, конкуренції ринків капіталу та конкуренції продуктових ринків, визначення ефективних правил управління господарськими товариствами є надважливим завданням. Ще більш актуальнішим завданням є віднайдення балансу між міжнародними стандартами корпоративного управління та національними особливостями української правової системи, що відображатиме ідентичність української економіки.

Метою магістерської роботи є дослідження особливостей впровадження іноземних стандартів корпоративного управління в державний сектор економіки України та визначення таких правил управління, які найкраще максимізують довгострокову вартість українських господарських товариств з корпоративними правами держави.

Завдання:

- 1) Дослідити витоки та історію виникнення корпоративного управління у світі та в Україні.
- 2) Визначити поняття, функцію та зміст корпоративного управління в господарських товариствах з корпоративними правами держави.
- 3) Дослідити національні особливості української правової системи під час впровадження стандартів корпоративного управління.
- 4) Дослідити сучасну реформу корпоративного управління в державному секторі економіки України.
- 5) З'ясувати, які бувають стандарти корпоративного управління та зміст таких стандартів.
- 6) Виокремити найкращі господарські товариства з корпоративними

правами держави та проаналізувати їх на стан впровадження стандартів корпоративного управління.

7) Дослідити корпоративне управління в квазі-державних корпоративних утвореннях.

Об'єктом дослідження є система корпоративних відносин, що утворюється між господарськими товариством з корпоративними правами держави та державою як акціонером (учасником), а також між органами управління таких господарських товариств між собою та з акціонерами (учасниками).

Предметом дослідження є акти ОЕСР та інших міжнародних організацій з корпоративного управління, законодавство України, установчі документи та локальні акти господарських товариств з корпоративними правами держави, рекомендації національних громадських організацій у сфері корпоративного управління.

Теоретичною базою дослідження є напрацювання таких науковців, як І. Спасибо-Фатєєва, Д. Баюра, О. Хілуха, М. Шкільняк, О.Д. Шевчук, Н.Г. Здирко, С.І. Бессонова, О.В. Кленіна. Незважаючи на значний внесок згаданих вчених у розробку проблематики корпоративного управління, пройшов суттєвий час з моменту написання їхніх робіт, а нових робіт, які враховували б останні нововведення в корпоративному управлінні та корпоративному праві, досі написано не було.

Методи дослідження. При дослідженні використовуються як загальнонаукові, так і спеціально-наукові методи пізнання.

Аксіологічний метод. Ґрунтуючись на принципі правового поліцентризму, та визнаючи соціокультурні витоки права, аксіологічний підхід розглядає об'єкт дослідження з точки зору цінностей, які право покликане втілити. Створення наглядних рад покликане сприяти ризик-орієнтованому підходу в управлінні господарськими товариствами з корпоративними правами держави. Реорганізація державних підприємств в товариства з обмеженою відповідальністю та акціонерні товариства покликане зробити діяльність цих

товариств більш прозорішою. Впровадження екологічних та соціальних політик у діяльність господарських товариств з корпоративними правами держави націлене на створення позитивної атмосфери на робочому місці, створення екологічно чистого навколишнього середовища та розбудову здорових місцевих громад.

Діалектичний метод. Діалектичний метод у правовому дослідженні — це універсальний світоглядний підхід, що розглядає правові явища (норми, інститути, державу) у постійному розвитку, взаємозв'язку та через боротьбу протилежностей. Він дозволяє аналізувати право не статично, а як динамічну систему, що змінюється під впливом соціально-історичних факторів. Цей метод ми використали під час аналізу реформ корпоративного управління у державному секторі економіки України. Як ми встановили, держава ставить за ціль роздержавлення економіки. Для цього держава прийняла закон, який зобов'язує державні підприємства відмовитися від застарілих організаційно-правових форм.

Порівняльно-історичний метод. Історико-правовий метод застосовується для вивчення концепцій та явищ в історичній ретроспективі. Завдяки порівняльно-історичному методу, ми відслідкували розвиток корпоративного управління у світі та в Україні. Ми встановили, що корпоративне управління вперше з'явилося в англійській правовій системі в 90-х роках і пізніше було перейняте іншими правовими системами. Про проблематику корпоративного управління також згадували американські науковці в 60-70-их роках, проте ця теорія в той час ще не набула свого теперішнього вигляду.

Формально-юридичний метод. Цей підхід вивчає право в чистому вигляді, а саме - його категорії, визначення, ознаки, структуру, конструкції, юридичну техніку. Цей метод був використаний під час аналізу законопроектів у сфері корпоративного управління. Нами аналізувались використані терміни та юридична техніка запропонованих змін.

Міждисциплінарний метод. Нами були використані знання з політичної

економії для визначення національних особливостей української правової системи та моделювання поведінки суб'єктів корпоративних відносин під час впровадження стандартів корпоративного управління. За однією із теорій, сам факт того, що зміна структури власності є ефективною, ще далеко не гарантує того, що контролюючі сторони завжди хотіли б, щоб така зміна структури власності відбулася. Нами також були використані знання з психології та соціології при вивченні наглядових рад. Система стримувань та противаг створює напруження в спілкуванні між наглядовою радою та радою директорів, що може призводити до приховування радою директорів деякої інформації від наглядової ради. Асиметричний доступ до інформації створює підґрунтя для зайвих корпоративних конфліктів.

Емпіричний метод. Цей метод полягає в дослідженні правових явищ через чуттєвий досвід, безпосереднє спостереження, збір та аналіз фактичних даних. У цій роботі, нами були проаналізовані веб-сайти та щорічні звіти 491 господарських товариств з корпоративними правами держави. За результатами, ми відібрали 76 «найкращих підприємств» та проаналізували їх на стан впровадження стандартів корпоративного управління.

Практичне значення роботи. Результати магістерської роботи можуть бути використані як з теоретико-методичних позицій, а саме, у майбутніх наукових дослідженнях проблематики корпоративного права, при викладанні дисциплін, пов'язаних із розвитком акціонерних товариств, товариств з обмеженою відповідальністю, так і з практичних позицій, зокрема – для вдосконалення законодавства щодо господарських товариств з корпоративними правами держави.

РОЗДІЛ І.

ТЕОРЕТИКО - ПРАВОВІ АСПЕКТИ ВИНИКНЕННЯ ТА ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ ЮРИДИЧНИХ ОСІБ З КОРПОРАТИВНИМИ ПРАВАМИ ДЕРЖАВИ

Корпоративне управління сьогодні є надзвичайно популярним висловом у колі юристів, журналістів, економістів та фахівців у сфері державної політики. Проте, майже ніде немає якісної аналітики, яка дала б відповідь на питання, що таке корпоративне управління, звідки воно взялося, яке його практичне значення та чим воно відрізняється від звичайного управління персоналом.

Саме тому (1) в першому підрозділі ми поговоримо про історію виникнення поняття корпоративного управління у світі та Україні, а також поговоримо про проблему впровадження єдиних стандартів під різні правові системи, (2) в другому підрозділі ми розглянемо, що саме мається на увазі, коли йде мова про корпоративне управління господарськими товариствами з корпоративними правами держави, (3) в третьому розділі ми проаналізуємо сучасну реформу корпоративного управління в державному секторі економіки України.

І.І. Історія виникнення корпоративного управління та проблема впровадження єдиних стандартів під різні правові системи

Перші згадки про юридичні особи з'являються в період Великих географічних відкриттів, коли європейським країнам потрібно було споряджати експедиції в далекі краї та торгувати з Азією. Побудова великих кораблів, ризик втрати майна через піратство та стихійні лиха змушували королів придумувати, як ефективно фінансувати, вести облік та контролювати такі проекти. Пізніше відкриття нових світів і торгівлю замінило будівництво залізничних шляхів. Вперше юридична особа в тому вигляді, в якому ми їх знаємо, з'являється в 18 столітті, коли англійський суд визнав принцип відокремленої відповідальності в

компаніях.

В 1932 р. була опублікована книга А. Берлі і Г. Мінза “Сучасна корпорація і приватна власність”, в якій вперше обговорювалося розділення функцій управління та функцій власника в корпораціях. Автори вважаються основоположниками агентської теорії компанії. Робота стала настільною книгою для професійних менеджерів.

У 1962 році виходить у світ стаття професора Єльської школи права Б. Меннінга з назвою «Засіб оцінки акціонерів: есе для Френка Кокера». У цій статті Меннінг прокоментував наступним чином корпоративне право Америки:

“Корпоративне право, як сфера інтелектуальних зусиль, мертво в Сполучених Штатах. Коли американський закон перестав сприймати "корпорацію" серйозно, весь звід законів, який був побудований на цій інтелектуальній конструкції, повільно перфорувався та згнив. У нас не залишилося нічого, крім наших великих порожніх статутів корпорацій - високих хмарочосів з іржавих балок, разом зварених зсередини і не сповнених нічим іншим, як вітром [1].”

Пізніше, в 1976 році про корпорацію відгукнулися два економісти Дженсен та Меклінг:

“У той час як економічна література рясніє посиланнями на "теорію фірми", матеріал, який зазвичай включається в цей заголовок, є не теорією фірми, а фактично теорією ринків, на яких фірми є важливими учасниками. Фірма є "чорною скринькою", яка працює таким чином, щоб відповісти певним умовам. ... Однак, за винятком кількох останніх і невпевнених кроків, у нас немає теорії, яка б пояснювала, як суперечливі цілі окремих учасників приводяться в рівновагу, щоб отримати цей результат [2].”

Автори вказували не стільки на те, що компанія була незатребуваною або неефективною, скільки вказували на недостатню наукову розробку корпоративного права. Їх цитати є красномовним свідченням, що корпоративне право суттєво відставало від розвитку компаній та всієї палітри відносин, які

утворювалися між компанією та зовнішнім світом.

В 1991 році, як реакція на суттєве викривлення фінансової звітності публічних акціонерних товариств Роберта Максвела, Лондонською біржою цінних паперів був створений комітет з питань фінансових аспектів корпоративного управління під головуванням Сера Адріана Кедбурі. За результатами роботи комітету, біржою був опублікований Звіт Кедбурі, який, як прийнято вважати, вперше використав поняття «корпоративне управління» для опису системи, за допомогою якої компанія керується та контролюється. За змістом пункту 2.5 Звіту, корпоративне управління було визначено наступним чином:

“Корпоративне управління – це система, за допомогою якої компанії керуються та контролюються. Ради директорів несуть відповідальність за управління своїми компаніями. Роль акціонерів в управлінні полягає в призначенні директорів та аудиторів, а також у забезпеченні наявності належної структури управління. Обов'язки ради включають встановлення стратегічних цілей компанії, забезпечення лідерства для їх реалізації, нагляд за управлінням бізнесом та звітування перед акціонерами про їхню діяльність. Дії ради підпорядковуються законам, нормативним актам та загальним зборам акціонерів [3].”

Звіт підкреслив, що викривлення звітності було спричинено недостатньо налагодженими внутрішніми відносинами товариства. Звіт був новацією для бізнесу та юридичної спільноти, оскільки висновки звіту вийшли за межі усталеної проблематики корпоративного права, пов'язаної з написанням статутів та вибором правильної організаційно-правової форми.

В 1997-1998 роках відбулась Азійська фінансова криза, яка вдарила по таким країнам, як Таїланд, Індонезія, Малайзія, Південна Корея, Японія, Гонконг, Лаос, Китай, Індія, В'єтнам. Стрімка девальвація таїландської валюти тао бату спричинила масову девальвацію валют сусідніх країн, що змусило Міжнародний валютний фонд надати пакет фінансової допомоги азійським країнам у розмірі

58.4 мільярдів доларів США [4]. Взамін, МВФ та інші міжнародні фінансові установи, що надавали антикризове фінансування, поставили азійським країнам умову реформувати корпоративне законодавство та впровадити актуальні стандарти корпоративного управління. Пізніше, комітетом Світового Банку з оцінки кризи було встановлено, що причинами кризи стали не тільки кредитний бум, відсутність страхування валютних ризиків, перевищення зовнішнім боргом золотовалютних резервів, але й слабка система корпоративного управління в азійських господарських товариствах [5] [6] [7].

В 2002 році у США був прийнятий Закон Сарбейнса — Окслі, який був реакцією на масові маніпулювання з фінансовою звітністю американськими публічними акціонерними товариствами [8].

Наступним витком розвитку корпоративного управління стала Глобальна фінансова криза 2008 року, яка вкотре змусила держави під тиском міжнародних фінансових установ переглянути підхід до регулювання компаній. Пізніше, Комісія з розслідування фінансової кризи, утворена як комітет конгресу США, в січні 2011 року видала звіт, в якому ствердила, що фінансова криза була відворотньою, проте була спричинена:

“...серйозними невдачами корпоративного управління та управління ризиками в багатьох системно важливих фінансових установах, включаючи занадто багатьма фінансовими фірмами, які діяли безрозсудно та брали на себе занадто великий ризик [9].”

Як результат, були оновлені і прийняті треті (III) Базельські принципи ефективного банківського нагляду, які збільшили коефіцієнт капіталу, посилили обмеження левериджу та впровадили додаткові вимоги до ліквідності.

У світлі вищезазначеного, масова глобалізація останні тридцять років, підкріплена вагою міжнародних фінансових установ на фоні фінансових криз, сприяє активній конвергенції стандартів корпоративного управління. Окрім ваги міжнародних організацій та міжнародних фінансових установ, конкуренція ринків капіталу [10] та конкуренція продуктових ринків змушують фірми

впроваджувати ефективні правила. Поява такого явища як крос-лістинг останні десятиліття активно впливає на перейняття стандартів корпоративного управління публічними акціонерними товариствами, місце управління якими розташоване в країнах, що розвиваються [11]. Наприклад, Kyivstar здійснив історичний лістинг на американській біржі цінних паперів NASDAQ у серпні 2025 року під тікером KYIV, ставши першою українською компанією на цій біржі.

Досвід, однак, показав, що в силу національних особливостей кожної країни, стандарти корпоративного управління можуть бути по різному адаптовані та виконуватися [12]. Головною проблемою впровадження стандартів корпоративного управління є намагання впровадити єдиний стандарт під всі по своєму унікальні правові системи. Наприклад, в Китаї «незалежні директори» виконують дещо іншу роль, ніж директори в Європі та Сполучених Штатах Америки. Було встановлено, що незалежні директори на підприємствах державної власності (SOEs) Китаю тяжіють до просування інтересів держави, а не інтересів інвесторів, працівників або кредиторів [13]. В кожній країні різний рівень охорони праці, а відповідно і різний рівень врахування інтересів працівників. В Німеччині, наглядова рада публічного акціонерного товариства, що відповідає певним граничним розмірам, має складатися на половину з представників працівників, що суттєво йде врозріз із рівнем охорони праці, наприклад, в Сполучених Штатах Америки, де працівники не мають такої влади в наглядових радах.

Як можна буде побачити в підрозділі III розділу I, Україна активно впроваджує стандарти корпоративного управління та не стоїть осторонь. Учасники ринку корпоративного контролю опираються і роблять реформи повільнішими, проте в кінці-кінців піддаються новим змінам.

При цьому, в цій частині не можна не згадати про широкий ряд іноземної літератури, пов'язаної із вивченням особливостей впровадження стандартів корпоративного управління в правові системи різних країн [14] [15] [16].

Так, науковці стверджують, що кожна країна знаходиться під впливом залежності шляхів («path dependencies»). Відповідно до цієї теорії, коло варіантів розвитку залежить від того, які рішення ми прийняли в минулому. Структури власності, які економіка має сьогодні, частково залежать від структур власності, які економіка мала раніше. Якщо країна в певний момент в минулому T_0 мала більшість господарських товариств з концентрованою структурою власності, то є великі підстави вважати, що в певний момент в майбутньому T_1 країна матиме ту саму концентровану структуру власності [17].

Тому, на нашу думку, розуміння національних особливостей може допомогти ефективніше впровадити ці зміни без шкоди стабільності системи. Сліпе копіювання концепцій з інших країн несе ризик зниження ефективності української економіки. Врахований має бути колишній досвід, колишні помилки, співвідношення приватного та державного сектору, розмір національної економіки, рівень розвитку ринків капіталу, особливості залучення капіталу, особливості банківської і фінансової сфери, рівень захисту міноритарних власників, рівень охорони праці.

При цьому, розгляд корпоративного управління неможливо зробити лише в межах корпоративного права, натомість дана тема має бути розглянута через призму правового регулювання ринків капіталу, банківського права, трудового права, правового регулювання банкрутства. Для повного і ціліснішого дослідження має бути застосований міждисциплінарний підхід, що враховує інші сфери науки, включаючи політичну економію, економіку, фінанси, менеджмент, психологію, соціологію.

В радянському союзі всі ці часи, натомість, домінувала планово-адміністративна економіка. Радянські господарства віддавали перевагу екстенсивному розвитку, ціллю якого було збільшення кількості виробничих одиниць, на противагу інтенсивному розвитку, який передбачає впровадження інноваційних технологій та підвищення продуктивності праці. Побудована на державній власності, економіка радянського союзу була негнучкою та

технологічно відставала від західних країн. Високий рівень бюрократії та централізоване управління міністерствами подавлював креативність та ініціативність на робочих місцях. Фінансовані з бюджету, радянські господарства могли не реагувати на ринкові сигнали та були фактично захищені від конкуренції з іншими господарствами. Не було достатніх можливостей для розвитку банківського і фінансового сектору, оскільки це вважалося спекуляцією.

На українському просторі були відсутні численні ринкові механізми, а також був поширений великий дефіцит товарів. Щойно Україна отримала незалежність, у неї з'явився шанс повернутися до свого коріння та розпочати розвиватися в дусі ліберально-демократичних країн за принципами юридичної рівності, вільного волевиявлення та майнової самостійності учасників суспільних відносин.

З 1991 по 2000 роки Україна переживала бурхливі реформи, стрімку девальвацію національної валюти, грошову реформу, масову приватизацію, олігархізацію. Історично, Україна успадкувала велику кількість державних підприємств. В 1991 році були прийняті Закон про підприємництво, Закон про цінні папери та фондову біржу, Закон про господарські товариства, що заклали фундамент для переходу до ринкової моделі економіки.

Оскільки Україна успадкувала багато державних підприємств, процеси переходу від адміністративно-планової економіки супроводжувалися корпоратизацією та приватизацією. Корпоратизація передбачала зміну організаційно-правової форми державних підприємств, тобто вони реорганізовувалися у прозоріші та більш зрозуміліші для іноземних інвесторів відкриті акціонерні товариства. Указом Президента України від 15 червня 1993 року «Про корпоратизацію підприємств» встановлювалося, що засновниками відкритих акціонерних товариств є центральні органи державної виконавчої влади, інші підвідомчі Кабінету Міністрів України органи та обласні державні адміністрації [18]. Корпоратизація була націлена на підвищення відповідальності державних підприємств та найчастіше була першим етапом у підготовці до подальшої приватизації.

Сама ж приватизація передбачала, що працівники підприємства отримують приватизаційні сертифікати, але також створювалися умови для того, щоб директори та їх заступники викупували додаткові пакети акцій за пільговими умовами. Наприклад, за змістом Указу Президента України від 26 листопада 1994 року «Про заходи щодо забезпечення прав громадян на використання приватизаційних майнових сертифікатів», керівники об'єктів приватизації отримували право на додаткове придбання акцій відкритого акціонерного товариства за їх номінальною вартістю з відстрочкою оплати на один рік на загальну суму до 5 відсотків статутного фонду відкритого акціонерного товариства після придбання акцій працівниками об'єкта на пільгових умовах [19]. Цим же указом Президент України уповноважив Кабінет Міністрів України затвердити перелік не менш як 8 тисяч об'єктів в межах плану приватизації на 1995 рік. Ці та інші окремі процеси впроваджувалися Кабінетом Міністрів України під постійним консультуванням та наглядом з боку міжнародних експертів.

Утім науковці критично оцінюють наслідки корпоратизації та приватизації в 90-х роках, оскільки 1) численні підприємства були приватизовані за порушеною процедурою, та 2) організаційно-правова форма відкритого акціонерного товариства не підходила для всіх державних підприємств.

По-перше, непоодинокими були випадки порушення процедури приватизації. Хоча обіг приватизаційних сертифікатів був заборонений, інвестиційні фонди, компанії з управління активами взаємних фондів та довірчі товариства незаконно купували приватизаційні сертифікати без зміни власника.

По-друге, для багатьох державних підприємств під час корпоратизації було неправильно обрано організаційно-правову форму. В той час як відкриті акціонерні товариства були розраховані на великі підприємства, така організаційно правова форма не підходила для багатьох малих підприємств.

В 1995 році створюється Комісія з цінних паперів та фондового ринку і через короткий проміжок часу «Перша Фондова Торгова Система» (ПФТС). В 1998-

1999 роках створюється Національний депозитарій України. В 1999 році приймається Закон про бухгалтерський облік та фінансову звітність.

З 2000 по 2010 роки сталася низка важливих подій в Україні. Саме в цей час починає зароджуватися середній клас підприємців. В 2000 році було створено державне підприємство «Український інститут інтелектуальної власності». В 2001 році був прийнятий Закон про банки і банківську діяльність. Помаранчева революція 2003 року проходила на фоні активних протестів середнього класу.

В 2003 був прийнятий Господарський кодекс України, який вніс плутанину в корпоративне законодавство та поглибив законодавчу кризу. Бачення господарського права як окремої галузі права загострило конфлікт між публічною і приватною галузями права [20]. Господарський кодекс України зберіг такі радянські рудименти, як право господарського відання, право оперативного управління, колективні підприємства. В той час як автори Цивільного кодексу України чітко прописали, що держава відповідає за своїми зобов'язаннями своїм майном, автори Господарського кодексу України оминули згадку у кодексі про зобов'язання держави, хоча випадки зловживання державою своїм становищем були поширеними [21].

Щойно закінчився основний (сертифікатний) етап приватизації в 2003-2004 роках, стабілізувалася українська національна валюта та прийшли іноземні інвестори, в Україні створився середній клас підприємців та позитивний бізнес-клімат для розвитку.

До держави та експертів прийшло розуміння, що реформувати українську економіку шляхом масового роздержавлення не вдасться. Тому Україна, особливо на фоні реприватизаційних процесів [22], перенесла акцент на якісне управління державними підприємствами і прийняла в 2006 році Закон України «Про управління об'єктами державної власності».

В цей же час в 2006 році на заміну Закону про цінні папери та фондову біржу прийшов Закон про ринки капіталу та організовані товарні ринки. В 2006 році була створена друга фондова біржа цінних паперів з назвою «Перспектива». В

2008 році приймається Закон про акціонерні товариства. Як і інші країни, Україна також постраждала від кризи 2008 року. В Україні відбулася девальвація гривні. Міжнародні фінансові установи надали антикризові пакети допомоги під умову впровадження стандартів корпоративного управління.

Наступне десятиліття з 2010 по 2020 роки відзначилися прийняттям Податкового та Бюджетного кодексів, подальшою корпоратизацією державних підприємств, створенням наглядових рад в найбільших акціонерних товариствах з корпоративними правами держави, прийняттям Закону про систему гарантування вкладів фізичних осіб. Прийняття Податкового кодексу посприяло принципу юридичної визначеності завдяки систематизації положень із декількох підзаконних актів в один нормативно-правовий акт. Створення наглядових рад стало новим викликом для українських господарських товариств з корпоративними правами держави, тим не менше цей крок збільшив прозорість та ефективність цих товариств.

В 2014 році були створені Національне антикорупційне бюро та Національне агентство із запобігання корупції. Ці органи посприяли переслідуванню корисливих злочинів та є важливим стримувальним фактором для директорів та посадових осіб господарських товариств з корпоративними правами держави.

В 2016 році українські учасники (акціонери) офіційно отримали право на подання до суду похідного позову. Законом України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав інвесторів» були внесені зміни до Господарського процесуального кодексу України, за змістом яких учасники (акціонери) господарських товариств, частка яких в сукупності становила 10 і більше відсотків статутного капіталу, отримали можливість представляти інтереси товариства у спорах про відшкодування збитків, завданих господарському товариству його посадовою особою [23]. Надалі це положення ще вдосконалювалося, проте воно стало важливою сходинкою у захисті міноритаріями своїх інтересів.

В період з 2014 по 2017 роки відбулося стрімке падіння кількості банківських

установ у зв'язку з посиленням нагляду та підвищенням вимог з боку Національного Банку України. Це співпало із виходом на ринок більш сильного Фонду гарантування вкладів фізичних осіб та відсіювання недобросовісних банків [24]. З прийняттям оновленого законодавства система гарантування вкладів фізичних осіб в Україні зазнала ґрунтовних змін, зокрема почала працювати в межах міжнародних стандартів. У 2015 році до Закону був внесений перелік змін, що дозволив посилити повноваження Фонду гарантування як тимчасового адміністратора та ліквідатора банків та підвищити роль установи у підготовці до виведення неплатоспроможного банку з ринку. При цьому, структура банківського та фінансового сектору в країні має велике значення для корпоративного управління.

Методи залучення фінансування відіграють важливу роль у формуванні ринку корпоративного контролю, оскільки це має пряме значення для розподілу влади всередині господарського товариства. Якщо в країні переважає біржове фінансування, то господарські товариства в більшості випадків мають розпорошену структуру власності, а основна влада зосереджується в раді директорів або наглядовій раді. Якщо в країні переважає банківське фінансування, то господарські товариства імовірно за все матимуть концентровану структуру власності, а влада буде зосереджуватися в руках банку або двох-трьох партнерів [25].

І хоча біржі в Україні існують, їх роль в залученні додаткового капіталу доволі мала (**рис 1.2**) (**рис 1.3**), якщо порівнювати з роллю банків у процесі залучення додаткового капіталу (**рис. 1.1**). Це пояснюється зокрема тим, що Україна тяжіє до європейської моделі розвитку банківської та фінансової системи, де перевага під час залучення капіталу віддається банкам, а не фондовим біржам. В Сполучених Штатах і Великобританії (ліберальних ринкових економіках) натомість навпаки домінують біржі цінних паперів [26]. В ліберальних ринкових економіках банківський сектор є фрагментованим і банки відіграють малу роль в формуванні порядку денного в публічних акціонерних товариствах [27] [28] [29].

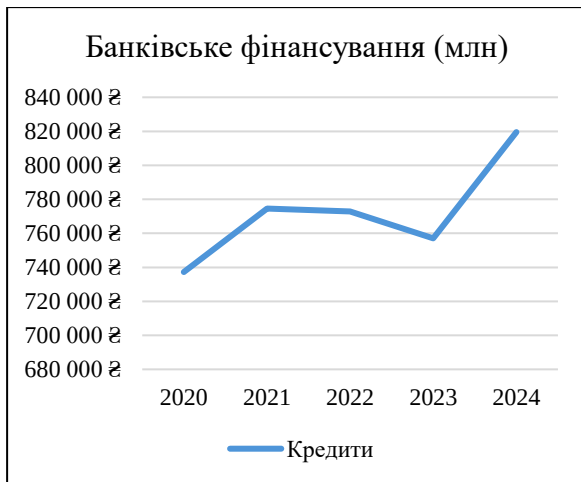


Рис. 1.1 Обсяг банківського фінансування, залученого українськими господарськими товариствами шляхом укладення кредитних договорів

Джерело: побудовано автором на основі даних офіційного сайту НБУ

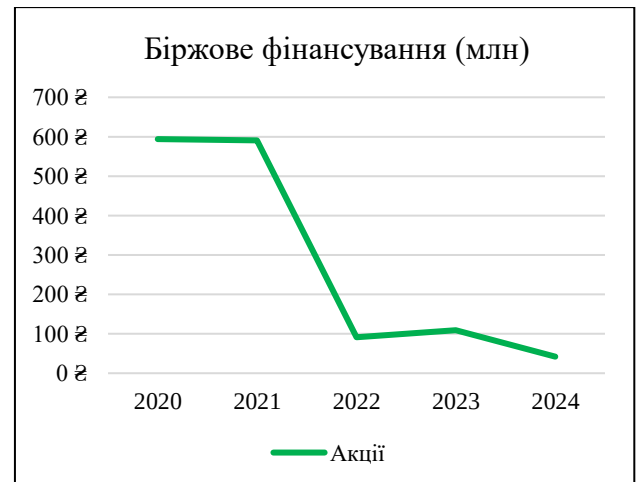


Рис. 1.2. Обсяг біржового фінансування, залученого господарськими товариствами шляхом продажу акцій на біржах цінних паперів

Джерело: побудовано автором на основі даних офіційного сайту НКЦПФР

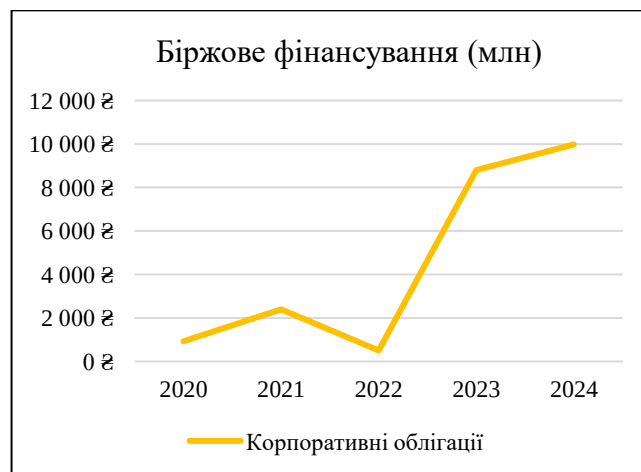


Рис. 1.3 Обсяг біржового фінансування, залученого господарськими товариствами шляхом продажу корпоративних облігацій на біржах цінних паперів

Джерело: побудовано автором на основі даних офіційного сайту НКЦПФР

В 2017 році приймається Закон про аудит та аудиторську діяльність. Також в

2018 році був прийнятий Кодекс України з процедур банкрутства. Прийняття кодексу та розвиток судової практики у сфері банкрутства підвищив економічну привабливість України завдяки створенню більш якісних механізмів відшкодування коштів з неплатоспроможних юридичних осіб.

В 2018 році були прийняті Закон про Товариства з обмеженою відповідальністю та Закон про приватизацію державного та комунального майна. Оновлений закон про товариства з обмеженою відповідальністю визнав існування товариств з одним учасником, а також дозволив укладати корпоративний договір за іноземним правом. В 2019 році був прийнятий Закон про оренду державного та комунального майна.

Період з 2020 по 2026 роки позначилися рядом позитивних та негативних подій. В 2021 році був прийнятий Закон про платіжні послуги, що відкрив шлях до створення небанківського фінансового сектору в Україні та гармонізації правил регулювання з Директивою ЄС 2015/2366 від 25 листопада 2015 року про платіжні послуги на внутрішньому ринку (PSD2).

В 2021 році був прийнятий Закон про Фінансові послуги та фінансові компанії. В 2022 році був прийнятий Закон про віртуальні активи, що відкриває шлях до розвитку ринку віртуальних активів в Україні. В 2022 році росія розпочинає повномасштабну неспровоковану воєнну агресію проти України. В Україні відбулася девальвація гривні. Україна зазнала значних матеріальних збитків, втративши територію, а разом з нею державне майно, державні підприємства, господарські товариства з корпоративними правами держави. Широкомасштабна війна, у свою чергу, активізувала напрямок євроінтеграції та гармонізації законодавства. Впровадження стандартів корпоративного управління в державному секторі економіки є однією з умов для отримання фінансування від партнерів. З 2022 року було зроблено багато заходів, включаючи скасування Господарського кодексу, прийняття Державної політики власності, внесення правок в Закон про управління об'єктами державної власності, проте про все це ми поговоримо в підрозділі III розділу I.

В 2022 році був прийнятий оновлений Закон про акціонерні товариства, який містить нові правила щодо структури управління акціонерним товариством. Закон чітко встановив, що акціонерні товариства поділяються на товариства з однорівневою або дворівневою структурою управління. Особливості кожної структури були викладені в окремих розділах. Це допомогло визначити акціонерні товариства з дворівневою системою управління як окрему категорію та більш якісно виписати вимоги до такої структури управління. Договір між акціонерами товариства був перейменований на корпоративний договір. Новацією стало те, що акціонери змогли врегулювати не тільки свої внутрішні відносини, але також укласти корпоративний договір із додатковими сторонами, тобто з акціонерним товариством, кредиторами, довірчими власниками, контрагентами. Ця законодавча зміна узгоджується з теорією, що господарські товариства є частиною ширшого кола відносин, аніж лише учасник-директор. Корпоративні договори за участю господарських товариств з корпоративними правами держави віднині мають бути оприлюднені протягом 10 днів з дня укладення. Це посприяло більшій прозорості та підзвітності.

Нова редакція закону про акціонерні товариства вже не просто побіжно згадувала дистанційні збори як альтернативний спосіб в часи поширення коронавірусної хвороби, а стали одним із законних способів проведення загальних зборів на рівні з очними загальними зборами та електронними загальними зборами. Це не просто відобразило технологічний розвиток, але суттєво посприяло і сприятиме дифузії структури володіння акціонерними товариствами в Україні та забезпечить кращі умови для участі міноритарних акціонерів. Вперше були перейняті фідучіарні стандарти, які вже довгий час усталені в країнах англосаксонського права. Статтею 89 оновленого закону про акціонерні товариства передбачено, що посадові особи товариства повинні діяти в інтересах товариства, добросовісно, розумно. Ці зміни були продубльовані в статті 92 Цивільного кодексу України, за змістом якої фізичні особи виконавчого органу юридичної особи зобов'язані діяти у спосіб, який, на добросовісне

переконання особи, сприятиме досягненню мети діяльності юридичної особи, у тому числі уникаючи конфлікту інтересів. Ці стандарти були випробувані на десятилітній практиці англійських та американських судів. Вони сприятимуть кращій підзвітності директорів.

Насамкінець, хоча юридично процедура “squeeze out” в Україні з’явилась в 2017 році, в 2022 році оновленим законом було уточнено, що акціонери, які вважають, що ціна обов’язкового продажу не відповідала ринковим умовам, мають право звернутися до суду з позовом про стягнення із заявника вимоги компенсації належної вартості акцій, придбаних у них відповідно до такої вимоги. Відразу після впровадження ця норма була успішно випробувана на судовій практиці на основі спору між міноритарним акціонером Павлом Бойком та Авдіївським коксохімічним заводом. Верховний Суд України виніс рішення на користь міноритарного акціонера, що ще раз підкреслює підвищену увагу до захисту міноритарних власників в Україні [30] [31].

В 2024 році був анонсований новий Закон про інвестиційні фонди, який повинен гармонізувати регулювання інвестиційних фірм в Україні та Європі. З новим регулюванням на ринки капіталу прийде більша кількість інвестиційних фірм і очікується, що більша кількість господарських товариств зможе залучати капітал через корпоративні облігації або акції, проте на сьогодні цей спосіб залишається непоширеним в Україні. В 2025 році був скасований Господарський кодекс. Державні унітарні підприємства мають бути реорганізовані в товариства з обмеженою відповідальністю або акціонерні товариства з корпоративними правами держави.

На сьогодні, Україна відноситься до економік, що розвиваються. Вона є членом: 1) Міжнародного валютного фонду (МВФ), 2) Групи Світового банку, 3) Світової організації торгівлі (СОТ), 4) Міжнародної організації праці (МОП), 5) Європейського банку реконструкції та розвитку (ЄБРР), та інших організацій та міжнародних фінансових установ. В 2014 році Україна підписала Договір про асоціацію з Європейським Союзом. 23 червня 2022 року Європейська Рада

офіційно надала Україні статус кандидата на вступ до ЄС.

На нашу думку, все вище перелічене вказує на приналежність української економіки до координованої ринкової економіки. Зважаючи на 1) великий сектор державної економіки, 2) домінування банківського фінансування, 3) значну концентрацію власності в українських юридичних особах, 4) середній рівень захисту міноритарних власників, та 5) високий рівень охорони праці, Україна ближче знаходиться до координованих ринкових економік (Німеччина, Японія), ніж до ліберальних ринкових економік (США, Великобританія, Канада). Іншими словами, національними особливостями нашої країни є стабільність та поступовий розвиток, ніж стрімкі інновації та революційний розвиток в країнах англо-саксонського права [32].

Як ми бачимо вище та ще побачимо далі, реформи останніх років спрямовані на наближення України до ліберальної ринкової економіки. Проте історичне минуле, культурні особливості, банківська і фінансова інфраструктура, структура ринку корпоративного контролю, свідчать, що українські господарські товариства більш схильні до адаптації німецьких або японських стандартів корпоративного управління, ніж ті, що наявні в ліберальних ринкових економіках.

І.П. Поняття, функція та зміст корпоративного управління господарських товариств з корпоративними правами держави.

Як раніше згадувалося, визначення корпоративного управління вперше зустрічається у висновку комітету лондонської біржі цінних паперів, проте в цьому підрозділі ми поговоримо про наукову розробку цього інструменту саме в Україні.

Відповідно до п. 7 ч. 1 ст. 1 Закону України «Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків», корпоративне управління -

система відносин між учасниками, органами управління юридичної особи та іншими заінтересованими особами, яка забезпечує існування та функціонування організаційної структури та механізмів, через які визначаються цілі юридичної особи, способи їх досягнення, а також здійснюються виконання та моніторинг виконання таких цілей. Корпоративне управління юридичної особи визначає спосіб розподілу повноважень і відповідальності між органами управління такої особи, а також порядок і способи прийняття ними рішень.

Перші згадки про корпоративне управління в Україні можна віднайти в Рішенні Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку №571 від 11 грудня 2003 року «Про затвердження Принципів корпоративного управління» [33].

Сьогодні українські вчені по-різному дають визначення корпоративному управлінню. Як слушно зазначає Д. Баюра, єдиної універсальної загальноприйнятої теорії корпоративного управління не існує [34].

О. Хілуха вважає, що корпоративне управління - це концепція, яка включає в себе організаційні структури управління компанією, інструменти контролю, законодавчу базу, регламентацію прав і відповідальності акціонерів, ради директорів і керуючих, що використовуються для підтримки балансу між економічними і соціальними, особистими і суспільними цілями заінтересованих осіб у процесі створення та розподілу доданої вартості [35]. М. Шкільняк вважає, що корпоративне управління – це система взаємодії між органами управління компанії, акціонерами і заінтересованими особами, яка відображає баланс їх інтересів та спрямована на отримання максимального прибутку від діяльності компанії у відповідності з чинним законодавством та врахуванням міжнародних стандартів [36]. І. Спасибо-Фатєєва вважає, що корпоративне управління, з яким безпосередньо пов'язана корпоративна власність, являє собою систему принципів забезпечення прав акціонерів шляхом погодженої взаємопов'язаності законодавчої (загальних зборів акціонерів), наглядової або контрольної (наглядової ради) і виконавчої влади (правління) [37].

В той час як кожен з науковців говорить про баланс інтересів між сторонами корпоративних відносин, тільки І. Спасибо-Фатєєва зауважує, що побудова такого балансу має значення лише в тому випадку, якщо цей баланс забезпечує права та інтереси учасників господарського товариства. В ході створення господарського товариства учасники роблять вклад в статутний капітал товариства. З моменту внесення свого майна учасники позбавляються класичних повноважень власності – користування, володіння та розпорядження щодо внесеного майна. Взамін учасники отримують право приймати участь в загальних зборах, право на розподіл дивідендів та право на отримання частки в разі ліквідації товариства. Оскільки в ході створення та функціонування товариства учасники фактично дистанціюються від корпоративної власності, принцип забезпечення інтересів учасників товариства стає основоположним для всієї подальшої організації господарського товариства.

У випадку державних товариств та господарських товариств з корпоративними правами держави, корпоративне управління має забезпечувати інтереси держави як одноосібного або домінуючого власника.

При цьому, не завжди зрозуміло, що саме передбачається під корпоративним управлінням – концепція (О. Хілуха), система взаємодії (М. Шкільняк) чи система принципів (І. Спасибо Фатєєва). В. Царук зазначає, що корпоративне управління не є тотожним корпоративному менеджменту. Корпоративний менеджмент спрямований на забезпечення ефективної поточної діяльності товариства за допомогою знань та навиків у сфері управління персоналом [38]. Менеджери часто володіють економічною або фінансовою освітою та керуються коефіцієнтами рентабельності та витрат у повсякденній діяльності. Натомість, корпоративне управління спрямоване на довготривалий розвиток державного підприємства та господарського товариства з корпоративними правами держави, який досягається шляхом впровадження внутрішніх політик та налаштування механізмів прийняття рішень.

На нашу думку, корпоративне управління стосується як розробки процедур та

політик (внутрішніх документів), так і передбачає налагодження ефективної внутрішньої структури управління товариством.

У першому випадку, ціль внутрішніх політик зберігати баланс інтересів між державою, іншими учасниками, директорами та заінтересованими особами. Політика про розкриття конфлікту інтересів встановлює механізми моніторингу, запобігання та вирішення конфліктів інтересів, антикорупційна політика визначає антикорупційну стратегію підприємства, дивідендна політика встановлює обсяги, строки та умови виплат дивідендів.

У другому випадку, налагодження ефективної внутрішньої структури управління розкривається у вирішенні питань щодо обрання однорівневої або дворівневої структури управління, у вирішенні питань щодо назви, кількості, ієрархії підзвітності комітетів при наглядовій раді, вирішенні питань щодо кількості незалежних членів наглядової ради, вирішення питання щодо доцільності створення системи внутрішнього контролю. Комітет з питань призначень та винагород, наприклад, сприяє безперервному функціонуванню господарського товариства, проте доцільність створення такого комітету може варіюватися під товариства до товариства.

При цьому, критичним для розуміння корпоративного управління є те, що компанія більше не порожня оболонка, натомість це жива істота з багатьма змінними, вхідними і вихідними даними. На великих господарських товариствах зазвичай працює надзвичайно велика кількість працівників, без яких товариство не зможе виробляти продукцію або надавати послуги в тому обсязі, в якому воно надавало. Це приводить нас до висновку, що голос працівників має бути якщо не врахований, то почутий радою директорів та наглядовою радою. Кредитори товариства так само зацікавлені в успіху товариства, але при цьому потребують достатнього рівня прозорості та розкриття інформації з боку товариства перед тим, як надавати фінансування. В залежності від того, як юристи та менеджери налаштують роботу свого публічного акціонерного товариства залежить довгострокова вартість цього товариства, залежить те, чи зростатимуть акції

цього товариства на біржі цінних паперів. Для цього потрібно піклуватися, щоб всі внутрішні та зовнішні актори товариства були задоволені і працювали на успіх компанії.

Сьогодні у відкритому доступі знаходиться широкий ряд літератури на тему стандартів корпоративного управління. Як правило, ці стандарти або виникають автоматично в товаристві, або їх нав'язує держава, або вони містяться в посібниках і несуть рекомендаційний характер.

В одних випадках, норми корпоративного управління самі по собі виникають на в господарських товариствах задля саморегуляції поведінки. Так, наприклад, після декількох конфліктів між працівниками, директор вирішує впровадити кодекс корпоративної етики і донести його до відома всіх працівників. Такі норми вважаються найефективнішими, оскільки вони виробляються на досвіді конкретних проблем та кожен розуміє потребу в дотриманні цих норм.

В інших випадках, норми корпоративного управління відображені в корпоративному законодавстві. Вони становлять настільки важливі правила організації державних підприємств та господарських товариств з корпоративними правами держави, що законодавець вирішив викласти їх в нормативно-правовому акті, який поширює свою дію на всі об'єкти державної власності без виключень. Так, відповідно до частини дев'ятої статті 11² Закону України «Про управління об'єктами державної власності», державні унітарні підприємства, господарські товариства з корпоративними правами держави повинні створити комплексну, адекватну та ефективну систему внутрішнього контролю, яка включає функції комплаєнсу, управління ризиками та внутрішнього аудиту.

Насамкінець, деякі норми корпоративного управління містяться в посібниках корпоративного управління та національних кодексах з корпоративного управління. За визначенням фахівців Світового банку, корпоративне управління - це система виборних та призначених органів, які здійснюють управління діяльністю господарських товариств, яка відображає баланс інтересів

менеджерів і спрямована на забезпечення максимально можливого прибутку від усіх видів діяльності господарського товариства в межах норм законодавства.

Відповідно до Кодексу корпоративного управління Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку 2020 року (далі - **кодекс НКЦПФР 2020 року**), корпоративне управління - це система правил, практик і процесів, за допомогою яких встановлюються цілі компанії, визначаються способи їх досягнення та відбувається моніторинг результатів господарської діяльності [39]. В той час як ці джерела містять набір корисних рекомендацій, вони не є обов'язковими для виконання всіма державними підприємствами та господарськими товариствами з корпоративними правами держави.

На сьогодні, головними завданнями стандартів корпоративного управління на об'єктах державної власності є: 1) запобігання маніпуляції з фінансовою звітністю, 2) забезпечення принципу рівності прав учасників господарського товариства з корпоративними правами держави; 3) побудова ефективних та прозорих механізмів прийняття рішень; 4) забезпечення безперервного функціонування господарського товариства з корпоративними правами держави; 5) запобігання недобросовісній конкуренції; 6) впровадження принципів сталого розвитку; та інші завдання, які покликані зберегти та підвищити довгострокову вартість господарського товариства з корпоративними правами держави.

Впровадження стандартів корпоративного управління в діяльність господарських товариств з корпоративними правами держави позначиться на їхній інвестиційній привабливості, економічній стійкості, прозорості та інноваційності. Подібно до директорів наглядової ради, які встановлюють "тон на верхівці", господарські товариства з корпоративними правами держави мають бути прикладом для інших господарських товариств. Виконуючи соціальні послуги, вони мають показувати високий рівень обслуговування та клієнтоспрямованості. Впроваджуючи принципи сталого розвитку, господарські товариства з корпоративними правами держави мають піклуватися про екологічність своїх продуктів.

Також варто згадати про українські громадські організації у сфері корпоративного управління: Асоціацію Українських Корпоративних Радників (АУКР), Всеукраїнську Мережу Добročесності і Комплаєнсу, Професійну Асоціацію Корпоративного Управління. Вони не тільки сприяють впровадженню стандартів корпоративного управління в українських господарських товариствах, але кожен раз прагнуть віднайти той баланс між єдиним універсальним стандартом і національними особливостями української правової системи.

Суттєвий внесок в розвиток корпоративного управління також роблять міжнародні фінансові установи: Світовий банк, Міжнародний валютний фонд, Європейський банк реконструкції та миру, Міжнародна мережа корпоративного управління (ICGN), Організація економічного співробітництва та розвитку. Всі вони тією чи іншою мірою дотичні до впровадження корпоративного управління та мають окремі довідникові інтернет-сторінки про корпоративне управління. Міжнародні фінансові установи є важливими акторами, які приймають суттєву роль в визначенні того, що стане найкращими практиками корпоративного управління.

Якщо брати Угоду про асоціацію між Україною та ЄС, у Главі 13 сказано, що сторони погодились співпрацювати у питаннях подальшого розвитку політики корпоративного управління відповідно до міжнародних стандартів, а також поступового наближення до правил та рекомендацій ЄС. За змістом статті 422 Угоди про асоціацію між Україною та ЄС, сторони сприяють встановленню корпоративної соціальної відповідальності та звітності, а також заохочують ведення соціально відповідальної господарської діяльності.

Крім цього, корпоративне управління має велике значення для банківського і фінансового сектору. Раніше ми вже наводили визначення, що міститься в Законі про державне регулювання ринків капіталу, та визначення, що міститься в кодексі НКЦПФР 2020 року.

У цьому світлі, ілюстративним буде наведення статті 76 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», відповідно до якої метою

організації корпоративного управління у професійних учасниках ринків капіталу та організованих товарних ринків є забезпечення недопущення завдання шкоди клієнтам такого професійного учасника або створення загрози інвестиціям, запобігання невиконанню професійним учасником вимог законодавства про ринки капіталу та організовані товарні ринки та попередження прийняття професійним учасником ризиків, реалізація яких створює загрозу цілісності ринків капіталу та організованих товарних ринків і стабільності їх функціонування.

Стаття 127 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» містить вимогу щодо включення звіту про корпоративне управління як частину річного звіту керівництва. Звіт про корпоративне управління має містити, серед іншого, опис основних характеристик систем внутрішнього контролю і управління ризиками емітента.

Схожі положення і вимоги щодо розроблення системи внутрішнього контролю можна зустріти в Законі України «Про банки та банківську діяльність», Законі України «Про фінансові послуги та фінансові компанії», Законі України «Про платіжні послуги».

Вищеперелічене вказує на те, що банківські установи, фінансові компанії, платіжні установи, професійні учасники ринків капіталу стикаються з вищими ризиками, ніж нерегульовані господарські товариства. Лише ті, хто здатний впровадити найкращі практики корпоративного управління, заслуговують на видачу ліцензії та статусу професійного учасника.

Критичним для розуміння корпоративного управління є перехід від сприйняття компанії як порожньої оболонки до сприйняття компанії як живої одиниці зі своїми проблемами та багатьма змінними. Більшість стандартів корпоративного управління переймаються із-за кордону під впливом глобалізації. Ринки капіталу ніколи не були так відкриті як сьогодні. Іноземці все частіше стають власниками компаній за кордоном. Взаємовплив цих елементів очевидний.

Таким чином, корпоративне управління – це нова наукова категорія в корпоративному праві, яка відображає якісно інший погляд на юридичну особу. Це категорія що відображає напруження між багатьма учасниками корпоративних відносин та пропонує шляхи подолання цих суперечливих інтересів шляхом впровадження внутрішніх політик, систем внутрішнього контролю, створення комітетів, створенням спеціальних посад в компанії. Корпоративне управління може бути описане як процес, як стан, як певні методи. Воно відображає палітру відносин, що утворюється між державою, учасниками, директорами, працівниками, кредиторами та іншими заінтересованими особами. Корпоративне управління також може бути описано, як високий рівень налагодженості корпоративних відносин, а також ряд стандартів, норм поведінки та рекомендацій, які забезпечують права та інтереси учасників господарського товариства шляхом встановлення балансу інтересів між суб'єктами корпоративних правовідносин.

Далі ми поговоримо про структуру української економіки, прослідкуємо, як розвивалося українське корпоративне право від початку проголошення незалежності, та спробуємо виділити основні українські національні особливості.

I.ІІІ. Сучасна реформа корпоративного управління у державному секторі економіки України

В Україні впровадження стандартів корпоративного управління в державному секторі економіки розпочалося порівняно недавно. Такі стандарти впроваджуються на державних підприємствах та господарських товариствах з корпоративними правами держави шляхом створення наглядових рад, висунення додаткових вимог щодо незалежності членів наглядових рад, покладення обов'язку створювати систему внутрішнього контролю, де це потрібно.

Впровадження стандартів супроводжується оновленням законодавства та корпоратизацією державних підприємств.

Постановою Кабінету Міністрів України №200 від 25 червня 2014 року було прийнято рішення про утворення публічного акціонерного товариства «Українська залізниця», 100 відсотків акцій якого закріплюються в державній власності, на базі Державної адміністрації залізничного транспорту України [40]. Наказом Міністерства інфраструктури України №465 від 11 листопада 2015 року було реорганізовано Українське державне підприємство поштового зв'язку «Укрпошта» в публічне акціонерне товариство «Укрпошта», 100 відсотків акцій якого належать державі [41].

Ці перетворення свідчать про важливий перехід від застарілої форми державних унітарних підприємств до більш зрозумілої та прозорої форми акціонерних товариств.

Трохи згодом державні підприємства та господарські товариства з корпоративними правами держави взяли на себе відповідальність створення незалежних наглядових рад – ПрАТ «НАК Нафтогаз України» створила першу в історії незалежну наглядову раду в 2016 році, ПрАТ «Укрпошта» - в 2018 році, ПрАТ «Укрзалізниця» - в 2018 році, ПрАТ «НЕК Укренерго» - в 2018 році, ДП «АМПУ» – в 2019 році, ДП «МА Бориспіль» - в 2019 році, ПрАТ «Укргідроенерго» - в 2019 році. Створення дворівневої структури управління сприяє ризик-орієнтованому підходу в управлінні державними підприємствами та господарськими товариствами з корпоративними правами держави.

Законом України №3587-IX від 22 лютого 2024 року були впроваджені вимоги до державних унітарних підприємств щодо створення комплексної, адекватної та ефективної системи внутрішнього контролю [42]. Цим же законом були уточнені та доповнені підстави, коли члени наглядової ради державних унітарних підприємств не можуть вважатися незалежними. Цей же закон зобов'язав наглядову раду унітарних державних підприємств створювати комітет з питань аудиту і комітет з питань призначень та винагород. На основі цих нововведень ми

можемо зробити висновок, що держава наближує вимоги до державних унітарних підприємств до вимог до публічних та приватних акціонерних товариств. Таке зрівняння свідчить про послідовне впровадження стандартів корпоративного управління на державних унітарних підприємствах.

Тим не менше, сьогодні держава ставить за ціль повністю відмовитися від державних унітарних підприємств шляхом реорганізації їх у акціонерні товариства з акціями держави та товариства з обмеженою відповідальністю з часткою держави.

Як можна побачити на інфографіці (рис. 1.4), державний сектор економіки скоротився майже вдвічі з 2013 по 2023 роки. Станом на 1 грудня 2020 року в Україні налічувалося 3719 державних підприємств. Станом на 1 січня 2024 р. вже налічувалося 2995 суб'єктів господарювання державного сектору економіки. Як ми бачимо, спостерігається тенденція до подальшого роздержавлення економіки.

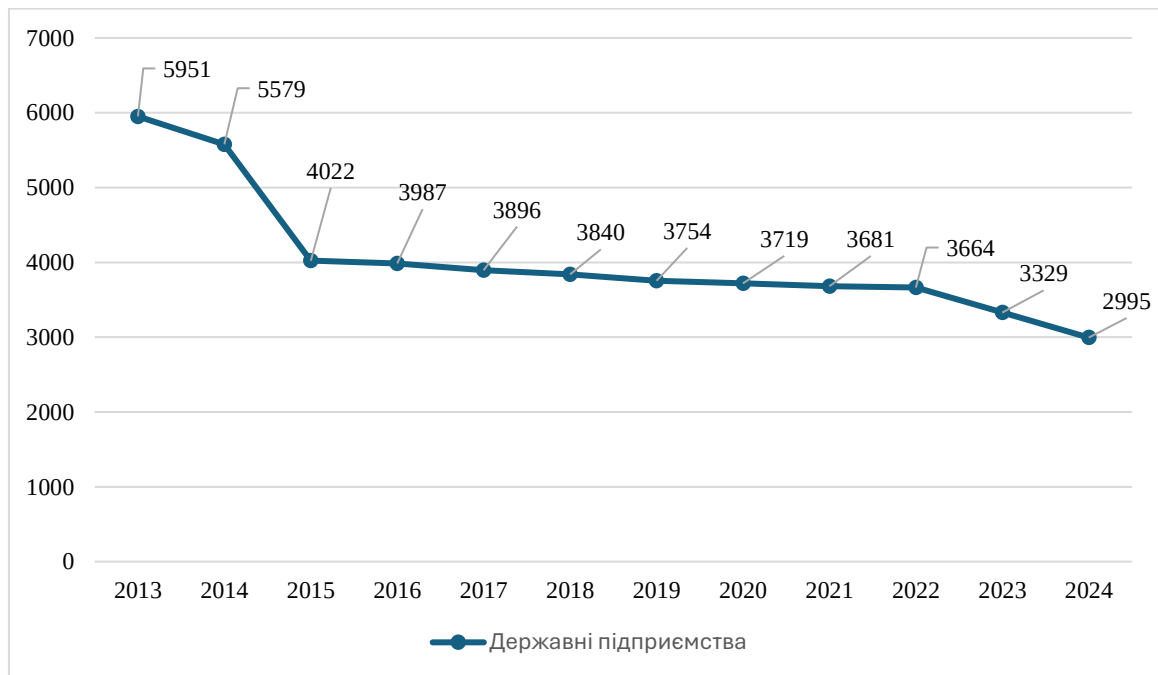


Рис. 1.4. Кількість державних підприємств за організаційно правовою формою

Джерело: на основі даних Державної служби статистики України

За змістом ч. 2 ст. 13 Закону України «Про особливості регулювання діяльності юридичних осіб окремих організаційно-правових форм у перехідний

період та об'єднань юридичних осіб» №4196-IX від 9 січня 2025 року, забороняється внесення змін до відомостей про державні підприємства (державні комерційні підприємства, казенні підприємства), комунальні підприємства, спільні комунальні підприємства, що містяться в Єдиному державному реєстрі юридичних осіб, фізичних осіб - підприємців та громадських формувань [43].

Оскільки Господарський кодекс України встановлював окремі організаційно-правові форми державних підприємств, скасування кодексу вимагає впровадження перехідного періоду. Так як частина друга статті 13 Закону України №4196-IX вводиться в дію через три роки та шість місяців з дня набрання чинності цим Законом, державні підприємства мають три роки та шість місяців для реорганізації в акціонерні товариства або товариства з обмеженою відповідальністю з корпоративними правами держави. Інакше, по закінченню періоду такі державні підприємства можна буде тільки припинити.

Така державна політика є позитивною тенденцією та узгоджується із процесом корпоратизації, офіційною позицією Міністерства економіки України, із Політикою державної власності 2024 та євроінтеграційним курсом України.

Відповідно до Постанови Кабінету Міністрів України №1420 від 29 грудня 2023 року, державне підприємство “Національна атомна енергогенеруюча компанія “Енергоатом” було перетворено на ПрАТ «НАЕК Енергоатом», 100 відсотків акцій якого належать державі [44].

Зі слів заступника міністра економіки України Олексія Соболева:

"Політика Уряду залишається незмінною – у власності держави мають залишитись лише стратегічні підприємства, на яких запроваджується ефективне корпоративне управління. Всі інші підприємства, які ще перебувають у держвласності, мають бути або приватизовані, або ліквідовані. Впевнений, що після приватизації такі підприємства зможуть залучити приватні інвестиції та стати більш ефективними, а державний бюджет буде поповнено коштами від їхнього продажу [45]".

Відповідно до п. 37 Політики державної власності 2024, для держави пріоритетною є повна приватизація, а часткова приватизація здійснюється після внесення змін до законодавства. Відповідно до п. 38 Політики державної власності 2024, приватизація має важливе значення для розширення української економіки в період дії правового режиму воєнного стану та для повоєнної відбудови держави та розвитку її економіки. Відповідно до п. 41 Політики державної власності 2024, держава ставить за мету розробити дворічний план корпоратизації підприємств та п'ятирічний план великої та малої приватизації [46].

Насамкінець, частка державного сектору економіки у структурі економіки України підлягає зменшенню відповідно до цілей, передбачених Планом України, схваленим розпорядженням Кабінету Міністрів України від 18 березня 2024 р. № 244, з метою реалізації ініціативи ЄС “Ukraine Facility”, запровадженої Регламентом (ЄС) Європейського Парламенту та Ради (ЄС) від 29 лютого 2024 р. № 2024/79.

Відповідно до п. 51 Листа про наміри та Меморандум про економічну і фінансову політику від 13 лютого 2026 року, будь-яке рішення, яке потенційно може привести до збільшення частки державної власності в банківському секторі, буде прийматися після консультацій з фахівцями МВФ і суворо визначатися міркуваннями збереження фінансової стабільності та національної безпеки під час дії воєнного стану.

Утім, сьогодні реформатори стикаються з великим опором з боку уповноважених органів управління державними підприємствами, з боку директорів державних підприємств та з боку працівників державних підприємств. Опір відчувається не тільки щодо корпоратизації, але й щодо формування сильних наглядових рад на вже реорганізованих державних підприємствах.

Красномовним є конфлікт, що відбувся у вересні 2025 року, коли наглядова рада ПрАТ «НЕК Укренерго» звільнила весь склад правління через втрату довіри.

Міністерство енергетики України, будучи власником 100% акцій в товаристві, не схвалило такий крок наглядової ради, а натомість подала в суд на скасування цього рішення і паралельно зобов'язала всіх членів наглядової ради проводити збори очно в Києві, а не дистанційно.

На противагу прагненням реформувати систему, держава бажає зберегти владу над підприємствами. Цей опір необов'язково свідчить про грубий саботаж реформ, натомість його потрібно розглядати через призму політичної економії. Якщо щось працює і працює навіть непогано, то у власника немає мотивації щось змінювати. За однією із теорій, сам факт того, що зміна структури власності є ефективною, ще далеко не гарантує того, що контролюючі сторони завжди хотіли б, щоб така зміна структури власності відбулася [47].

Працівники державних унітарних підприємств є ще одним суб'єктом цих відносин, що суттєво гальмує процес корпоратизації та створення сильних наглядових рад. Знову таки, з точки зору теорії, контролюючі сторони можуть запобігти змінам, якщо це зменшить їхні приватні переваги контролю, тоді як деякі підвищення ефективності будуть охоплені не ними, а іншими. Іншими словами, поки працівники не будуть бачити переваги в переході державного унітарного підприємства до організаційно правової форми приватного акціонерного товариства, вони будуть продовжувати чинити опір новим змінам. Як рекомендація, цей опір можна подолати скажімо, наприклад, якщо голос працівників буде враховуватися при прийнятті рішень в наглядових радах [48] [49].

В Україні також історично велику роль в державному секторі економіки відіграють мораторії. Законом України «Про введення мораторію на примусову реалізацію майна» від 29.11.2001 №2864-III був введений мораторій, що діє до сьогоднішнього дня, на застосування примусової реалізації майна державних підприємств і господарських товариств, у статутному капіталі яких частка держави становить не менше 25%. У 2003 році Конституційний суд України рішенням від 10 червня 2003 року, незважаючи на скарги щодо суперечності

статтям 13 і 42 Конституції України, визнав Закон України «Про введення мораторію на примусову реалізацію майна» від 29.11.2001 №2864-III таким, що відповідає Конституції України [50]. На сьогодні, у Верховній раді України зареєстрований Законопроект №11139 від 01.04.2024, який ще не прийнятий, але який вже пройшов етап доопрацювання [51]. Цим законопроектом пропонується частково скасувати мораторій, але зберегти його чинність для державних підприємств і господарських товариств, у статутному капіталі яких частка держави становить більше 50%. Ним також пропонується застосовувати електронні аукціони, як метод продажу державного майна. Хоча це позитивні кроки, на нашу думку, держава має прагнути повністю відмовитися від мораторію на примусову реалізацію майна господарських товариств з корпоративними правами держави. Такий крок сприятиме справедливій конкуренції та узгоджуватиметься з принципом рівності всіх суб'єктів власності перед законом.

Хоча побічно стосується нашої теми, але варто згадати про ще один напрям реформи державного сектору економіки, а саме державні форми підтримки іноземних інвестицій (публічно-приватне партнерство, концесії, угоди про розподіл продукції, індустріальні парки та проекти із значними інвестиціями).

Так, 31 жовтня 2025 року набув чинності Закон України «Про публічно-приватне партнерство» № 4510-IX, який замінив старий Закон України «Про державно-приватне партнерство». На сьогодні, публічно-приватне партнерство є популярною формою співробітництва приватного та державного секторів економіки. Таке співробітництво зазвичай оформлюється договором з українським або іноземним інвестором (управлінцем), який отримує винагороду за управління об'єктом ППП. По закінченню партнерства, об'єкт ППП залишається у власності держави. Згідно із даними Міністерства економіки із станом на 01.01.2026 на умовах ППП укладено 201 договір, з яких реалізуються 19 договорів (7 - концесійних договорів, 4 - договори про спільну діяльність, 8 - інші договори), 171 договір не реалізується (114 - не виконується, 57 -

розірвані/закінчився термін дії), 11 договорів призупинено у зв'язку зі збройною агресією російської федерації [52]. Для порівняння, в Туреччині працює близько 250 проектів ППТ та ще 20 проектів, які були розпочаті у країні понад три десятиліття тому, добудовуються [53].

Україна також приймає активну участь в концесії об'єктів державної власності. 20 серпня 2020 року було підписано договір концесії порту «Ольвія» строком на 35 років. Згідно з умовами договору, QTerminals зобов'язалася інвестувати близько 3,4 млрд грн у розвиток порту. Через повномасштабне вторгнення росії в Україну у 2022 році, реалізація деяких планів була призупинена. Станом на середину 2025 року, укладено меморандум щодо відновлення концесії у морському порту «Ольвія» [54].

26 червня 2020 року було підписано договір концесії порту «Херсон» строком на 30 років. ТОВ "РисоілХерсон" зобов'язався інвестувати близько 300 млн грн у розвиток порту та 18 млн грн у місцеву інфраструктуру. У 2022 році через російське вторгнення та окупацію Херсона реалізація концесійного проекту була призупинена.

Наказом Міністерства розвитку громад та територій України від 17.12.2025 було прийнято рішення про проведення проведення концесійного конкурсу (конкурентного діалогу) щодо Першого та Контейнерного терміналів в порту Чорноморськ (Універсального та Зернового морських терміналів). В цей же день була затверджена конкурсна документація, яка доступна на офіційному веб-сайті [55]. Основними вимогами до потенційного кандидата є 1) строк концесії на 40 років, 2) налагодження мінімальної цільової проектної потужності після трьох років з дати підписання договору у розмірі 250 тис. контейнерів на рік, 3) фінансування реконструкції шляхопроводу в сумі попередньо не більше 4 млн дол. США.

Отже, Україна активно реформує державний сектор економіки шляхом впровадження стандартів корпоративного управління, піддаючи більшій конкуренції господарські товариства з корпоративними правами держави,

Україна також впроваджує сучасних форм публічно-приватного, впровадження різних програм державної підтримки. На дещо з цього потрібен деякий період для перевірки часом. Стратегічною ціллю держави, в кінці-кінців, є відмова від застарілих організаційно-правових форм, передбачених Господарським кодексом України. Ці прагнення вдається реалізовувати, хоча й з великим опором з боку різних суб'єктів корпоративних відносин. Для більш м'якого переходу ми радили б зробити крок назад і подумати, як можна реалізувати корпоратизацію та створення наглядових рад, щоб всі були задоволені.

Висновки до розділу I:

Підсумовуючи перший розділ, корпоративне управління виникло у другій частині XX століття. Про теорію корпоративного управління почали говорити американські науковці в 60-70-их роках XX століття. Вперше визначення корпоративного управління з'явилося в Звіті Кедбурі в 1991 році. В Україні принципи корпоративного управління з'явилися в 2003 році.

Якщо українська економіка в минулому мала концентровану структуру власності, то є переконливі підстави вважати, що вона надалі буде концентрованою. Українська економіка має ознаки координованої ринкової економіки, а тому більше схильна до адаптації німецьких та японських моделей корпоративного управління.

Серед науковців досі немає єдиного визначення корпоративного управління. Корпоративне управління націлене на максимізацію довгострокової вартості господарського товариства та знаходить відображення в стандартах корпоративного управління.

Український державний сектор економіки знаходиться в стані активних реформ. Сам факт того, що зміна структури власності є ефективною, ще далеко не гарантує того, що контролюючі сторони завжди хотіли б, щоб така зміна структури власності відбулася. Ми прийшли до висновку, щоб реформи були успішними, реформаторам варто зробити крок назад і перевірити, чи враховані інтереси всіх заінтересованих сторін корпоративних відносин, зокрема кредиторів, працівників та контрагентів.

РОЗДІЛ II. СУЧАСНІ СТАНДАРТИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ В ГОСПОДАРСЬКИХ ТОВАРИСТВАХ З КОРПОРАТИВНИМИ ПРАВАМИ ДЕРЖАВИ

Як ми з'ясували в попередньому розділі, найкращі практики корпоративного управління віднаходять відображення в стандартах корпоративного управління. Саме тому, далі ми поговоримо про 1) структуру органів корпоративного управління та особливості винагороди директорів; 2) комплаєнс та корпоративний контроль за фінансовою дисципліною, 3) корпоративну соціальну відповідальність та принципи сталого розвитку, 4) роль держави у державному секторі економіки.

II.1. Структура органів корпоративного управління та особливості винагороди директорів господарських товариств з корпоративними правами держави

Створення незалежних наглядових рад в господарських товариствах з корпоративними правами держави є основним завданням реформи державного сектору економіки в Україні. Створення професійних наглядових рад в публічних акціонерних товариствах також побічно сприяє розбудові ринків капіталу в Україні.

В житті кожного господарського товариства, яке масштабувалося до великих розмірів, настає момент, коли акціонери не здатні досягнути всі проблеми товариства і ефективно управляти ним. Для цього були придумані наглядові ради, колегіальні органи управління, які піклуються про збереження та максимізацію вартості господарського товариства.

Відповідно до ч. 1 ст. 11² Закону України «Про управління об'єктами державної власності», обрання дворівневої структури управління та утворення

наглядової ради є обов'язковими для державних унітарних підприємств та господарських товариств, у статутному капіталі яких більше 50 відсотків акцій (часток) належать державі, у разі якщо вони відповідають критеріям, визначеним Кабінетом Міністрів України у Політиці державної власності або встановленим законом.

Відповідно до ч. 1 ст. 69 Закону України «Про акціонерні товариства», наглядова рада акціонерного товариства є колегіальним органом, що здійснює захист прав всіх акціонерів товариства і в межах компетенції, визначеної статутом акціонерного товариства та цим Законом, здійснює управління товариством, а також контролює та регулює діяльність його виконавчого органу.

За загальним правилом, наглядова рада обирається зборами акціонерів. Наглядова рада підзвітна загальним зборам акціонерів. До наглядової ради можуть обиратися акціонери, представники акціонерів та незалежні директори. Винагорода членів наглядової ради встановлюється або положенням про винагороду членів наглядової ради, або статутом, або положенням про наглядову раду. З кожним членом наглядової ради підписується цивільно-правовий договір або трудовий договір, в якому містяться права та обов'язки члена наглядової ради.

Відповідно до ч. 1 ст. 70 Закону України «Про акціонерні товариства», наглядова рада публічного акціонерного товариства, акціонерного товариства, у статутному капіталі якого більше 50 відсотків акцій належать державі, та наглядова рада банку щороку складає звіт про свою роботу.

Члени наглядової ради мають такі самі обов'язки, як директори ради директорів. Члени наглядової ради мають діяти в інтересах товариства, лояльно, уникати конфлікту інтересів, добросовісно виконувати свої обов'язки. Таким чином, до них застосовуються фідучіарні стандарти. Члени наглядової ради часто входять до комітетів – комітету з питань призначень, комітету з питань аудиту, комітету з питань винагороди.

Щойно акціонери сформували наглядову раду, далі наглядова рада формує

раду директорів, здійснює моніторинг ефективності ради директорів, формує стратегію розвитку товариства, встановлює цінності товариства, обирає генерального директора та підписує з ним контракт або трудовий договір.

Науковці виділяють три функції наглядової ради: 1) моніторингова, 2) управлінська, 3) консультативна (наглядова рада є банком знань, навиків та зв'язків). Вважається, що основною функцією наглядової ради є консультування. Наглядова рада не приймає безпосередню участь в операційній діяльності товариства, однак очікується що генеральний директор чи директори будуть приходити на консультації до членів наглядової ради. Роль наглядової ради в цьому аспекті радше схожа на роль зовнішнього радника, який володіє специфічними знаннями та навиками, які можуть допомогти товариству пройти важкі часи або впровадити новий продукт. В окремих випадках, питання, які рада директорів передає на вирішення наглядовій раді, стосуються операційної діяльності товариства, що свідчить про те, що наглядова рада може побіжно виконувати управлінські функції.

Однією з причин впровадження наглядової ради є розпорешена структура володіння товариством. Акціонери публічного акціонерного товариства, розуміючи власні обмеження, добровільно передають повноваження управління товариством колегіальному органу на чолі товариства. До згаданих обмежень науковці відносять інформаційну асиметрію, координаційні проблеми серед великої кількості акціонерів, недостатній рівень знань та навиків для управління товариством. У випадку державного сектору економіки, в Україні здебільшого власником господарських товариств з корпоративними правами держави є уповноважений орган управління – міністерство, центральний орган виконавчої влади або інший суб'єкт владних повноважень. Хоча ці органи зазвичай є одноосібними власниками, тобто тримають 100% акцій товариства, створення наглядових рад може позитивно повпливати на управління цими товариствами, оскільки 1) по-перше, це дозволить звільнити орган державної влади від моніторингу ефективності товариства, 2) по-друге, допоможе товариству

отримати доступ до кращих практик корпоративного управління, який можуть привнести вітчизняні та іноземні члени наглядових рад, а 3) по-третє, в деяких випадках, навіть отримати доступ до дешевшого капіталу. Далі ми також будемо аргументувати, чому держава має створити умови для участі міноритарних акціонерів в господарських товариствах з корпоративними правами держави.

При цьому, колегіальність наглядової ради є головною перевагою цього утворення, оскільки колективний розум сприяє різноманітності думок, краще справляється з аналітичними завданнями та запобігає самодіяльності окремих членів наглядової ради. Недоліком одноосібного управління господарським товариством також є “обмежена раціональність” (bounded rationality) – одна особа зазвичай шукає «достатньо хороше» рішення, а не найкраще, тому що вона обмежена в часі, обмежена в когнітивних здібностях та обмежена в інформації [56]. Натомість, колегіальний характер обговорення створює у членів наглядової ради страх бути вигнаним або незрозумілим. Це мотивує кожного члена більш чіткіше та зрозуміліше викладати свої думки та шукати найкращі рішення щодо впровадження нового продукту або стратегії. Вважається, що створення наглядової ради сприяє ризик-орієнтованому підходу до управління товариством. Рада директорів має консультуватися з наглядовою радою щодо ключових рішень, пояснювати логіку прийняття того чи іншого рішення. Це створює корпоративну систему стримувань і противаг. Наглядова рада, у свою чергу, встановлює «тон на верхівці», дає приклад для директорів нижчої ланки.

Відповідно до кодексу НКЦПФР 2020 року, компанія має ефективний виконавчий орган, який звітує наглядовій раді і акціонерам про досягнення цілей компанії. Наглядова рада і виконавчий орган мають різні функції та сфери відповідальності. Вони ефективно співпрацюють на користь компанії і не втручаються у виконання функцій та сфери відповідальності один одного.

З іншого боку, негативними сторонами створення наглядової ради є збільшення часу для прийняття рішення, бюрократизація управління товариством, більші часові та матеріальні витрати на управління товариством,

що робить недоцільним створення наглядових рад скажімо в маленьких товариствах з обмеженою відповідальністю. Система стримувань та противаг створює напруження в спілкуванні між наглядовою радою та радою директорів, що може призводити до приховування радою директорів деякої інформації від наглядової ради [57]. Асиметричний доступ до інформації створює підґрунтя для зайвих корпоративних конфліктів. Красномовним є конфлікт, що відбувся у вересні 2025 року, коли наглядова рада ПрАТ «НЕК Укренерго» звільнила весь склад правління через втрату довіри [58].

Наглядова рада зазвичай складається із виконавчих і невиконавчих директорів, незалежних і звичайних директорів, інсайдерів та аутсайдерів.

У випадку великих товариств, наріжним питанням є, наскільки має враховуватися голос зовнішніх стейкхолдерів, наприклад працівників [59]. У випадку господарського товариства з корпоративними правами держави гарним питанням є, яка роль представника держави у наглядовій раді [60]. Чиї інтереси має представляти представник держави – товариства чи держави.

Існує декілька стандартів незалежності, проте, як правило, незалежність розуміється як відсутність персональної та професійної залежності від виконавчого органу товариства. Незалежні директори також не повинні мати жодного стосунку до акціонерів товариства та не можуть мати дохід, пов'язаний з діяльністю товариства.

В деяких країнах існує вимога щодо мінімальної кількості незалежних директорів. Наприклад, в США вимогами щодо лістингу на NASDAQ, NYSE та AMEX є наявність наглядової ради, що складається на половину з незалежних директорів. Серед науковців немає консенсусу щодо оптимальної кількості незалежних директорів в наглядовій раді. Із мінімальною кількістю або співвідношенням незалежних директорів у наглядовій раді в різних юрисдикціях можна ознайомитись у додатку №1 таблиці №1.

В Україні, відповідно до ч. 11 ст. 72 Закону України «Про акціонерні товариства», наглядова рада публічних акціонерних товариств має складатися не

менше з 5 осіб. За змістом ч. 4 ст. 72 Закону України «Про акціонерні товариства», не менш як одну третину складу наглядової ради публічного акціонерного товариства мають становити незалежні директори, при цьому кількість незалежних директорів не може становити менше двох осіб. У господарських товариствах з корпоративними правами держави така вимога ще суровіша – більшість директорів наглядової ради має бути незалежними. Відповідно до кодексу НКЦПФР 2020 року, рекомендовано, щоб незалежні члени наглядової ради становили щонайменше половину від її загального складу.

Очікується, що незацікавленість (незалежність) директорів в просуванні інтересів жодної із сторін корпоративних відносин сприятиме більш раціональному, виваженому та об'єктивному судженню, а також допоможе відкритіше говорити про проблеми, які в іншому разі замовчувалися б директорами-інсайдерами. З іншого боку, присутність незалежних директорів в наглядовій раді може збільшувати час на прийняття рішення, а отже збільшувати «агентські витрати». Це пояснюється тим, що незалежні директори менш схильні погоджуватися з директорами-інсайдерами, оскільки вони не мали та не мають ні персональної, ні професійної залежності від других. У цьому контексті, незалежні директори є аутсайдерами і їхня роль полягає у створенні тиску на директорів-інсайдерів [61].

Іншою практикою корпоративного управління є формування наглядової ради з якомога більш різнопланових особистостей. Тобто є певна вимога щодо різноманітності в наглядовій раді. Відповідно до кодексу НКЦПФР 2020 року, поєднання демографічного, расового, вікового, статевого, освітнього та професійного чинників з метою досягнення різноманіття у Наглядовій раді може забезпечити широкий спектр знань і поглядів, які сприяють ухваленню належних рішень.

В деяких країнах в законодавстві містяться спеціалізовані вимоги до складу наглядової ради, як наприклад вимога щодо гендерного представництва або вимога щодо представництва працівників. В Німеччині, наглядова рада

публічного акціонерного товариства, що відповідає певним граничним розмірам, має складатися на половину з представників працівників. Гендерне представництво покликане забезпечити активнішу дискусію всередині наглядової ради. Представництво працівників покликане забезпечити баланс інтересів між акціонерами та працівниками. В унікальних випадках, наглядові ради навмисно формуються із впливових політичних або державних діячів, щоб товариство швидше комунікувало з регулятором або отримувало державні преференції в кризові часи [62]. Останнє є поширеною практикою в Україні. Це не обов'язково говорить про негативний ефект цього явища, як про особливість структури управління українськими господарськими товариствами, яке потрібно враховувати.

В українському контексті, цікаво проаналізувати Проект Закону № 3193-1 від 17.03.2020 «Про внесення змін до деяких законодавчих актів щодо забезпечення рівних прав та можливостей громадян із представництва у наглядових радах та органах правління державних унітарних підприємств, господарських товариств та державних банків та справедливого формування і ефективної діяльності таких наглядових рад із врахуванням національних інтересів України» [63]. У проекті депутати пропонують 1) встановити гендерні квоти в розмірі 40% в наглядових радах господарських товариств з корпоративними правами держави, 2) заборонити директорам із іноземним громадянством посідати місця члена наглядової ради в господарських товариствах з корпоративними правами держави, 3) ускладнити доступ до посад в наглядових радах тим директорам, які були членами громадських організацій, що отримували фінансування від іноземних неурядових організацій. У той час як друга та третя пропозиції виглядають не переконливими, перша пропозиція щодо гендерних квот цілком має місце бути. Потрібно розуміти, що іноземні директори приносять суттєвий управлінський досвід в українські товариства з корпоративними правами держави, що є особливо цінним у світлі малорозвинутої української системи освіти директорів. Квота гендерної рівності у розмірі 40% можливо зavelика, але

в цілому ініціатива здатна внести позитивні зміни до наглядових рад господарських товариств з корпоративними правами держави.

На сьогодні в українському законодавстві немає вимог щодо представників працівників чи гендерних квот. Відповідно до абз. 4 ч. 1 ст. 75 Закону України «Про акціонерні товариства», у засіданні наглядової ради на її запрошення з правом дорадчого голосу можуть брати участь представники профспілкового або іншого уповноваженого трудовим колективом органу, який підписав колективний договір від імені трудового колективу. Положення підкреслює відкритість наглядової ради до вислуховування інтересів працівників, проте формулювання залишає бажати кращого.

Серед науковців також немає єдиного розуміння, хто буде моніторити наглядову раду [64]. Якщо структура володіння публічним акціонерним товариством розпорошена, то товариство може опинитися без того самого мажоритарного акціонера, який би приймав рішення щодо ефективності наглядової ради. У цьому світлі, науковцями було запропоновано надати членам наглядової ради додаткове джерело прибутку, яке залежало б від вартості компанії [65]. Такий крок справді зближує інтереси членів наглядової ради з інтересами акціонерів. Проте, ця пропозиція впирається в початкову причину для чого створювалася наглядова рада – вийти за межі одноосібного управління товариством та відділити інтереси акціонерів від інтересів товариства. Інтереси інвесторів та акціонерів доволі примітивні – отримати якомога більше дивідендів в новому операційному році. Натомість, кращою практикою управління є налагодження корпоративних відносин таким чином, щоб наглядова рада послідовно просуvalа інтереси товариства, тобто щоб наглядова рада частіше реінвестувала нерозподілений прибуток. Таким чином, поки не вбачається переконливої відповіді на питання, хто має моніторити наглядову раду. Можливо, колегіальність наглядової ради і є найкращим способом, як обмежити самодіяльність або обмежену раціональність окремих членів наглядової ради [66].

Отже, наглядова рада є важливим звеном в структурі управління публічними акціонерними товариствами та господарських товариствах з корпоративними правами держави. Колегіальність та досвід окремих членів наглядової ради є головними перевагами цього утворення. Наглядова рада покликана бути в першу чергу консультативним органом, але часом вона може здійснювати операційне управління товариством.

Підвищеної уваги з боку науковців у сфері корпоративного управління останні десятиліття набуває тема компенсації членів наглядових рад та директорів в фінансових та нефінансових публічних акціонерних товариствах. Сьогодні в кожній юрисдикції можна зустріти положення, які прямо чи непрямо регулюють рівень оплати наглядової ради та директорів. З іншого боку, законодавці обережно підходять до регулювання оплати праці директорів, щоб не зашкодити корпоративній автономії товариств.

У Великій Британії традиційно діє найширший набір вимог до управління щодо винагороди директорів. З 2002 року публічні акціонерні товариства зобов'язані готувати Звіт про винагороду директорів та подавати його на дорадче голосування акціонерів.

Європейськими Рекомендаціями 2004 року було передбачено, що кожному публічному акціонерному товариству варто розкривати політику винагород товариства [67]. Європейськими Рекомендаціями 2005 року було передбачено, що якщо згідно з наглядова рада відіграє певну роль у процесі встановлення винагороди директорів, або шляхом прийняття рішень самостійно, або шляхом внесення пропозицій на розгляд іншого корпоративного органу, у складі наглядової ради має бути створений комітет з питань винагороди [68]. Європейськими Рекомендаціями 2009 року було передбачено, що якщо політика винагороди включає винагороду за результатами діяльності (змінну складову винагороди), товариства повинні передбачити обмеження на змінну складову винагороди [69]. Фіксована винагорода у такому разі повинна бути достатньою, щоб дозволити товариствам утримувати (списувати) змінні складові винагороди,

коли критерії ефективності не виконуються.

Глобальна фінансова криза 2007-2009 років тільки посилила тенденцію до регулювання рівня оплати праці директорів. Вважається, що структура оплати праці директорів багатьох фінансових установ була побудована таким чином, що директори шли на більші ризики, ніж потрібно було, що стало одним із чинників кризи. У зв'язку з цим, криза привернула увагу регуляторів до цієї сфери корпоративного управління. У вересні 2009 року Рада з фінансової стабільності (FSB) вирішила провести експертну оцінку впровадження Принципів належної компенсації Форуму фінансової стабільності (FSF) та Стандартів їх впровадження. 30 березня 2010 року Рада з фінансової стабільності опублікувала Тематичний огляд впровадження стандартів [70].

Закон Додда-Франка, прийнятий у 2010 році, докорінно змінив систему винагороди директорів публічних акціонерних товариств в США, посиливши нагляд акціонерів та управління ризиками [71]. Ключові положення включають обов'язкове голосування акціонерів щодо виплати винагороди, незалежні комітети з питань винагороди, політику повернення коштів за помилкову фінансову звітність та розкриття інформації про співвідношення оплати праці та результатів діяльності. В 2010 році Бельгія прийняла закон, відповідно до якого публічні акціонерні товариства повинні створювати комітет з питань винагороди та публікувати звіти щодо оплати праці директорів [72]. В 2010 році Португалія прийняла підзаконний нормативно правовий акт який зобов'язав товариства розкривати опис політики винагороди та розкривати зарплати директорів [73]. В 2011 році до цих ініціатив доєдналася Італія [74].

Банки ЄС підпорядковуються правилам винагороди, встановленим Capital Rights Directive VI (CRD VI), як вони запроваджені кожною державою-членом ЄС [75]. Ці правила винагороди доповнюються Керівними принципами Європейського банківського органу щодо обґрунтованої політики винагороди [76].

В товариствах з обмеженою відповідальністю, де наглядової ради немає, все

доволі прямолінійно. Учасники товариства напряду домовляються з директорами щодо оплати їх праці. Часто один учасник з найбільшою часткою має вирішальний вплив на обсяг та структуру винагороди.

У випадку акціонерних товариств, де створена наглядова рада, саме наглядова рада наймає, звільняє, та встановлює рівень заробітної плати директорів. У разі якщо структура власності акціонерного товариства концентрована, то вирішальний вплив на встановлення рівня компенсації має мажоритарний акціонер. Рішення мажоритарного акціонеру може бути вирішальним або дорадчим (остаточне рішення все одно приймає наглядова рада). У разі якщо структура власності акціонерного товариства розпорошена, переважаючий вплив на встановлення рівня оплати праці здійснює наглядова рада та комітет з питань винагород. У останньому випадку, незалежність наглядової ради є особливо актуальною, оскільки члени наглядової ради повинні об'єктивно, виважено, свідомо, без зайвого впливу оцінити рівень зарплати, на який можуть претендувати директори. В цьому випадку, переважаюча кількість незалежних директорів в наглядовій раді публічного акціонерного товариства може допомогти подолати опір директорів-інсайдерів в наглядовій раді, які з високою імовірністю будуть просувати інтереси ради директорів.

Колегіальність наглядової ради та формування комітету з питань винагороди з кола незалежних директорів покликані сприяти встановленню справедливого рівня оплати праці виконавчих директорів.

Відповідно до п. 14 ч. 2 ст. 39 Закону України «Про акціонерні товариства», до виключної компетенції загальних зборів акціонерів належить затвердження звіту про винагороду членів наглядової ради або ради директорів та виконавчого органу акціонерного товариства, вимоги до якого встановлюються Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Відповідно до Вимог до положення та звіту про винагороду членів наглядової ради, ради директорів та виконавчого органу акціонерного товариства, положення про винагороду та звіт про винагороду членів органів управління

товариства затверджуються рішенням загальних зборів акціонерів [77]. Положення підкреслює, що в Україні акціонери мають не просто дорадчий голос, а вирішальний голос щодо винагороди директорів.

Відповідно до п. 14 ч. 2 ст. 39 Закону України «Про акціонерні товариства», особливості вимог до звіту про винагороду членів наглядових рад акціонерних товариств (крім банків), у статутному капіталі яких 50 і більше відсотків акцій належать державі, встановлюються Кабінетом Міністрів України згідно із Законом України "Про управління об'єктами державної власності".

Найкращою практикою корпоративного управління вважається створення окремого комітету з питань винагороди, компетенцією якого є встановлення справедливої винагороди директорів.

Відповідно до ч. 2 ст. 76 Закону України «Про акціонерні товариства», у публічному акціонерному товаристві, товаристві - підприємстві, що становить суспільний інтерес, а також в акціонерному товаристві, у статутному капіталі якого більше 50 відсотків акцій (часток, паїв) прямо або опосередковано належать державі, обов'язково утворюються комітет з питань аудиту, комітет з питань визначення винагороди посадовим особам акціонерного товариства і комітет з питань призначень.

Відповідно до ст. 78 Закону України «Про акціонерні товариства», до предмета відання комітету з винагород належить: 1) розроблення та періодичний перегляд політики (внутрішнього положення) товариства з питань винагороди; 2) внесення акціонерам, якщо це передбачено внутрішніми документами товариства, пропозицій щодо винагороди членів наглядової ради; 3) надання наглядовій раді пропозицій щодо винагороди членів виконавчого органу. Такі пропозиції стосуються всіх форм винагороди, у тому числі фіксованої винагороди, винагороди за результатами діяльності (змінної винагороди), додаткового пенсійного забезпечення або схеми дострокового виходу на пенсію та компенсації при звільненні.

Відповідно до кодексу НКЦПФР 2020 року, наглядова рада спирається на

підтримку комітетів для належного виконання своїх функцій і сфер відповідальності. Комітет з питань винагороди повинен повністю складатися з незалежних членів Наглядової ради. Члени Комітету повинні мати достатні знання щодо практик визначення винагороди та заохочення до ефективного виконання обов'язків.

Комітет з питань винагороди допомагає забезпечити ретельну та незалежну підготовку питань, пов'язаних з оплатою праці членів виконавчого органу та персоналу. Завдання комітету з питань винагороди полягає в тому, щоб забезпечити існування засобів заохочення для членів виконавчого органу і персоналу та відповідне визнання їх внеску в діяльність компанії. Іноді комітет з питань винагороди також відповідає за надання рекомендацій щодо розміру винагороди та пільг для членів наглядової ради. Це може спричинити конфлікт інтересів. Як наслідок, деякі наглядові ради покладаються на зовнішніх незалежних радників, які допомагають їм визначити розмір винагороди та інші форми заохочення для членів наглядової ради. Інший спосіб, в який компанії вирішують цей конфлікт інтересів, полягає у повному розкритті інформації щодо винагороди членів наглядової ради.

Відповідно до Керівних принципів ОЕСР з корпоративного управління на підприємствах державної форми власності 2024 [78], для підприємств державної форми власності, які мають, в основному, цілі економічного характеру та здійснюють діяльність у конкурентному середовищі, рівень винагороди членів Наглядових рад має бути приведений у відповідність до довгострокових інтересів держпідприємств та відображати ринкові умови тією мірою, в якій необхідно залучати та утримувати висококваліфікованих членів ради. Однак, необхідно також приділяти увагу питанням ефективного врегулювання будь-яких негативних наслідків для підприємств державної форми власності та власника майна через негативне суспільне сприйняття, спричиненого завищеним рівнем винагороди членів Наглядових рад.

Ситуація з виплатою генеральним директором ПрАТ «НАК Нафтогаз

України» Андрієм Коболевим премії у зв'язку з виграшом Стокгольмського арбітражу проти російського Газпрому підкреслила важливу проблему у сфері корпоративного управління [79], а саме – в якому саме обсязі директори мають бути компенсовані за свою роботу, щоб вони послідовно підвищували довгострокову вартість товариства, але водночас, щоб їхня зарплата не була непропорційно завищеною.

Існує багато фінансових метрик та критеріїв, за якими можна оцінювати роботу директорів та визначати, за яких умов виплачувати директорам винагороду за результатами діяльності (змінну складову винагороди). Більшість науковців погоджуються, що найкращим критерієм ефективності є ціна акцій товариства на біржі цінних паперів [80]. Оскільки ціна на ринку цінних паперів формується на основі попиту та пропозиції, а угоди укладаються на рівних умовах між двома самостійними учасниками господарських відносин, то тільки вільний ринок може показати якомога об'єктивнішу ціну товариства. У світлі цього, рекомендовано виплачувати змінну складову винагороди по мірі підвищення ціни акцій господарського товариства. Дієвим заходом заохочення директорів є також включення опціону на акції в цивільно-правовий договір між директором і товариством, який дозволяє конвертувати отримані кошти у акції товариства.

Звичайно, ціна акцій на біржі цінних паперів може бути завищеною і не відповідати справжній ціні товариства, так званий «ефект бульбашки». Негативним наслідком прив'язки винагороди до ціни акцій товариства може також бути те, що директори можуть вдаватися до таких стратегій, які лише короткостроково підвищують ціну акцій товариства, але не націлені на створення інноваційних продуктів або створення сприятливої атмосфери в трудових колективах [81].

У зв'язку з цим, деякими науковцями було запропоновано впровадити «обмежені опціони», суть яких полягає в обмеженні директорів в можливості продажу акцій товариства протягом декількох місяців (років) після звільнення з

товариства. Ще одним рішенням є включення в контракт вимоги про поступовий продаж акцій, що дозволить втримати ціну акцій товариства в разі звільнення виконавчого директора. У випадку виплати бонусів, пов'язаних з підвищенням ціни акцій, корисним рішенням може бути відкладення виплати бонусів на певний період, скажімо на три роки з моменту виконання виробничих цілей [82]. Наглядова рада повинна мати повноваження утримувати або взагалі списувати бонуси (“clawback clause”), якщо виявиться, що досягнуті цілі були короткостроковими або не вплинули позитивно на довгострокову вартість товариства. На практиці, також відомі положення в контрактах, які карають директорів штрафом за використання високоризикових стратегій або взяття на себе неспівмірно високих ризиків (“malus clause”). Наприклад, відповідно до Глобальних принципів ICGN, компанії повинні включати положення до своїх планів стимулювання, які дозволяють компанії утримувати виплату будь-якої суми («malus») або стягувати сплачені суми («clawback») у разі серйозних порушень або суттєвого викривлення фінансової звітності компанії [83]. Хоча включення цих положень в трудовий договір може натикнутися на законодавчі обмеження, використання таких положень в межах цивільно-правового договору є цілком можливим.

Взяті разом ці рішення можуть стати ефективними запобіжниками та стримуючим факторами для директорів, які вирішили вдаватися до короткострокової маніпуляції акціями товариства. Віднайдення правильного балансу та структури тарифної сітки є завданням комітету з питань винагороди. Зависокі зарплати можуть, з одного боку, суперечити інтересам акціонерів. Занадто обмежені зарплати, з іншого боку, можуть вплинути на можливість фірми наймати досвідчених та ефективних директорів та змагатися на ринку праці за найкращих спеціалістів. В даному питанні потрібно уникати методу «один розмір підходить під все» («one-size-fits-all»).

Окрім створення окремого комітету з питань винагороди, послідовне та систематичне розкриття інформації є ще одною важливою практикою

корпоративного управління, яка здатна позитивно вплинути на встановлення справедливого рівня винагороди директорів [84]. Розкриття рівня винагороди директорів позитивно впливає на внутрішню та зовнішню дискусію навколо цього питання. Важливо, щоб директори відчували тиск не тільки з боку акціонерів, але також з боку профспілок та громадських організацій.

Оскільки структурування оплати праці набуло складнішого характеру, такі завдання потребують спеціальної підготовки та досвіду. Оплата праці потребує більшої спланованості та прагматичності сьогодні, ніж це було три десятиліття тому назад. Регулятори заохочують публічні акціонерні товариства не використовувати стандартизовані політики винагороди, а натомість заохочують компанії експериментувати і шукати ту модель винагороди, яка працює на успіх конкретного товариства. Ці тенденції посилили вагу проксі-консультаційних фірм, особливо двох найбільших, - Institutional Shareholder Services (ISS) та Glass, Lewis & Co. [85].

Таким чином, тема оплати праці директорів давно вийшло за межі стандартизованих трудових договорів. Публічні акціонерні товариства змушені шукати нестандартні рішення не тільки задля максимізації довгострокової вартості свого товариства, але також з метою дотримання чинних законодавчих актів та розсудливого управління ризиками. Опціони на акції та інші інструменти, що прив'язані до ціни акцій товариства, стають поширеним явищем, яким при цьому потрібно правильно користуватися, щоб не підтримувати реалістичну ціну господарського товариства на біржі цінних паперів.

II. II. Комплаєнс та корпоративний контроль за фінансовою дисципліною в господарських товариствах з корпоративними правами держави

Сьогодні уряди більшості країн мають величезну владу у сфері правозастосування. Вони здатні накладати великі штрафи або забороняти діяльність, часто лише з мінімальним втручанням судової влади [86]. У свою чергу, господарські товариства мають сильний стимул впровадити функцію правозастосування у внутрішню діяльність товариства, запровадивши внутрішні корпоративні процедури для захисту від неправомірних дій з боку своїх співробітників. Далі ми поговоримо про комплаєнс в фінансових та нефінансових установах. Також ми згадаємо про зусилля держав у сфері міжнародної корупції.

Під «комплаєнсом» зазвичай мається на увазі приведення діяльності господарського товариства у відповідність до всіх вимог, передбачених законами та підзаконними нормативно-правовими актами.

Найбільшу вагу у встановленні стандартів щодо внутрішнього контролю на сьогодні має Комітет організацій-спонсорів Комісії Тредвея (COSO), що об'єднує компанії в галузі бухгалтерського обліку, аудиту та фінансового менеджменту. Комітет розробляє вказівки для господарських товариств щодо оцінки внутрішнього контролю, управління ризиками та запобігання шахрайству. COSO Інтегрована структура ("COSO Integrated Framework") – це стандарт, який більшість аудиторів публічних акціонерних товариств використовують для оцінки того, наскільки якісно та повно директори товариства оцінюють ефективність системи внутрішнього контролю власного товариства.

COSO описує внутрішній контроль як «процес, що здійснюється наглядовою радою, радою директорів та іншими працівниками господарського товариства, призначений для забезпечення достатніх гарантій щодо досягнення цілей, пов'язаних з операційною діяльністю, звітністю та комплаєнсом» [87]. Відповідно до кодексу НКЦПФР 2020 року, система внутрішнього контролю забезпечує впевненість у тому, що компанія має належні механізми контролю за господарською діяльністю, фінансовою звітністю та комплаєнсом.

Велику роль у впровадженні ризик-орієнтованого підходу та комплаєнс

систем відіграли Азійська та Глобальна фінансові кризи. Однією з причин Глобальної фінансової кризи стала нерозсудлива поведінка директорів, які йшли на надмірні ризики задля отримання надприбутків. Якщо поглянути банківське та фінансове законодавство будь-якої країни, можна прослідкувати єдину тенденцію до гармонізації вимог до фінансових установ. Сьогодні, незалежно від діяльності, фінансові установи мають підтримувати високий рівень розкриття інформації, мати комплаєнс офіцера, мати директора із запобігання відмивання коштів, мати програму оцінки ризиків, мати програму із запобігання відмивання коштів, внутрішні процедури щодо звітування про технічні несправності, внутрішні процедури щодо поводження з клієнтом.

Ризик-орієнтований підхід передбачає постійну оцінку ризиків, з якими стикається товариство. Ймовірність виникнення ризику може поділятися на низький, середній, високий. За наслідками, ризик може допустимий, критичним, катастрофічним. До виключної компетенції наглядової ради належить затвердження декларації схильності до ризиків акціонерного товариства. Розділ ризиків обов'язково включається в річні звіти з корпоративного управління публічних акціонерних товариств. Звіт керівництва повинен містити достовірний огляд розвитку емітента та його діяльності за звітний період, у тому числі з описом ризиків та невизначеностей, з якими стикається емітент у процесі господарської діяльності. Звіт керівництва повинен містити відомості завдання та політику емітента щодо управління фінансовими ризиками, у тому числі політику щодо страхування кожного основного виду прогнозованої операції, для якої використовуються операції хеджування. Звіт керівництва повинен містити інформацію про схильність емітента до цінових ризиків, кредитного ризику, ризику ліквідності та/або ризику грошових потоків [88]. Розкриття цієї інформації є особливо важливим, коли інвестори інвестують власні кошти, оскільки вони повинні розуміти ризики, на які наражають свої кошти.

Відповідно до ст. 1 Закону України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму

та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення», управління ризиками - заходи, що вживаються суб'єктами первинного фінансового моніторингу щодо створення та забезпечення функціонування системи управління ризиками, що передбачає, зокрема, визначення (виявлення), оцінку/переоцінку (вимірювання), моніторинг, контроль ризиків, з метою їх мінімізації.

Відповідно до ч. 4 ст. 76 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», усі професійні учасники ринків капіталу та організованих товарних ринків зобов'язані створити комплексну, ефективну систему внутрішнього контролю, що включає підсистеми комплаєнсу, управління ризиками та внутрішнього аудиту.

Відповідно до ст. 1 Закону України “Про фінансові послуги та фінансові компанії”, система внутрішнього контролю - сукупність заходів з внутрішнього аудиту, управління ризиками, комплаєнсу та інших елементів, визначених цим Законом та спеціальними законами, а також політик, правил і заходів, які забезпечують функціонування, взаємозв'язок та підтримку таких заходів та елементів і спрямовані на досягнення визначених мети (місії), стратегічних та інших цілей, завдань, планів і вимог до діяльності надавача фінансових послуг.

За змістом ч. 1 ст. 41 Закону України “Про фінансові послуги та фінансові компанії”, фінансова компанія, ломбард організовує та забезпечує функціонування систем корпоративного управління і внутрішнього контролю з урахуванням особливостей виду своєї діяльності, характеру і переліку послуг, які вони надають, ризиків, притаманних такій діяльності, особливостей, встановлених законами з питань регулювання діяльності господарських товариств та юридичних осіб інших організаційно-правових форм, відповідно до того, в якій організаційно-правовій формі вони створені, а також нормативно-правовими актами Регулятора.

Відповідно до ч. 1 ст. 15 Закону України «Про платіжні послуги», банки, небанківські надавачі платіжних послуг зобов'язані організувати та забезпечити

належне функціонування системи корпоративного управління, системи внутрішнього контролю та належне управління ризиками з урахуванням особливостей виду діяльності, бізнес-моделі, характеру і видів послуг, які вони надають, ризиків, притаманних такій діяльності, а також особливостей, встановлених законами з питань регулювання окремих ринків фінансових послуг, законами з питань діяльності господарських товариств та нормативно-правовими актами Національного банку України.

Відповідно до ч. 1 ст. 51 Закону України «Про платіжні послуги», надавачі платіжних послуг зобов'язані здійснювати моніторинг платіжних операцій користувачів відповідно до внутрішнього порядку управління операційними ризиками та ризиками інформаційної безпеки з метою ідентифікації неакцептованих, помилкових та неналежних платіжних операцій, суб'єктів таких операцій та забезпечувати вжиття заходів для запобігання або припинення таких операцій.

Звичайні нефінансові господарські товариства теж мають сильні стимули створювати ефективну систему внутрішнього контролю. За останні 4 роки повномасштабної війни Україна не тільки внесла багато правок в Закон України «Про санкції» та створила Державний реєстр санкцій при РНБО України, але набула великого досвіду правозастосування у цій сфері. Торгівля із підсанкційними партнерами або наявність російського бенефіціару в структурі володіння сьогодні створює ризик блокування банківських рахунків та отримання штрафів. В розрізі розкриття інформації публічними акціонерними товариствами, звіт керівництва повинен містити інформацію щодо наявності у емітента зв'язків з іноземними державами зони ризику. До інформації щодо наявності зв'язків з іноземними державами зони ризику належить наявність в структурі власності емітента фізичних осіб, які мають громадянство іноземної держави зони ризику, фізичних осіб, постійним місцем проживання яких є іноземні держави зони ризику, юридичних осіб, місцем реєстрації яких є іноземні держави зони ризику [89].

Принагідно згадати і про зусилля іноземних країн у сфері боротьби з міжнародною корупцією [90]. Зробивши публічну пропозицію акцій на американській біржі NASDAQ, український Київстар та його директори віднині підпадають під юрисдикцію американської прокуратури, яка може відкрити кримінальне провадження проти товариства, якщо виявить ознаки міжнародної корупції або встановить суттєві недоліки в антикорупційних програмах Київстару.

Відповідно до ст. 1 Закону України “Про державний контроль за міжнародними передачами товарів військового призначення та подвійного використання”, система внутрішньофірмового експортного контролю - комплекс заходів організаційного, правового, інформаційного та іншого характеру, що виконується суб'єктом здійснення міжнародних передач товарів з метою дотримання ним та підпорядкованими йому структурними підрозділами вимог законодавства в галузі експортного контролю.

Підсумовуючи, внутрішній контроль є внутрішньокорпоративним процесом по забезпеченню досягнення цілей господарського товариства та забезпечення того, щоб товариство вело свою діяльність в рамках правового поля. Ризик-орієнтований підхід в управлінні товариством допомагає скеровувати ресурси товариства в тому напрямку, в якому найбільше ризиків і сприяє довгостроковому функціонуванню товариства. Комплаєнс є важливою складовою фінансових установ, але при цьому залишається актуальним і для нефінансових установ.

Одним із напрямків комплаєнсу є слідкування за тим, щоб фінансова звітність була складена відповідно до національних (міжнародних) стандартів бухгалтерського обліку. Облік має бути обачним, повним, автономним, послідовним, безперервним. На комітет з питань аудиту або ревізійну комісію зазвичай покладається завдання контролю за фінансово-господарською діяльністю товариства

Важливість якісного та точного відтворення фінансового стану господарського товариства з корпоративними правами держави важко

переоцінити: фінансова звітність використовується директорами для створення стратегії розвитку, загальними зборами для розподілу дивідендів та інвесторами для прийняття інвестиційних рішень. Тим не менше, ряд корпоративних скандалів в США, Канаді та Європі показав, що фінансова звітність є вразливим місцем публічних акціонерних товариств.

Внаслідок систематичної підробки фінансової звітності, американське публічне акціонерне товариство у сфері виробництва електроенергії та видобутку природного газу Enron роками ошукувала власних працівників та інвесторів [91]. Головний фінансовий директор Ендрю Фастоу та інші директори ввели в оману наглядову раду Enron і комітет з аудиту щодо високо ризикових практик бухгалтерського обліку і схилили свою аудиторську фірму, щоб та проігнорувала ці проблеми. Серед високо ризикових практик були, зокрема, несвоєчасне відображення фінансових операцій та використання компаній спеціального призначення. Щойно комісія з цінних паперів США закінчила розслідування в 2001 році, директори компанії Enron були звинувачені у вчиненні злочинів у сфері господарської діяльності, а деякі пізніше були засуджені до ув'язнення.

Невдовзі схожа доля спіткала інше американське публічне акціонерне товариство WorldCom, яка збанкрутіла внаслідок недобросовісних практик директорів [92]. З 1999 по 2002 роки директори WorldCom на чолі із акціонером і генеральним директором Бернардом Ебберсом організували схему збільшення прибутків, щоб підтримувати курс акцій WorldCom. Шахрайство було розкрито в червні 2002 року, коли комітет з питань аудиту виявив шахрайські записи в балансі на суму понад 3,8 мільярда доларів.

Інша історія стосується компанії Тусо, яка погодилась виплатити 2,92 мільярда доларів своїм акціонерам внаслідок недобросовісної поведінки з боку директорів [93]. Причинами виплат стало розкрадання майна публічного акціонерного товариства колишніми директорами Деннісом Козловським та Марком Шварцом на понад 150 мільйонів доларів. Приголомшені масштабами

шахрайств, урядовці та парламентарі посилили покарання за знищення, зміну або фальсифікацію документів під час федеральних розслідувань або за спробу обману акціонерів. Також була посилена підзвітність аудиторських фірм, щоб вони залишалися неупередженими та незалежними від своїх клієнтів. Ці вимоги були викладені в Законі Сарбейнса — Окслі, який був прийнятий парламентом США в 2002 році. Серед інших корпоративних скандалів, можна виділити такі давні конфлікти, як Bank of Credit and Commerce International (1991), Robert Maxwell (1992), Asil Nadir and Polly Peck (1993), Waste Management Scandal (1998), Freddie Mac (2003), Lehman Brothers (2008), так і відносно недавні корпоративні скандали Theranos (2016) та Wirecard (2020).

В Україні зберігається потенціал для зловживання господарськими товариствами з корпоративними правами держави. Державні аудитори провели ревізію окремих питань фінансово-господарської діяльності ДП «Східний гірничо-збагачувальний комбінат» у період з 01.01.2021 по 31.03.2023 та встановили фінансових порушень на загальну суму майже 1,9 млрд грн [94]. Під час перевірки ДП «Документ» Державна аудиторська служба виявила, що підприємство щорічно витрачає мільйони гривень на утримання власного автопарку та неефективно контролює нещодавно відкриті зарубіжні філії для оформлення закордонних паспортів українцями, які перебувають за межами держави [95]. Через зволікання зі стягненням із боржників дебіторської заборгованості в межах терміну позовної давності ДП «Волиньвугілля» втратило доходів на суму 20,5 млн грн [96]. Таким чином, директори державних підприємств вдаються до недоброчесних практик, в межах яких здійснюються маніпулювання з фінансовою звітністю та порушуються інші фідуціарні обов'язки по відношенню до державного підприємства.

Це пояснюється особливістю корпоративного управління в державних підприємствах, оскільки держава виступає на загальних зборах через призначених представників. Відповідно до частини першої статті 4 Закону України «Про управління об'єктами державної власності», суб'єктами

управління об'єктами державної власності є Кабінет Міністрів України, Фонд державного майна України, державні агентства, міністерства та інші органи виконавчої влади. Неправильні управлінські рішення зменшують розмір дивідендів, які отримає не уповноважений орган управління, а держава у свій бюджет. Тому уповноважені органи управління можуть не завжди відчувати економічні наслідки своїх рішень.

Натомість, господарстві товариства з корпоративними правами держави мають прагнути відповідати найвищим стандартам корпоративного управління. Оскільки господарські товариства з корпоративними правами держави володіють державним майном, а деякі з них навіть отримують відшкодування з бюджету, вони повинні виявляти підвищену увагу до використання державних фінансових ресурсів, правильно визначати потреби в бюджетних коштах, піклуватися про своєчасність та достовірність бухгалтерського обліку і фінансової звітності.

Відповідно до частини першої статті 2 Закону України «Про основні засади здійснення державного фінансового контролю в Україні», головними завданнями органу державного фінансового контролю є: здійснення державного фінансового контролю за використанням і збереженням державних фінансових ресурсів, необоротних та інших активів, правильністю визначення потреби в бюджетних коштах та взяттям зобов'язань, ефективним використанням коштів і майна, станом і достовірністю бухгалтерського обліку і фінансової звітності у суб'єктах господарювання державного сектору економіки, в тому числі суб'єктах господарювання, у статутному капіталі яких 50 і більше відсотків акцій належать суб'єктам господарювання державного сектору економіки, а також на підприємствах, в установах та організаціях, які отримують кошти з бюджетів усіх рівнів, державних фондів та фондів загальнообов'язкового державного соціального страхування або використовують державне чи комунальне майно, за дотриманням бюджетного законодавства, дотриманням законодавства про закупівлі, діяльністю суб'єктів господарської діяльності незалежно від форми власності, які не віднесені законодавством до підконтрольних установ, за

судовим рішенням, ухваленим у кримінальному провадженні.

Відповідно до Положення про Державну аудиторську службу України, затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 3 лютого 2016 р. № 43, Державна аудиторська служба України є центральним органом виконавчої влади, діяльність якого спрямовується і координується Кабінетом Міністрів України через Міністра фінансів та який реалізує державну політику у сфері державного фінансового контролю [97].

Шевчук О.Д. та Здирко Н.Г. вказують, що, хоча в Україні вже сформовано законодавчу базу, що визначає основні засади проведення державного фінансового аудиту, все ж існує потреба в подальшому вдосконаленні окремих організаційних аспектів на різних стадіях контрольного процесу, адже без цього розвиток державного фінансового аудиту може бути сповільненим [98]. За словами Бессонової С.І. та Кленіна О.В., адаптація ефективного світового досвіду в сфері державного фінансового контролю допоможе підвищити результативність контрольної діяльності, а також створить умови для забезпечення держави та суспільства якісною й об'єктивною інформацією, що, у свою чергу, сприятиме покращенню ефективності державного управління та ухваленню важливих управлінських рішень на всіх рівнях влади [99].

Л.А. Будник та І.Д. Голяш зазначають, що на відміну від інших форм фінансового контролю, державний аудит має свою специфічну ідеологію, мету та завдання [100]. Державний аудит слід розглядати не як форму ревізійної діяльності контролюючих органів, а як інструмент ефективного державного управління — організовану систему та безперервний процес, спрямований на перевірку достовірності фінансових даних і підвищення результативності використання державних фінансових ресурсів. Науковці наголошують, що функції державного аудиту не повинні обмежуватися лише аналізом минулих подій, а мають бути орієнтовані на виявлення неефективних рішень і пошук шляхів усунення проблем і ризиків, з якими стикаються об'єкти контролю. Завдання аудиту повинні включати попередження кризових ситуацій, виявлення

помилки і порушень, оцінку стратегічного розвитку підконтрольних установ, обґрунтування оптимальної або пропозицію альтернативної стратегії та програми розвитку, а також аналіз прогнозів і тенденцій у розвитку окремих галузей економіки, регіонів і держави загалом.

Не применшуючи цінність державного фінансового контролю, ми вважаємо, що господарські товариства з корпоративними правами держави мають вибудовувати якісну внутрішню корпоративну структуру та проводити щорічний зовнішній аудит. Відповідно до Керівних принципів ОЕСР 2024, існуючих органів державного аудиту та інших інстанцій внутрішньодержавного контролю недостатньо для забезпечення якості та повноти бухгалтерської інформації; вони призначені для здійснення контролю за використанням державних коштів та бюджетних ресурсів, а не за діяльністю державних підприємств та господарських товариств з корпоративними правами держави загалом. У світлі вищесказаного, господарські товариства з корпоративними правами держави повинні створювати комітети з питань аудиту та адекватні системи внутрішнього контролю. Будучи непов'язаною особою, іноді лише зовнішній аудитор може дати об'єктивний і незалежний висновок щодо достовірності річної фінансової звітності.

Відповідно до частини другої статті 114 Закону України «Про управління об'єктами державної власності», наглядова рада державного унітарного підприємства, господарського товариства з корпоративними правами держави, у яких утворення наглядової ради є обов'язковим відповідно до статті 112 цього Закону, з числа її членів обов'язково утворює комітет з питань аудиту і комітет з питань призначень та винагород, голови і більшість членів яких є незалежними членами.

Відповідно до статті 1 Закону України «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні», підприємства, що становлять суспільний інтерес, - це підприємства-емітенти цінних паперів, цінні папери яких допущені до торгів на регульованому ринку капіталу або щодо цінних паперів яких здійснено публічну пропозицію.

Відповідно до кодексу НКЦПФР 2020 року, на підприємствах, що становлять суспільний інтерес, річна фінансова звітність підприємства та річний звіт про корпоративне управління повинні бути перевірені незалежним зовнішнім аудитором. Для підприємств, що становлять суспільний інтерес, аудит річної фінансової звітності повинен проводитися відповідно до міжнародних стандартів аудиту, які вимагають від аудитора сформулювати висновок щодо того, чи підготовлена фінансова звітність, в усіх суттєвих аспектах, відповідно до застосовуваної системи фінансової звітності, а також викласти цей висновок у письмовому звіті аудитора.

Відповідно до Глобальних принципів ICGN, наглядова рада має встановити офіційні процедури для забезпечення ефективного та незалежного зовнішнього аудиту фінансової звітності компанії, щоб забезпечити акціонерам і відповідним зацікавленим сторонам впевненість щодо фінансового стану, діяльності та перспектив компанії.

Згідно з частиною першою статті 29 Закону України «Про аудит фінансової звітності та аудиторську діяльність», в акціонерних товариствах, в яких державі належить 100 відсотків акцій статутного капіталу, загальними зборами товариства призначається суб'єкт аудиторської діяльності для надання послуг з обов'язкового аудиту фінансової звітності.

Господарські структури – це державні господарські об'єднання, державні холдингові компанії, інші державні господарські організації, державне підприємство, установа, організація або господарське товариство, 100 відсотків акцій (часток) якого належить державі або іншому господарському товариству, 100 відсотків акцій (часток) якого належать державі.

Відповідно до пункту 4 частини першої статті 9 Закону України «Про управління об'єктами державної власності», господарські структури проводять аналіз і обов'язкові щорічні аудиторські перевірки своєї фінансово-господарської діяльності та подають отримані результати органу виконавчої влади, який здійснює контроль за їх діяльністю.

Закон України «Про управління об'єктами державної власності» не містить вимог до державних унітарних підприємств щодо обов'язкового проведення зовнішнього аудиту річної фінансової звітності незалежним аудитором.

Тим часом, господарські товариства, в яких державі належить менше 100 відсотків акцій, частіше за все не хочуть залучати незалежного аудитора через додаткові витрати, нерозуміння мети проведення аудиту, ризики виявлення корупційних схем на підприємстві та великий об'єм інформації, який потрібно підготувати перед перевіркою.

Натомість, господарські товариства з корпоративними правами держави мають прагнути впроваджувати високі стандарти корпоративного управління. Впровадження на всіх перелічених підприємствах та господарських товариствах обов'язкового зовнішнього аудиту 1) по-перше, сприятиме переходу державних підприємств на міжнародні стандарти обліку та звітності, 2) по-друге, дасть можливість отримувати щорічні рекомендації від незалежних аудиторів, 3) по-третє, зменшить корупційні ризики.

На думку Яцко М.В., перехід від державного фінансового контролю до зовнішнього незалежного аудиту пов'язаний зі зміною філософії управління державним сектором економіки і загалом є цілком закономірним етапом розвитку економіки ринкового типу із соціальним спрямуванням [101]. Тому, подібно до приватного сектору, державним підприємствам та господарським товариствам з корпоративними правами держави слід активно співпрацювати із зовнішніми аудиторами та почати розглядати їх, як довгострокових партнерів по бізнесу, висновки яких може допомогти їм отримати кредит або залучити додаткові кошти від інвесторів.

Навіть якщо господарські товариства з корпоративними правами держави розроблять якісну внутрішню корпоративну структуру та впровадять щорічний зовнішній аудит, це не гарантує відсутності фінансових правопорушень. У корпоративних скандалах Enron та WorldCom фінансова звітність перевірялась і комітетом з питань аудиту, і зовнішніми аудиторами, але все одно інвестори

втратили гроші через недобросовісні дії директорів. Тому висока фінансова дисципліна формується на основі добровільного дотримання директорами професійних та етичних стандартів. Формування такої корпоративної культури має починатися з найвищих щаблів управління, тобто з наглядової ради, яка повинна встановлювати «тон на верхівці».

Таким чином, цей підрозділ говорить про масовість фінансових та нефінансових порушень на державних підприємствах та господарських товариствах з корпоративними правами держави. Привернувши увагу до цієї проблеми через відомі іноземні та національні корпоративні скандали, ми наголосили на важливості створення окремих органів управління та залученням зовнішніх експертів для перевірки фінансової звітності. В кінці-кінців, ми робимо висновок, що достовірність звітності залежить від добросовісності директорів.

II. III. Корпоративна соціальна відповідальність та принципи сталого розвитку.

Корпоративна соціальна відповідальність та принципи сталого розвитку є двома напрямками однієї теорії, відповідно до якої ціллю бізнесу є підтримання соціальності сфери та піклування про наслідки ведення бізнесу. Ця теорія виникла внаслідок дискусії між двома таборами науковців. Одні науковці вважають, що ціллю бізнесу є ведення підприємницької діяльності в рамках правового поля, не порушуючи конкурентного та антимонопольного законодавства. Вони стверджують, що бізнес приносить користь суспільству вже шляхом створення робочих місць та сплати щорічних податків [102]. Покладання на бізнес інших обов'язків покладає на бізнес непідйомний тягар, який ускладнює і так важке виживання на ринку [103]. Цей погляд узгоджується з акціонерно-орієнтованою теорією компанії, в якій компанія працює виключно в

інтересах акціонерів.

Інші ж вважають, що бізнес мусить нести ширше коло обов'язків, аніж просто вести підприємницьку діяльність. Прихильники цієї позиції на свою користь звертають увагу на відомі катастрофи, які були спричинені бізнесом. Вважається також, що корпоративна соціальна відповідальність та принципи сталого розвитку є явищем м'якого права, яке слугує стримувальним фактором для покладання соціальних обов'язків на бізнес шляхом прийняття відповідних нормативно-правових актів. На сьогодні, корпоративна соціальна відповідальність та принципи сталого розвитку вимагають від бізнесу не тільки утримуватися від створення негативних ефектів, але і покладає позитивні зобов'язання. Вони є стандартом очікуваної поведінки бізнесу. Ці стандарти стосуються екологічної сфери, трудової сфери. В основі корпоративної соціальної відповідальності та принципів сталого розвитку лежить стейкхолдерська теорія компанії, відповідно до якої в прийнятті рішень повинні враховуватись не тільки інтереси акціонерів, але також інших сторін – кредиторів, постачальників, працівників, компаній з управління активами, державних органів та інших зацікавлених сторін.

Найкрасномовнішими ознаками наростаючої важливості корпоративної соціальної відповідальності та принципів сталого розвитку є 1) формалізація стандартів у вигляді стандартів та керівних принципів, 2) активне поширення вимог на законодавчому рівні багатьох країн, 3) поширена практика звітування про вчинені заходи у сфері корпоративної соціальної відповідальності та досягнення цілей сталого розвитку, та 4) формування ринку аналітичної інформації у сфері корпоративної соціальної відповідальності та принципів сталого розвитку.

По-перше, варто звернути на міжнародні та національні джерела права, а також на інструменти м'якого права. Наприклад, в європейському контексті, варто поглянути на Оновлену стратегію ЄС щодо корпоративної соціальної відповідальності на 2011-2014 роки [104], Директиву про корпоративну звітність

зі сталого розвитку (CSRD) [105] та Директиву про належну перевірку корпоративної стійкості (CSDDD) [106]. В міжнародному контексті, варто звернути увагу на незалежну англійську організацію «Ініціативу Етичної Торгівлі/Ethical Trading Initiative (ETI)» [107] та міжнародну некомерційну організацію «Проект розкриття вуглецю/Carbon Discloser Project (CDP)» [108]. Організація економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) теж зробила внесок, прийнявши “Керівні принципи ОЕСР для багатонаціональних підприємств щодо відповідальної ділової поведінки” від 2023 року [109], проте науковці переконані, що найбільший потенціал бути адаптованим мають “Керівні принципи Організації Об'єднаних Націй з питань бізнесу та прав людини” від 2011 року [110]. За ці роки організації зі стандартизації також розробили два стандарти у сфері корпоративної соціальної відповідальності - Стандарт ISO 26000 «Настанова по соціальній відповідальності» [111] та стандарт «Соціальна відповідальність 8000 (Social Accountability 8000)» [112], що розроблений на основі принципів МОП.

По-друге, на сьогодні, лише Індія прийняла на законодавчому рівні положення, відповідно до яких індійські публічні акціонерні товариства мають створити комітет з питань корпоративної соціальної відповідальності та інвестувати 2% чистого прибутку в ініціативи корпоративної відповідальності [113], проте інші країни поступово впроваджують ці стандарти теж. Відповідно до Звіту від 2015 року під назвою «Зусилля національних урядів та фондових бірж щодо розкриття інформації про корпоративну соціальну відповідальність», 23 країни за останні 15 років прийняли законодавство [114], яке вимагає публічні акціонерні товариства публікувати щорічні звіти, що стосуються соціальної та екологічної інформації. До цих країн потрапили Аргентина, Китай, Данія, Європейський Союз, Еквадор, Фінляндія, Франція, Німеччина, Греція, Угорщина, Індія, Індонезія, Ірландія, Італія, Японія, Малайзія, Нідерланди, Норвегія, Південна Африка, Іспанія, Швеція, Тайвань та Сполучене Королівство. На додачу до цього, сім найбільших бірж цінних паперів вимагають розкриття

відповідної інформації. До цих бірж відносяться Австралійська біржа цінних паперів, Бразильська фондова біржа Сан-Паулу, Рада з цінних паперів та бірж Індії, Бурса Малайзія, Фондова біржа Осло, Йоганнесбурзька фондова біржа та Лондонська фондова біржа [115].

По-третє, створення публічним акціонерним товариством у своїй структурі комітету з питань корпоративної соціальної відповідальності є прямим свідченням наростаючої актуальності даних стандартів. Серед найбільших за капіталізацією товариств, комітет з питань корпоративної соціальної відповідальності створений в наступних товариствах: Johnson & Johnson, Wells Fargo & Co., Novartis AG Basel, Roche Holding Ltd., Toyota Motor Corp, Procter & Gamble Co., JPMorgan Chase & Co, Coca-Cola Co, AT&T Inc.

По-четверте, зі збільшенням звітності поступово збільшується потреба в якісній аналітиці для інституційних та роздрібних інвесторів. Той факт, що аналітичні компанії отримують прибутки від публікації аналітичної інформації в сфері корпоративної соціальної відповідальності та сталого розвитку, свідчить, що інвестори цінують цю інформацію, хоча у науковців існують деякі підозри до цих рейтингів з огляду на розбіжності між різними постачальниками такої інформації [116]. Відтак, з 2009 року найбільше інформаційне агентство Bloomberg почало публікувати 79 екологічних та соціальних індикаторів в інформаційних пакетах, які агентство продає брокерам та дилерам по всьому світу. До списку увійшли такі індикатори, як відсоток жінок у менеджменті, кількість нещасних випадків на виробництві, присутність антикорупційних, компенсаційних та інших політик в товаристві та багато інших індикаторів.

Важливим питанням є те, чи впровадження цих стандартів позитивно впливає на фінансові результати компанії. Це важко пояснити директорам, оскільки ці інвестиції складно відобразити як актив в балансі товариства. Натомість, бізнес має зрозуміти, що шляхом підтримки соціальних ініціатив він створює можливості для себе. Інвестиція в соціальні ініціативи є скоріше не витратою, а інвестицією в довгострокову роботу господарського товариства. Без

висококваліфікованих працівників, товариства будуть менш конкурентноспроможними на внутрішніх і зовнішніх ринках. Тому товариства мають приймати активну участь в меценатстві університетів та створенням програм стажувань для майбутніх молодих спеціалістів [117]. Так само господарські товариства первинного та вторинного сектору економіки мають розуміти, що без здорової природної екосистеми навколо своїх індустріальних парків та шахт одного дня вони можуть опинитися в умовах екологічної катастрофи. Потім це допомагає створити гарний прес-реліз на веб-сайті компанії або соціальних мережах типу LinkedIn, підвищити репутацію товариства та привернути увагу потенційних партнерів, працівників та держави. Результати емпіричних досліджень показують позитивну кореляцію між фінансовими результатами компанії та впровадженням згаданих стандартів [118] [119]. В деяких випадках, було знайдено, що впровадження стандартів позитивно впливало на інноваційну діяльність товариства шляхом збільшення кількості отриманих патентів [120].

Ще одним важливим питанням в даній темі є те, в чийх інтересах мають виступати директори товариства – в інтересах акціонерів чи в інтересах інших зацікавлених сторін (стейкхолдерів). Класична акціонерно-орієнтована теорія компанії передбачає те, що директори мають просувати інтереси акціонерів, тобто збільшувати нерозподілений прибуток і виплачувати якомога більше дивідендів із року в рік [121]. З огляду на це, директори дуже неохоче підтримують ініціативи корпоративної соціальної відповідальності та принципів сталого розвитку, оскільки директори можуть понести відповідальність за нелояльність до акціонерів [122]. Тут також виникає ризик того, що директор може просувати свої корисливі інтереси під виглядом інтересів стейкхолдерів [123]. Тому корпоративна соціальна відповідальність може бути провалена як ініціатива, якщо не зміниться уявлення про фідучіарні обов'язки директорів.

Дискусія навколо корпоративної соціальної відповідальності та принципів сталого розвитку є відносно новою і налічує лише декілька останніх десятиліть.

Роль і місце обох активно оспорується і відкидається. В українському контексті, ці стандарти не є обов'язковими, проте про них потрібно пам'ятати і враховувати, якщо товариство планує робити публічну пропозицію акцій на іноземній біржі цінних паперів або планує залучати додаткове фінансування в іноземних банках.

На нашу думку, рано чи пізно, корпоративна соціальна відповідальність має стати важливим трендом в українських товариствах. У світлі вищезазначеного, українські господарські товариства мають зрозуміти, що вони є частиною ширшої екосистеми. Товариства повинні прагнути знайти баланс між отриманням прибутків і побудовою довгострокової вартості підприємства.

II.IV. Роль держави у державному секторі економіки

Світові відомо декілька випадків успішного розвитку державного сектору економіки (європейський, скандинавський, південнокорейський, японський). Проте найбільшу увагу науковців сьогодні привертає китайський досвід побудови «державного капіталізму». В 2024 році, до списку Fortune Global 500 увійшло цілих 128 китайських публічних акціонерних товариств, що є другим найбільшим показником після 139 товариств зі Сполучених Штатів Америки. Довгий час науковці досліджували державний сектор економіки Китаю з точки зору того, чого йому не вистачає з того, що наявне в ліберальних ринкових економіках та координованих ринкових економіках [124]. І лише деякі з науковців розглядають китайський державний капіталізм з точки зору національних особливостей Китаю [125].

Китайська економіка перебуває в стані активних реформ з 1990 років і сьогодні характеризується надзвичайно великим сектором державної економіки, що управляється через державні міністерства та комуністичну партію. Не вдаючись до наддетального аналізу, ми спробуємо виокремити основні ознаки державного сектору економіки Китаю. Якщо коротко, управління в китайській

національній бізнес-групі – це значною мірою процес «зверху вниз», але при цьому цей процес відкритий до інформації та участі знизу. Характерними ознаками є: 1) вертикальна система управління з великим впливом комуністичної партії та міністерств, 2) наявність великої кількості національних бізнес-груп, побудованих за принципом «мережевої ієрархії», 3) щорічна ротація генеральних директорів між бізнес групами однієї індустрії [126], 4) наявність наглядових рад і незалежних директорів в структурі управління господарськими товариствами з корпоративними правами держави, 5) організація господарських товариств з корпоративними правами держави у формі акціонерних товариств, 6) пов'язаність бізнес-груп за допомогою стратегічних альянсів шляхом перехресного володіння акціями або договорів про спільну діяльність, 7) великий вплив комуністичної партії на встановлення цілей товариств та призначення ключових осіб [127], 8) щорічне навчання та підвищення кваліфікації директорами в спеціалізованій школі, розташованій в Пекіні [128].

Спробуємо зупинитись на двох найцікавіших ознаках. Кожен китайський «національний чемпіон» складається з основної (материнської) компанії, обличчя групи, фінансової компанії та дослідницького центру. Основна компанія функціонує як холдингова компанія, виконуючи роль посередника між Комісією Держради з нагляду та управління державним майном Китаю (SASAC) [129] та групою господарських товариств, що безпосередньо задіяні у виробництві продукції. Основна компанія координує потік інформації та розподіл ресурсів у межах групи. Обличчям групи є окреме публічне акціонерне товариство, акції якого котируються на біржі цінних паперів. Фінансовою компанією є небанківська фінансова установа, що надає банківські послуги членам групи. Нарешті, під дослідницьким центром розуміється мережа дослідницьких інститутів в межах групи, що займається дослідженнями та підвищує конкурентоздатність продукції групи на міжнародних ринках.

Хоча групи в одній галузі іноді конкурують на внутрішньому ринку, SASAC заохочує співпрацю між національними групами в закордонних проектах для

підвищення їхньої глобальної конкурентоспроможності. Ці зв'язки, часто між групами у взаємодоповнюючих галузях, покликані сприяти технологічному розвитку, а також досягати низки інших цілей, таких як обмін інформацією, маркетинг та об'єднання капіталу для капіталомістких проектів. Ці зв'язки зазвичай мають дві форми: спільні підприємства з перехресним володінням акцій та договірні альянси [130].

Взяті разом, об'єднання підприємств державної власності у бізнес групи та ведення господарської діяльності бізнес групами на основі партнерства, а не конкуренції, - ці дві основні особливості дали можливість Китаю побудувати національних чемпіонів, що сьогодні створюють конкуренцію американським та європейським чемпіонам.

У світлі цього, китайська модель розвитку державного капіталізму демонструє, що вартість підприємства не обов'язково залежить від впровадження тих чи інших стандартів корпоративного управління. Радше правильне поєднання стандартів із національними особливостями конкретної країни дає поштовх до стрімкого розвитку економіки.

У випадку України, складно побачити, як китайський досвід державного капіталізму може бути перенесений в нашу економіку. Відсутність єдиної політичної партії, активна участь іноземних директорів, відсутність бізнес груп, домінування банків та міжнародних фінансових установ формують по своєму унікальний економічний ландшафт, який тяжіє до європейської моделі розвитку. Якщо формування бізнес груп та формування стратегічних альянсів між цими групами є тими заходами, які можна спробувати перенести в український державний сектор економіки, то ротація директорів та збереження жорсткої вертикальної структури управління можуть видатися малоефективними в українській економіці. У світлі цього, потенційним напрямком для подальших дискусій та реформ може стати відродження Закону України «Про промислово-фінансові групи в Україні», який втратив чинність 2 жовтня 2010 року.

На цьому роль держави в державному секторі економіки не закінчується. Для

побудови успішної економіки за європейськими стандартами, держава має свідомо прийняти наступні обмеження. Так, держава: 1) по-перше, повинна прагнути зменшити частку державного сектору економіки та продовжувати робити це всі наступні роки, 2) по-друге, держава повинна створити умови для участі міноритаріїв в господарських товариствах з корпоративними правами держави, 3) по-третє, держава має пояснювати мету приватизації або залишення в державній власності державного підприємства або господарського товариства з корпоративними правами держави; 4) по-четверте, держава повинна прагнути розмежовувати функції власності, формування політики та регулювання ринку; та 5) по-п'яте, держава не повинна шкодити конкуренції шляхом надання необґрунтованої державної допомоги 6) по-шосте, держава повинна з обережністю використовувати право на «золоту акцію».

Щодо зменшення частки державного сектору економіки, як можна побачити на Рис. 4 в підрозділі III розділу I, державний сектор економіки України скоротився майже вдвічі з 2013 по 2023 роки. Станом на 1 грудня 2020 року в Україні налічувалося 3719 державних підприємств. Станом на 1 січня 2024 р. вже налічувалося 2995 суб'єктів господарювання державного сектору економіки. Це позитивна тенденція і важливо, щоб вона продовжувалася. Приватизація сприяє залученню іноземного капіталу та передачі ефективним власникам контролю над економічно та інвестиційно привабливими активами. Крім того, держава звільняє міністерства від завдань по моніторингу і управлінню господарськими товариствами з корпоративними правами держави.

Щодо участі міноритаріїв, держава має піклуватися про створення позитивного інвестиційного клімату для іноземних та вітчизняних інвесторів. Це передбачає послідовне дотримання захисту права власності, забезпечення верховенства права, напрацювання судової практики із захисту міноритарних власників, тобто якщо узагальнити, то мова йде про створення «якісного права».

В умовах постійної глобалізації, зменшення бар'єрів для руху капіталу, якісне право, можна навіть сказати «юридична екосистема» відіграє одну з

найважливіших ролей при прийнятті інвестиційного рішення. Наприклад, в США вже довго точиться дискусія, чи існує між окремими штатами США конкуренція за інкорпорацію бізнесу [131]. Традиційно штат Делавер займає лідируючі позиції, оскільки вважається, що «юридична екосистема» у сфері корпоративного права не має аналогів в жодному іншому штаті США. І справді, Делавер має Канцелярський суд Делавера, досвідчених суддів, напрацьовану судову практику, широку мережу юридичних фірм у сфері корпоративного права. Іноземні інвестори часто обирають штат Делавер не тільки тому що Делавер став світовим еталоном, загальновизнаним стандартом, але також тому що право Делаверу складається з розгалуженої і об'ємної судової практики у сфері корпоративних спорів, що дає можливість з великим шансом спрогнозувати результат розгляду спору [132] [133] [134] [135] [136].

В Україні відбувся прогрес щодо захисту міноритарних власників. Хоча юридично процедура “squeeze out” в Україні з'явилась в 2017 році, в 2022 році оновленим законом було уточнено, що акціонери, які вважають, що ціна обов'язкового продажу не відповідає ринковим умовам, мають право звернутися до суду з позовом про стягнення із заявника вимоги компенсації належної вартості акцій, придбаних у них відповідно до такої вимоги. Також в 2022 році Верховним Судом України було прийнято рішення на користь міноритарного акціонера Павла Бойка у справі проти Авдіївського коксохімічного заводу [137] [138]. Важливо і надалі проводити послідовну політику щодо захисту міноритарних акціонерів.

Щодо пояснення мети створення господарського товариства з корпоративними правами держави, у 2021 році Міністерство інфраструктури України та французький авіавиробник Airbus підписали меморандум про взаєморозуміння щодо заснування господарського товариства з корпоративними правами держави, яке займалося б національними авіаперевезеннями [139]. Експерти у сфері корпоративного управління критично поставилися до цієї ініціативи, оскільки послуги, які планує надавати авіакомпанія, вже широко

представлені на конкурентному ринку приватними постачальниками.

Відповідно до пункту 12 Політики державної власності 2024, цілями участі держави у володінні та управлінні підприємствами, корпоративними правами держави є: 1) задоволення потреб населення у товарах, роботах, послугах; 2) реалізація цілей державної політики; 3) захист економічної конкуренції; 4) забезпечення сталого економічного розвитку; 5) максимізація цінності підприємств і господарських товариств з корпоративними правами держави [140].

Відповідно до пункту 154 Політики державної власності 2024, щодо кожного підприємства, товариства з корпоративними правами держави суб'єкт управління повинен оприлюднити на своєму офіційному веб-сайті інформацію про обґрунтування залишення відповідного підприємства або відповідних корпоративних прав держави в державній власності, а також невідкладно оновлювати інформацію про таке обґрунтування в разі будь-яких змін [141].

Тому держава має ставити питання, чи можна досягти бажаних результатів з використанням альтернативної структури власності. Обслуговування є найкращим, коли надання послуг ґрунтується на принципах ефективності, прозорості та сталості, а також коли інше використання тих самих фінансових ресурсів не могло б забезпечити вищу якість послуг [142].

Щодо розподілу функцій, відповідно до Керівних принципів ОЕСР 2024 року, зрозумілий розподіл обов'язків щодо формування політики, володіння державними корпоративними правами та регулювання ринку є запорукою створення однорідного конкурентного середовища та запобігання дискримінації окремих приватних підприємств на ринку послуг [143].

Крім цього, належною практикою корпоративного управління господарськими товариствами з корпоративними правами держави вважається утримання від надання необґрунтованих переваг державними банками та іншими фінансовими установами.

Відповідно до підпункту 6 пункту 48 Політики державної власності 2024,

держава реалізує права власника на основі принципу конкурентної нейтральності, за змістом якого органи державної влади, суб'єкти управління не можуть приймати рішення та вчиняти дії, що можуть призвести до необґрунтованих конкурентних переваг підприємств, товариств із корпоративними правами держави перед іншими суб'єктами господарювання [144].

Наприклад, в 2021 році ПрАТ «НЕК Центренерго» не мало власних коштів для забезпечення достатнього запасу вугілля, необхідного для стабільного проходження опалювального сезону, у зв'язку з чим державні банки погодилися прокредитувати приватне акціонерне товариство державної форми власності [145].

Серед переваг, які можуть перешкоджати справедливій конкуренції, можна виділити пільгові кредити, гарантії за кредитами, інвестиції в капітал або акціонерний капітал, а також підтримку в натуральній формі або встановлення цін нижче за ринкові, наприклад, на енергоресурси, нерухомість, інформаційні технології, інфраструктуру або доступ до даних та інформаційних ресурсів. При цьому, перед наданням такої субсидії, потрібно оцінити її вплив на ринкове середовище, дослідити, чи доступні такі субсидії господарським товариствам приватної форми власності, як це вплине на продаж продуктів та послуг конкурентів, чи не порушує субсидія національного та міжнародного антимонопольного законодавства.

Насамкінець, коли держава здатна здійснювати рівень контролю, що перевищує за обсягом пакет акцій, що їй належить, то існує потенціал для зловживань. Використання «золотих акцій» повинно бути обмежене випадками, коли вони необхідні виключно для захисту окремих ключових суспільних інтересів, як, наприклад, тих що стосуються захисту державної безпеки, і має бути пропорційним до досягнення цих цілей [146].

Отже, держава має самообмежувати себе в управлінні державним сектором економіки. Приватизація та залучення міноритарних акціонерів повинні бути

основними напрямками реформи державного сектору економіки в Україні наступні роки. Держава повинна бути підзвітна суспільству у питаннях приватизації та створення нових господарських товариств з корпоративними правами держави. Роль держави має зводитися до поверхневого нагляду за функціонуванням господарських товариств з корпоративними правами держави, до створення наглядових рад, до впровадження стандартів корпоративного управління через наглядові ради. Кабінет Міністрів України, Фонд державного майна України, міністерства не повинні приймати безпосередню участь в операційному управлінні, натомість вони повинні делегувати повноваження та надавати широку автономію наглядовим радам господарських товариств з корпоративними правами держави. Держава має не тільки розуміти сильні та слабкі сторони державної та приватної форми власності, але повинна піклуватися про розмежування функції власності, формування політики та регулювання ринку. Крім того, держава повинна слідкувати за правомірністю та масштабами державної допомоги, щоб не зашкодити вільній конкуренції.

Висновки до розділу II:

Підсумовуючи другий розділ, нами були проаналізовані ключові стандарти корпоративного управління, які на сьогодні містяться майже у кожному кодексі корпоративного управління чи рекомендаціях міжнародних організацій. Одночасно із з'ясуванням змісту кожного стандарту ми дивились на те, чи наявні такі стандарти в українському законодавстві та чи зобов'язані українські господарські товариства з корпоративними правами держави їх впроваджувати.

Коли масштаби господарського товариства з корпоративними правами держави набувають таких, що вимагають виваженого стратегічного планування, створення наглядової ради покликане вирішити цю проблему. Колегіальність наглядової ради є головною перевагою цього органу управління, оскільки завдяки колективному розуму директори долають проблему «обмеженої раціональності», з якою зазвичай стикаються одноосібні управлінці. В той же час, наглядова рада сприяє бюрократизації управління, збільшує час для прийняття рішень, потребує директорів з особливою підготовкою.

Встановлення винагороди директорів наглядової ради та ради директорів вийшло за межі встановлення звичайної тарифної сітки. Сьогодні, регуляторами та акціонерами цінується індивідуалізований підхід до встановлення винагороди директорів. За будь-яких умов, потрібно уникати підходу «один розмір підходить під все» («one-size-fits-all»).

Створення ефективної системи внутрішнього контролю, працевлаштування комплаєнс-спеціаліста та впровадження комплаєнс програми є запорукою побудови успішної комплаєнс культури на підприємстві, знижує ризик штрафів, відкликання ліцензії, та настання інших несприятливих регуляторних проблем.

Створення комітетів з питань аудиту та проведення щорічних зовнішніх аудитів спрямоване на захист найвразливішої складової будь-якого господарського товариства – фінансової звітності. Проведення регулярного зовнішнього аудиту може збільшити витрати товариства, проте аудиторів

потрібно розглядати як довгострокових партнерів, висновок яких може допомогти залучити додаткове фінансування або збільшити довіру клієнтів.

Переробка відходів та піклування про природу свідчать про взяття відповідальності за наслідки ведення бізнесу, а меценатство університетів сьогодні стає стратегічною перевагою. При цьому, ініціативи сталого розвитку та корпоративної соціальної відповідальності можуть мати низький шанс на адаптацію в Україні, якщо не зміниться уявлення про фідуціарні обов'язки директорів. Інакше директори неохоче ризикуватимуть інвестувати в проекти, які на перший погляд не максимізують вартість акціонерного капіталу.

Україна не схильна повністю перейняти досвід китайського «державного капіталізму», проте деякі елементи цієї моделі корпоративного управління можуть стати у нагоді в українській економіці. У світлі цього, ми рекомендуємо переглянути старий закон про фінансово-промислові групи та прийняти новий закон, який дозволить би формувати в державному секторі економіки окремі бізнес групи за принципом «мережевої ієрархії».

В кінці-кінців, держава має прагнути звільняти міністерства від управління некритичними господарськими товариствами, слідкувати за обсягом та правомірністю державної допомоги, обережно використовувати право «золотої акції».

РОЗДІЛ III.

СТАН ВПРОВАДЖЕННЯ СТАНДАРТІВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ В ДЕРЖАВНИЙ СЕКТОР ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

У минулому розділі ми дізналися, які стандарти корпоративного управління існують та з'ясували зміст цих стандартів. У цьому розділі ми на основі емпіричних даних проаналізуємо стан впровадження стандартів корпоративного управління в державному секторі економіки. Надалі ми 1) проаналізуємо стан впровадження в господарських товариствах з корпоративними правами держави (ПрАТ, ПАТ, АТ, ТОВ з корпоративними правами держави), 2) проаналізуємо стан впровадження в Фонді часткового гарантування кредитів у сільському господарстві та Національній Установі Розвитку.

III.1. Стандарти корпоративного управління в акціонерних товариствах, товариствах з обмеженою відповідальністю, товариствах з додатковою відповідальністю з корпоративними правами держави.

Як відомо, в Україні близько 3 000 державних підприємств. Принагідно сказати, що станом на дату написання роботи державний сектор економіки перебуває в стані реформування і не всі суб'єкти господарювання державної власності встигли реорганізуватися з державного (казенного) підприємства в акціонерні товариства або товариства з обмеженою відповідальністю з корпоративними правами держави. Наприклад, до аналізованого списку не були включені ДП «Гарантований покупець», ДП «Адміністрація морських портів України», ДП «Енергоринок», ДП «Державне київське конструкторське бюро Луч» в силу того, що вони досі використовують застарілі організаційно-правові форми.

Натомість, для цілей цього дослідження було взято 491 господарських

товариств з корпоративними правами держави. За основу були взяті дані Фонду державного майна України, а саме - Моніторинг корпоративних прав держави у статутних капіталах господарських товариств станом на 27.02.2026. За результатами аналізу, в сукупності було проаналізовано 491 господарське товариство з корпоративними правами держави.

Серед 491 господарських товариств, 158 знаходяться в окупації та ще 13 знаходяться під загрозою окупації. Надалі ми будемо розглядати товариства, що знаходяться на контрольованій території.

Серед 491 господарських товариств з корпоративними правами держави, нами були відібрані 76 фінансових та нефінансових господарських товариств з корпоративними правами держави (**рис. 3.1**), що мають велику кількість активів на своєму балансі, вирізняються високим рівнем прозорості, мають веб-сайти, мають внутрішні політики, наглядові ради, мають великий штат працівників (далі – **«Найкращі підприємства»**). До фінансових товариств увійшли – ПАТ «Державний експортно-імпорتنний банк України», ПАТ «Державний ощадний банк України», НАК «Укragролізинг», ПАТ Комерційний банк «Приват Банк», АТ «Аграрний фонд», АТ «Фонд декарбонізації України», ПрАТ «Експортно-кредитне агентство», ТОВ «Державний земельний банк», та інші. До нефінансових товариств увійшли – НАК «Нафтогаз України», АТ «НАЕК Енергоатом», ПрАТ «Укргідроенерго», ПАТ «Укрпошта», ПрАТ «Автокраз», АТ «Укрнафта», АТ «Київський завод Радар», ВАТ «Меридіан ім. С.П. Корольова», ПрАТ «Індар», ТОВ «Патон Турбайн Текнолоджіз», та інші.

Серед 76 найкращих підприємств, 26 з них сформовані у формі АТ, 21 – у формі ПрАТ, 13 – у формі ПАТ, 8 – у формі ТОВ, 3 – у формі ВАТ, 0 – у формі ТДВ (**рис. 3.2**). Під час аналізу впровадження стандартів корпоративного управління в державний сектор економіки нами не встановлено жодних господарських товариств з корпоративними правами держави, які використовували б форму повного товариства, або командитного товариства, або кооператива, або товариства з додатковою відповідальністю.

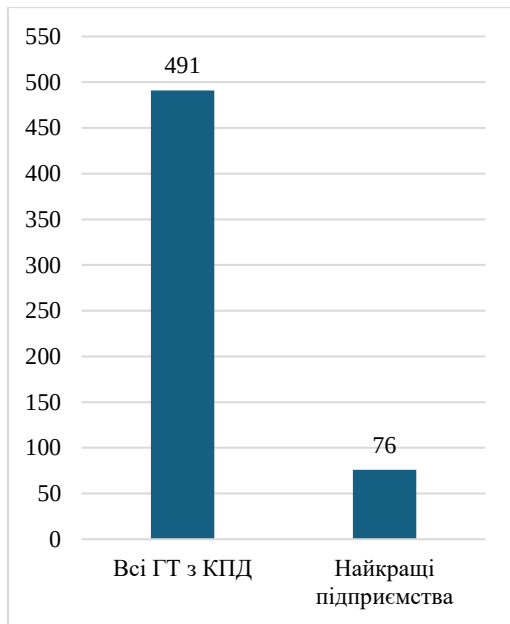


Рис. 3.1 Найкращі підприємства

Джерело: сформовано автором на основі додатку №2 таблиці №2

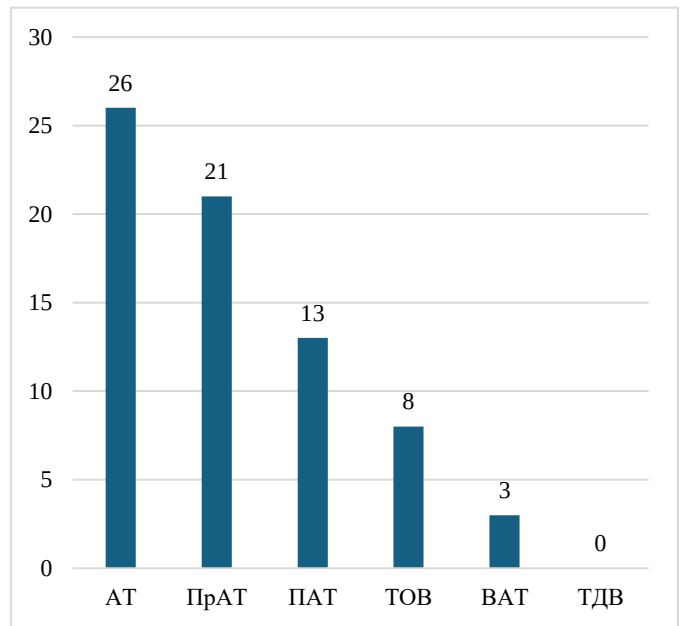


Рис. 3.2 Найкращі підприємства за організаційно-правовою формою

Джерело: сформовано автором на основі додатку №2 таблиці №2

Серед власників найкращих підприємств – ФДМУ, Міністерство розвитку громад та територій України, Кабінет Міністрів України, Міністерство оборони України та Міністерство фінансів України (**рис. 3.3**). З них, 35 господарських товариств з корпоративними правами держави, серед яких ПрАТ «Індар», АТ «Укрнафтопродукт», АТ НАК «Енергетична компанія України», ПАТ «Одеський припортовий завод», ВАТ «Тернопільське об'єднання Текстерно», належать до компетенції Фонду державного майна України. Інші 6 господарських товариств з корпоративними правами держави, серед яких ПАТ «Укрпошта», ПрАТ «Львівський локомотиворемонтний завод», ПрАТ «Запорізький електровозоремонтний завод», ПрАТ «Українське дунайське пароплавство», належать Міністерству розвитку громад та територій України. Ще інші 5 господарських товариств з корпоративними правами держави, серед яких ПАТ «Державний експортно-імпортний банк України», ПАТ «Державний ощадний банк України», АТ НАЕК «Енергоатом», АТ «Українська залізниця», належать

Кабінету Міністрів України. Ще інші 4 господарських товариства з корпоративними правами держави, серед яких ПрАТ «Автокраз», АТ «Укрнафта», АТ «Мотор січ», ТОВ «Кременчуцька ТЕЦ», належать Міністерству оборони України. В кінці-кінців, 3 господарських товариства з корпоративними правами держави, серед яких ПАТ Комерційний банк «Приват банк», Національна установа розвитку, ПАТ Акціонерний банк «Укргазбанк», належать Міністерству фінансів України. Крім того, деякі інші суб'єкти владних повноважень є власниками поодиноких підприємств, що входять до нашого списку найкращих підприємств. З повним списком найкращих підприємств та їх власниками можна ознайомитись в кінці роботи.

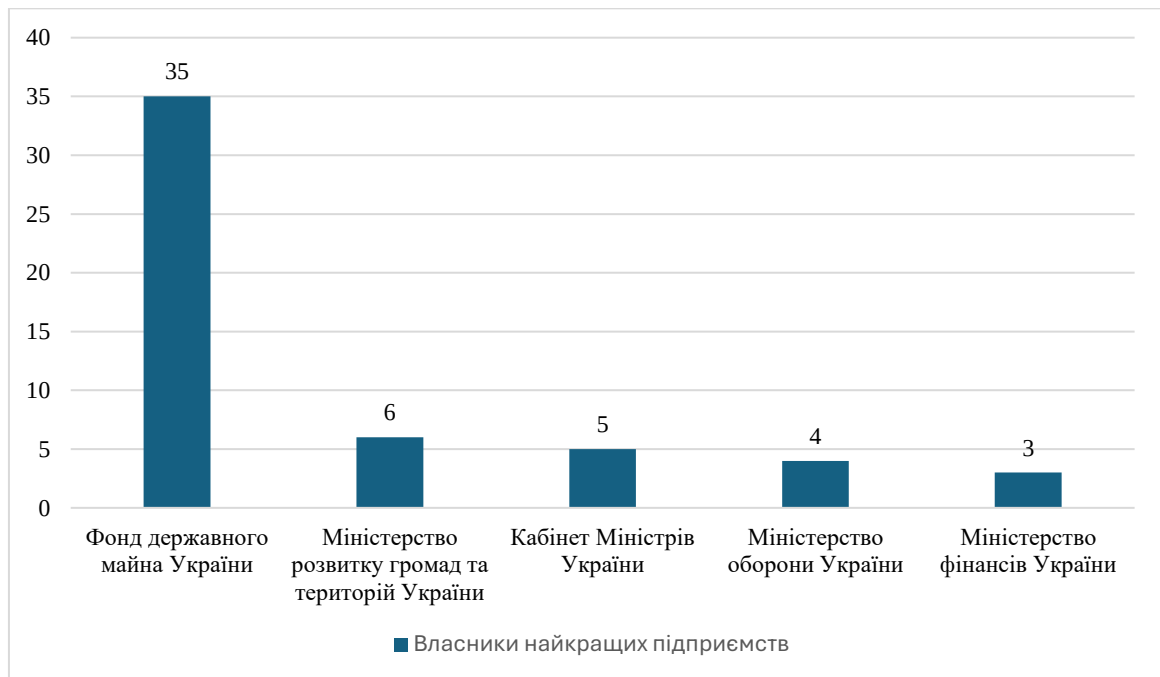


Рис. 3.3 Власники найкращих підприємств

Джерело: сформовано автором на основі додатку №2 таблиці №2

На діаграмах вище можна побачити, що структура більшості з відібраних господарських товариств з корпоративними правами держави дворівнева (**рис. 3.4**). Задля більш якісного управління цими товариствами власники прийняли рішення створити наглядову раду на цих 59 господарських товариствах з корпоративними правами держави. Лише 17 товариств використовують

однорівневу структуру управління, де на правління покладається одночасно визначення цілей товариства, внутрішній контроль та операційне управління товариством. Друга діаграма показує негативну тенденцію – лише 35 товариств з 76 мають власний кодекс корпоративного управління (**рис. 3.5**). Інші ж товариства або орієнтуються та використовують модельний статут НКЦПФР, або ж взагалі не мають такого внутрішнього документу. Всі дані були отримані на основі аналізу веб-сайтів найкращих підприємств, а також щорічних звітів емітентів за минулі роки, розміщених на офіційному веб-сайті SMIDA.

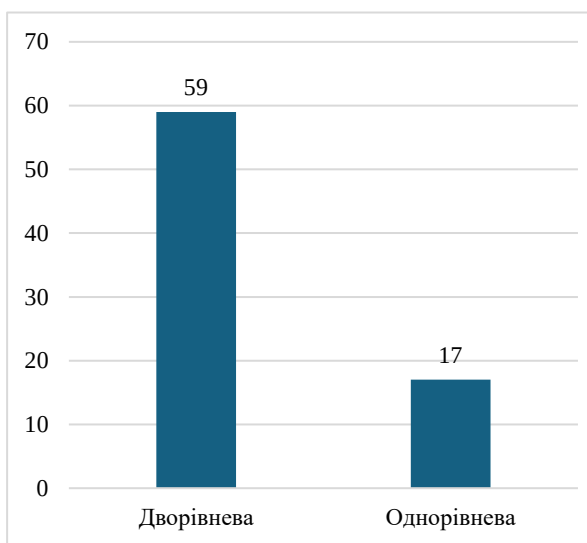


Рис. 3.4 Структура управління найкращими підприємствами

Джерело: сформовано автором на основі додатку №2 таблиці №2

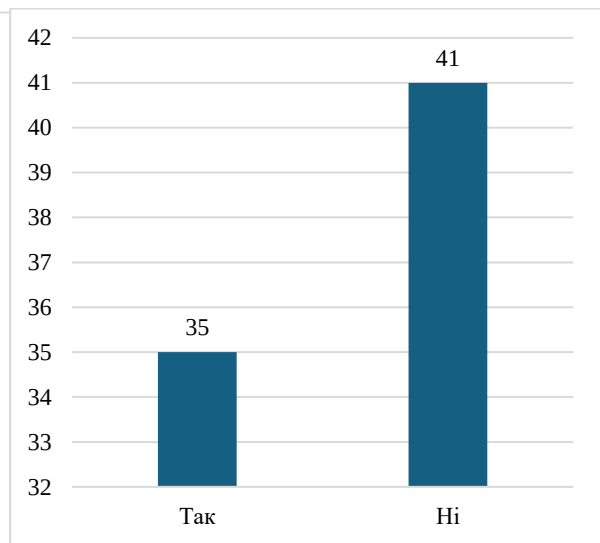


Рис. 3.5 Наявність кодексів корпоративного управління на найкращих підприємствах

Джерело: сформовано автором на основі додатку №2 таблиці №2

На даній діаграмі можна побачити, що з 59 товариств, де створено наглядову раду, в 42 було створено комітет з питань аудиту (**рис. 3.6**). Це позитивна новина, яка говорить про те, що підприємства піклуються про своєчасність та достовірність фінансової звітності. Однакова кількість комітетів з питань винагороди та комітетів з питань призначень пояснюється тим, що функції обох комітетів зазвичай об'єднані в один комітет. Мала кількість комітетів з питань ризиків пояснюється тим, що такі комітети зазвичай створюються лише в

фінансових господарських товариствах з корпоративними правами держави, наприклад такі комітети створені в АТ «Фонд декарбонізації України», ПАТ «Державний експортно-імпортний банк України», АТ «Оператор ринку», НАК «Укragролізинг», проте існують і поодинокі випадки створення комітету з питань ризиків в нефінансових господарських товариствах, наприклад АТ «Укрзалізниця», АТ «Сумський завод насосного та енергетичного машинобудування «Насосенергомаш». При цьому, усталеною тенденцією є створення ревізійної комісії на нефінансових господарських товариствах з корпоративними правами держави, структура управління якими є однорівневою. Серед 76 найкращих підприємств, на 29 були створені ревізійні комісії. Насамкінець, на половині найкращих підприємств створена система внутрішнього контролю. За загальним правилом, для цього створюється служба внутрішнього аудиту, але також функції внутрішнього контролю можуть покладатися на правління, дирекцію, генерального директора.

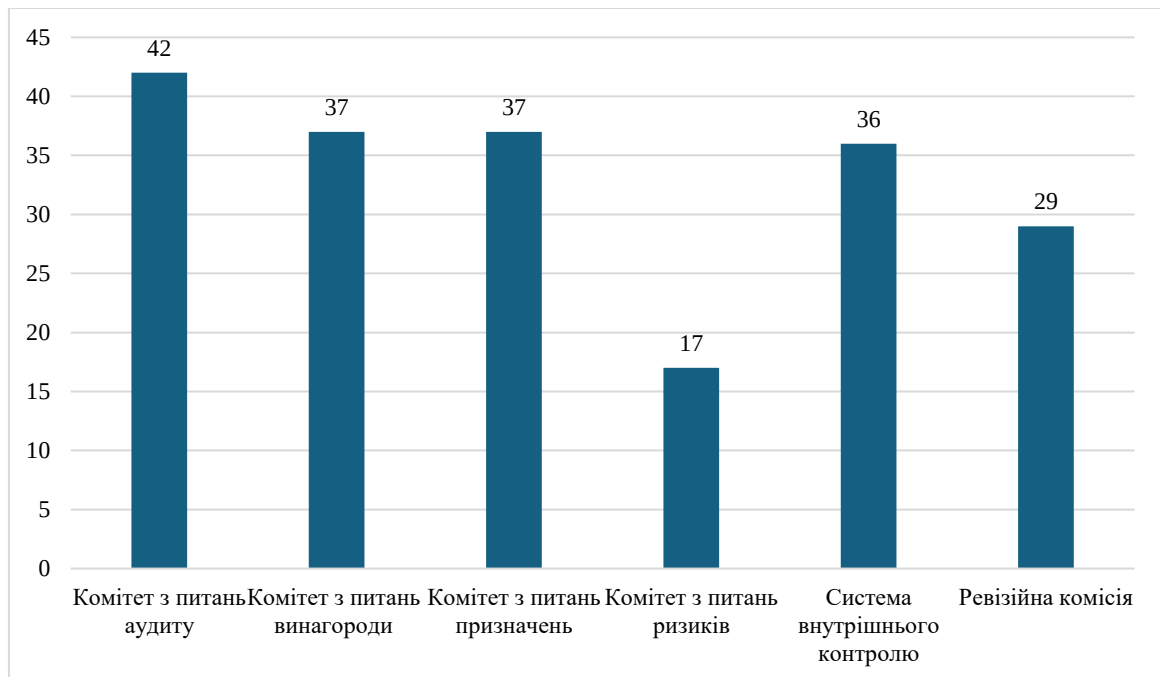


Рис. 3.6 Наявність комітетів, служб та комісій в організаційній структурі найкращих підприємств

Джерело: сформовано автором на основі додатку №2 таблиці №2

За результатами аналізу, було встановлено, що на 45 з 76 господарських товариствах з корпоративними правами держави існують антикорупційні програми та відповідні канали для передачі інформації про корупцію (**рис. 3.7**). Наступним документом, що часто зустрічався, є кодекс етики та доброчесної поведінки, частота зустрічей якого склала 28 разів. Політика запобігання конфліктам інтересів зустрічається на 21 підприємствах, проте в деяких випадках відповідні положення можуть міститися в кодексах етики або комплаєнс політиках. Документом, що менше зустрічався на веб-сайтах та звітності, є політика щодо розкриття інформації. Таку політику впровадили лише ПрАТ НЕК «Укренерго», АТ «Укренергомашини», ПАТ «Одеський припортовий завод», АТ «Національна суспільна телерадіокомпанія України», ПАТ Акціонерний банк «Укргазбанк», та інші. Документом, що найменше зустрічався протягом всього аналізу, стала політика рівних можливостей, різноманіття та інклюзії. Таку політику впровадили ПрАТ НЕК «Укренерго» та АТ «Укренергомашини».

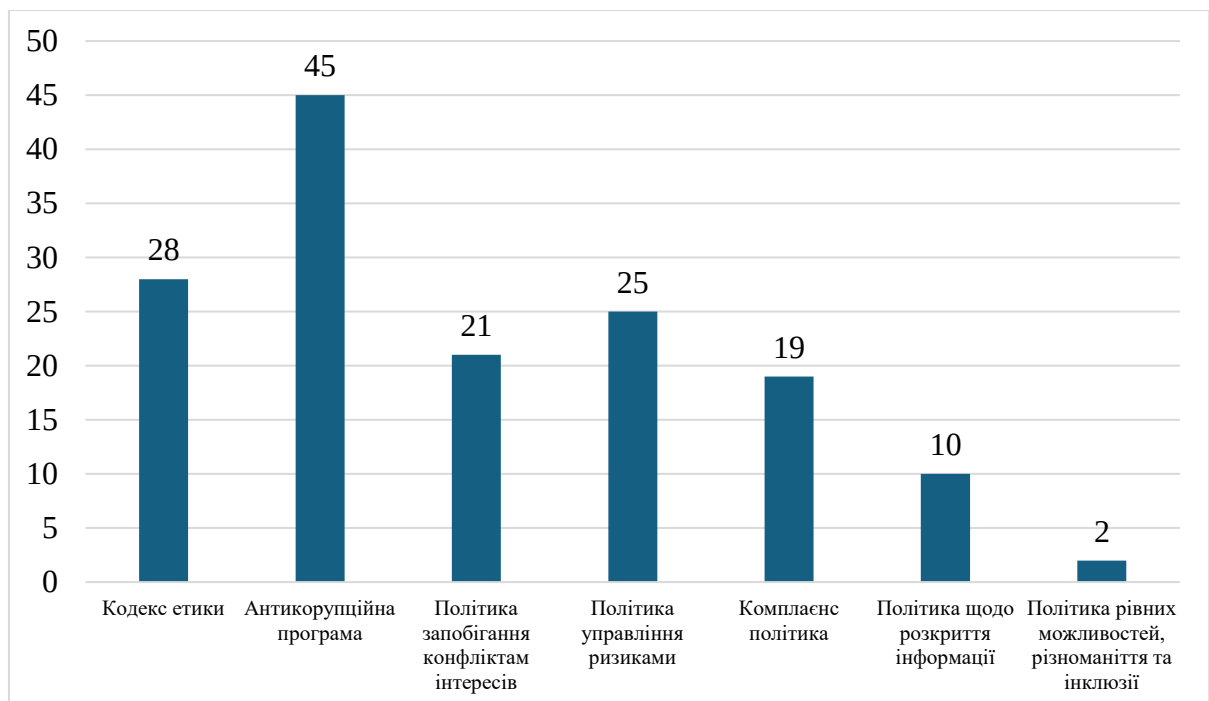


Рис. 3.7 Наявність внутрішніх політик, програм та кодексів на найкращих підприємствах

Джерело: сформовано автором на основі додатку №2 таблиці №2

Під час аналізу, ми звертали увагу на наявність відповідних розділів на веб-сайтах підприємств, присвячених сталому розвитку та корпоративній соціальній відповідальності, ми звертали увагу на наявність екологічної політики, стратегії корпоративної соціальної відповідальності, зміст відповідних розділів у щорічних звітах емітентів. Так, нам вдалося встановити, що на 35 товариствах з 76 найкращих підприємств присутні відповідні політики або документи, що пояснюють, як товариство виконує обов'язки у сфері сталого розвитку (**рис. 3.8**). Трошки менша кількість товариств, - 33 господарські товариства з корпоративними правами держави, переслідують соціальні цілі та піклуються про наслідки ведення бізнесу. Загалом це позитивна тенденція, проте результати залишають бажати кращого, оскільки деякі підприємства залишали порожнім поле щодо сталого розвитку в щорічному звіті або ж вказували доволі примітивні речі по типу економії світла або використання меншої кількості паперу.

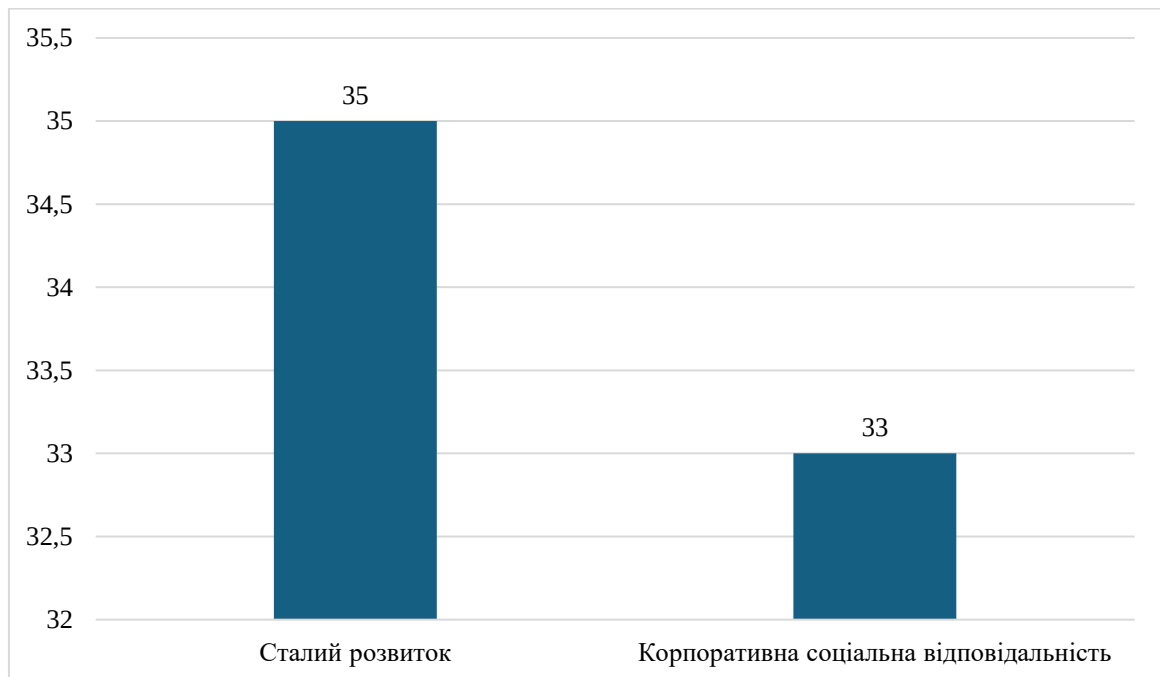


Рис. 3.8 Сталий розвиток та корпоративна соціальна відповідальність на найкращих підприємствах

Джерело: сформовано автором на основі додатку №2 таблиці №2

Таким чином, вище ми спробували виокремити еталонні підприємства

державного сектору економіки України, на які варто рівнятися іншим товариствам державної та приватної власності. І хоча не всі вони мають повний спектр внутрішніх політик або повністю укомплектовані наглядові ради, віднайдення правильної структури управління залежить від обставин кожного господарського товариства з корпоративними правами держави. Як ми з'ясували раніше, не всі господарські товариства повинні мати дворівневу структуру управління, оскільки це може створювати зайву бюрократію. В той же час, якщо підприємство досягло достатньо великих масштабів, створення наглядової ради може стати давно назрілою потребою. В будь-якому випадку, всі товариства без виключення мають прагнути вести власний веб-сайт. Лише шоста частина (76) від загальної кількості (491) ведуть свій веб-сайт, що є низьким показником.

III.П. Стандарти корпоративного управління в Фонді часткового гарантування кредитів у сільському господарстві, Національній Установі Розвитку

В теорії корпоративного права, економічній теорії та теорії державотворення також цікаво подивитися на квазі-державні господарські товариства. Ми називаємо їх квазі-державними, оскільки такі утворення виконують соціально-важливі завдання, при цьому створені у формі господарських товариств з корпоративними правами держави, із застосуванням широкого ряду стандартів корпоративного управління, в тому числі щодо прозорості, дворівневості управління та ризик-орієнтованості в управлінні товариством.

В Україні такі утворення з'явилися порівняно недавно – Фонд розвитку підприємництва в 2020 році (Національна установа розвитку – з 2026 року), Фонд часткового гарантування кредитів у сільському господарстві в 2022 році.

Фонд розвитку підприємництва був створений для підтримки малого та середнього підприємництва (МСП) шляхом реалізації програми “Доступні

кредити 5-7-9%”. Пізніше Фонд розвитку підприємництва був реорганізований в Національну установу розвитку (НУР). Сьогодні, відповідно до статті 2 Закону України «Про Національну установу розвитку», основною метою діяльності Національної установи розвитку є сприяння економічному та соціальному розвитку і відновленню України шляхом забезпечення надання фінансової, інформаційної, консультаційної та іншої підтримки суб’єктам мікро-, малого та середнього підприємництва та іншим цільовим групам; розроблення, реалізація (супроводження, адміністрування) та аналіз ефективності (оцінка впливу) програм і проектів розвитку або підтримки суб’єктів мікро-, малого та середнього підприємництва та інших цільових груп, підтримку яким надає Національна установа розвитку. Очікується, що НУР буде не тільки контролювати розпорядження коштами іноземних партнерів, але також робитиме особливий акцент на відновленні прифронтових областей. Сума виплаченої НУР протягом 2022-2024 років державної підтримки на компенсацію процентних ставок за кредитами суб’єктів підприємництва в розмірі 44,8 млрд грн значною мірою вплинула на збільшення бюджетних надходжень, попри негативну динаміку економічної ситуації в країні в період воєнного стану.

Фонд часткового гарантування кредитів у сільському господарстві (далі – ФЧГКСГ), відповідно до ст. 1 Закону України «Про ФЧГКСГ», виконує функції із забезпечення підтримки суб’єктів мікропідприємництва, малого та середнього підприємництва, фізичних осіб - підприємців, що провадять діяльність у галузі сільського господарства, шляхом часткового гарантування виконання зобов’язань таких суб’єктів за кредитними договорами. Станом на 01.01.2025 гарантований портфель Фонду включав до себе

13 кредитів на загальну суму 26,3 млн гривень. Станом на кінець звітного 2024 року сума наданих гарантій склала 13,1 млн гривень [147].

Метою створення Земельного банку стало виведення з тіні земельних ділянок сільськогосподарського призначення, що належали державним підприємствам, та встановлення конкурентної процедури оренди цих ділянок. За даними

аналітиків, за перший рік повноцінної роботи Земельного банку (жовтень 2024 – жовтень 2025): 1) проведено понад 700 аукціонів, 2) передано в користування понад 62 тис. га земельних ділянок, та 3) до бюджету надійшло понад 1,19 млрд грн [148].

У пункті 1 статуту Національної установи розвитку вказано, що вона є фінансовою установою з особливим статусом. Відповідно до пункту 4 статуту, Установа є неприбутковою організацією та здійснює свою діяльність без мети одержання прибутку. Національна установа розвитку створена у організаційно-правовій формі Установа. Відповідно до пункту 1 статуту ФЧГКСГ, Фонд є небанківською фінансовою установою з особливим статусом, яка створена в організаційно-правовій формі товариства з обмеженою відповідальністю. Відповідно до пункту 20 статуту, мінімальна частка держави у статутному капіталі Фонду становить 51 відсоток. Відповідно до пункту 98 статуту, Фонд має право здійснювати виплату дивідендів учасникам Фонду один раз на рік. В обох випадках, ці утворення мають уточнення, що вони є фінансовими установами «з особливим статусом». Нам не вдалося знайти статут Земельного банку, проте нам відомо, що він створений у формі Товариства з обмеженою відповідальністю (ТОВ).

В той час, як Національна установа розвитку не може приймати до себе нових учасників і не може розподіляти прибутки, Фонд часткового гарантування кредитів у сільському господарстві може продати частку у розмірі 49% зовнішнім учасникам та може виплачувати дивіденди. Принагідно зазначити, що в обох випадках ці утворення з особливим статусом мають наглядові ради, а також підтримують високий рівень розкриття інформації. На веб-сайтах НУР та ФЧГКСГ опубліковані річні звіти, антикорупційні програми, кодекси корпоративного управління, кодекси етики та доброчесної поведінки, політики виявлення, запобігання та управління конфліктами інтересів, екологічні та соціальні політики, та інші внутрішні документи.

У випадку Земельного банку, на його веб-сайті опублікована інтерактивна

карта земельних ділянок, готових до здачі в оренду, проте відсутні всі вищеперелічені внутрішні документи. Нам також не вдалося встановити наявності чи відсутності наглядової ради у Земельного банку та інших особливостей організаційної структури цього господарського товариства. На відміну від двох попередніх утворень, Земельний банк не має на меті надання кредитів або гарантій, натомість він функціонує як оператор ринку земельних ділянок.

Доволі цікавим є той факт, що ФЧГКСГ має залучати зовнішнього консультанта для визначення розміру і структури винагороди керівників. За змістом частини 6 статті 8 Закону України «Про Фонд часткового гарантування кредитів у сільському господарстві», розмір винагороди членів Ради Фонду встановлюється Загальними зборами за рекомендацією компанії з добору персоналу, яка не брала участі у проведенні конкурсу з обрання кандидатів на посади незалежних членів Ради Фонду. Відповідно до частини 7 статті 8 Закону України «Про ФЧГКСГ», компанія з добору персоналу, яка здійснює відбір кандидатів на посади незалежних членів Ради Фонду, та компанія з добору персоналу, яка рекомендує розмір винагороди членам Ради Фонду, повинні мати міжнародний досвід пошуку керівників фінансових установ не менш як 10 років. Такий підхід узгоджується з останніми тенденціями розвитку корпоративного управління, про які ми згадували в підрозділі 2 розділу 2 цієї роботи.

Отже, Національна установа розвитку та Фонд часткового гарантування кредитів у сільському господарстві є гарними прикладами фінансових суб'єктів господарювання, які мають високий рівень прозорості та використання стандартів корпоративного управління. Їх фінансова звітність підтверджує позитивну кореляцію між впровадженням стандартів корпоративного управління та фінансовими результатами компанії.

Висновки до розділу III:

Підсумовуючи третій розділ, державний сектор економіки України знаходиться в стані реформ. Існує багато державних підприємств, які ще не реорганізовані в товариства з обмеженою відповідальністю або акціонерні товариства, натомість використовують застарілі організаційно-правові форми – державні підприємства та казенні підприємства.

Тим не менше, нами були проаналізовані 491 господарських товариств з корпоративними правами держави, серед яких ми обрали 76 найкращих підприємств. За результатами аналізу, ми зробили висновок, що товариства мають прагнути до вищого рівня розкриття інформації.

Позитивною тенденцією є наявність антикорупційних програм на переважній більшості найкращих підприємств. Переважна більшість також мають комітет з питань аудиту, комітет з питань призначень та комітет з питань винагороди.

Тим не менше, багато товариств не має своїх веб-сайтів. Велика частка товариств не мають власного кодексу корпоративного управління та політику про розкриття інформації. Мала кількість господарських товариств з корпоративними правами держави піклується про наслідки ведення бізнесу та ініціативи в соціальній сфері.

Нами не було встановлено жодних господарських товариств з корпоративними правами держави, які використовували б форму повного товариства, або командитного товариства, або кооператива, або товариства з додатковою відповідальністю.

Взірцем на сьогодні є квазі-державні утворення – Національна установа розвитку та Фонд часткового гарантування кредитів у сільському господарстві. Ці утворення мають високий рівень розкриття інформації та впровадили всі найкращі практики корпоративного управління в свою діяльність.

ВИСНОВКИ

За результатами дослідження та зважаючи на поставлені завдання, було зроблено такі висновки:

1. Перші теоретичні напрацювання та згадки про корпоративне управління з'явилися в Сполучених Штатах Америки та Великобританії в другій половині минулого століття. В Україні корпоративне управління активно почало розвиватися на початку 2000-их років із затвердженням ДКЦПФР принципів корпоративного управління.

2. Науковці по-різному підходять до визначення корпоративного управління, проте серед них прослідковується консенсус, що це система, покликана на віднайдення балансу інтересів між акціонерами, директорами, господарським товариством та іншими заінтересованими особами. Корпоративне управління віднаходить своє відображення в стандартах корпоративного управління. Його метою є максимізація довгострокової вартості товариства.

3. Під час адаптації іноземних стандартів корпоративного управління, реформатори повинні робити поправку на національні особливості української правової системи. Національними особливостями України є 1) концентрована структура власності більшості господарських товариств, 2) великий державний сектор економіки, 3) домінування банківського фінансування, 4) середній рівень захисту міноритарних акціонерів, 5) високий рівень охорони праці. Україна має ознаки координованої ринкової економіки та схильна до адаптації німецьких та японських стандартів корпоративного управління.

4. Закон України «Про особливості регулювання діяльності юридичних осіб окремих організаційно-правових форм у перехідний період та об'єднань юридичних осіб» №4196-IX від 9 січня 2025 року стимулює державні підприємства переходити від застарілих організаційно-правових форм до прозорих і зрозумілих товариств з обмеженою відповідальністю та акціонерних товариств. З 2016 року також триває формування незалежних наглядових рад на найбільших господарських товариствах з корпоративними правами держави. При

цьому, держава стикається з опором з боку працівників, директорів, міністерств. Сам факт того, що зміна структури власності є ефективною, ще далеко не гарантує того, що контролюючі сторони завжди хотіли б, щоб така зміна структури власності відбулася. Тому, ми рекомендуємо зробити крок назад і спробувати подумати, як можна реалізувати реформу, щоб всі сторони корпоративних відносин були задоволені. Наприклад, можна вставити в статут товариства положення, відповідно до якого до наглядової ради обов'язково обирається щонайменше один директор представник працівників.

5. Найкращими практиками корпоративного управління сьогодні є створення наглядових рад, казуальний підхід до визначення винагороди директорів, створення трирівневої системи внутрішнього контролю, посилений корпоративний контроль за фінансовою звітністю, залучення зовнішніх аудиторів, корпоративна соціальна відповідальність та сталий розвиток. Важливою для нашої теми є також роль держави у державному секторі економіки. Ми прийшли до висновку, що китайський досвід може бути побічно перейнятий нашими законодавцями, проте в цілому він є неактуальним з огляду на політичні, соціальні та економічні відмінності наших країн. Україна має далі продовжувати корпоратизацію та приватизацію державного сектору економіки. Ті товариства з корпоративними правами держави, які залишаються у власності держави, повинні прагнути впровадити найкращі практики корпоративного управління.

6. В третьому розділі ми використали емпіричний метод дослідження та проаналізували 491 господарських товариств з корпоративними правами держави на стан впровадження стандартів. Ми виокремили 76 найкращих господарських товариств з корпоративними правами держави. Ми встановили, що більшість з них мають дворівневу структуру управління, проте не всі з них мають кодекси з корпоративного управління та політики з розкриття інформації.

7. На особливу увагу заслуговують Національна установа розвитку та Фонд часткового гарантування кредитів у сільському господарстві, квазі-

державні корпоративні утворення. Ці фінансові підприємства успішно впровадили багато стандартів корпоративного управління і показують позитивні фінансові результати протягом останніх років.

Роблячи завершальний висновок, ми хотіли б підкреслити, що стандарти корпоративного управління позитивно впливають на діяльність господарських товариств з корпоративними правами держави. Хоча деякі стандарти можуть бути обтяжливими, тема корпоративного управління здійснює позитивний тиск на господарські товариства з корпоративними правами держави. Корпоративне управління стимулює господарські товариства з корпоративними правами держави шукати ефективніші правила управління, покращувати фінансові результати та ставати більш конкурентноспроможними.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Bayless Manning, The Shareholders' Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker. *The Yale Law Journal*. 1962. Volume 72. Number 2. С. 223–245.
2. Michael C. Jensen, William H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 1976. Volume 3. Number 4. С. 163-231. URL: <https://ssrn.com/abstract=94043> (дата звернення: 26.04.2026).
3. The Report of the Cadbury Committee on The Financial Aspects of Corporate Governance: The Code of Best Practice. Corporate Governance: An International Review. 1993. С.1-90. URL: <https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/cadbury.pdf>.
4. Вікіпедія. 1997 Asian financial crisis – Вікіпедія. <https://uk.wikipedia.org>. URL: https://en.wikipedia.org/wiki/1997_Asian_financial_crisis (дата звернення: 26.04.2026).
5. The World Bank. East Asia: The Road to Recovery. 1998. С. 1-138. URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/364021468770639382/pdf/multi-page.pdf> (дата звернення: 26.04.2026).
6. Simon Johnson, Peter Boone, Alasdair Breach, Eric Friedman, Corporate Governance in the Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*. 2000. Volume 58(1-2). С. 141-186.
7. Daron Acemoglu, Simon Johnson, James Robinson, Yunyong Thaicharoen, Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms: Volatility, Crises and Growth. *Journal of Monetary Economics*. 2003. Volume 50. Issue 1. С. 49-123. URL: <https://economics.mit.edu/sites/default/files/2022-09/institutional-causes-macroeconomic-symptoms.pdf> (дата звернення: 26.04.2026).
8. Вікіпедія. Sarbanes–Oxley Act – Вікіпедія. <https://uk.wikipedia.org>. URL: https://en.wikipedia.org/wiki/Sarbanes%E2%80%93Oxley_Act (дата звернення: 26.04.2026).

9. The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, February 25, 2011, at 18-19.

10. John C. Coffee, Jr., Racing Towards the Top? The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance. *Columbia Law Review*. 2002. C. 1757– 1775. URL: https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1031&context=faculty_scholarship (дата звернення 26.04.2026).

11. Nicholas C. Howson, Vikramaditya S. Khanna, Reverse Cross-Listings – the Coming Race to List in Emerging Markets and an Enhanced Understanding of Classical Bonding. *Cornell International Law Journal*. 2015. Volume 47. Number 3. C. 1-32. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2532587 (дата звернення 26.04.2026).

12. Bernard Black, Antonio Gledsen De Carvalho, Vikramaditya Khanna, Woochan Kim, B. Burcin Yurtoglu, Which Aspects of Corporate Governance Do and Do Not Matter in Emerging Markets. *Journal of Law, Finance, and Accounting*. 2020. Volume 5. C. 137-177. URL: http://ssrn.com/abstract_id=2601107 (дата звернення 26.04.2026).

13. Dan W. Puchniak, Harold Baums, Luke Nottage, Independent Directors in Asia: A Historical, Contextual and Comparative Approach. Cambridge University Press. 2017. C. 1-619. URL: <https://doi.org/10.1017/9781316819180> (дата звернення 26.04.2026).

14. David Cabrelli, Mathias Siems, Convergence, Legal Origins, and Transplants in Comparative Corporate Law: A Case-Based and Quantitative Analysis. *American Journal of Comparative Law*. 2015. Volume 63. C. 109-153. URL: <https://durham-repository.worktribe.com/OutputFile/1409257> (дата звернення 26.04.2026).

15. Vladimir Atanasov, Bernard Black, Conrad Ciccotello, Unbundling and Measuring Tunneling. *University of Illinois Law Review*. 2014. C. 1697-1738. URL:

<https://illinoislawreview.org/wp-content/ilr-content/articles/2014/5/Black.pdf> (дата звернення 26.04.2026).

16. Martin Gelter, EU Company Law Harmonization Between Convergence and Varieties of Capitalism. *Research Handbook on the History of Corporation and Company Law by Harwell Wells*. 2018. Fordham Law Legal Studies Research Paper No. 2977500. European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 355/2017. С. 1-41. URL: <https://ssrn.com/abstract=2977500> (дата звернення 26.04.2026).

17. Lucian Arye Bebchuk, Mark J. Roe, A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance. *Stanford Law Review*. 1999. Volume 52. Number 1. С. 127–170. URL: <https://doi.org/10.2307/1229459> (дата звернення 26.04.2026).

18. Указ Президента України «Про корпоратизацію підприємств» від 15 червня 1993 року. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/210/93#Text> (дата звернення 26.04.2026).

19. Указ Президента України «Про заходи щодо забезпечення прав громадян на використання приватизаційних майнових сертифікатів» від 26 листопада 1994 року. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/699/94/ed19941126#Text> (дата звернення 26.04.2026).

20. Спасибо-Фатєєва І. В. Різдвяний подарунок, або проблематика двох кодексів – Цивільного та Господарського. *Мала енциклопедія нотаріуса*. 2004. № 1. С. 6–9.

21. Спасибо-Фатєєва І. В. Приватне і публічне право: протистояння та методи його подолання. *Методологія приватного права*. К., 2003. С. 24–34.

22. Приватизація та реприватизація в Україні після «помаранчевої» революції. О. Й. Пасхавер, Л. Т. Верховодова, К. М. Агєєва. В надзаг.: Центр економічного розвитку. К.: «Міленіум», 2006. 106 с.

23. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав інвесторів : Закон України від 07.04.2015 р. № 289-VIII : станом на

1 жовт. 2018 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/289-19#Text> (дата звернення: 26.04.2026).

24. А. С. Скірка. Аналіз діяльності Фонду гарантування вкладів у кризовий період 2014–2016 рр. *Бізнес Інформ*. 2017. №2. С. 242–252.

25. Masahiko Aoki, Hugh Patrick, The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies. *Oxford University Press*. 1995. С. 1-635.

26. Ronald J. Gilson, Bernard S. Black, Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets. *Journal of Financial Economics*. 1998. Volume 47. С. 243-295. URL: <https://scispace.com/pdf/venture-capital-and-the-structure-of-capital-markets-banks-3pkmb0gs5m.pdf> (дата звернення: 26.04.2026).

27. Mark J. Roe, Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance. *Princeton University Press*. 1994. С. 1-324. URL: <https://www.jstor.org/stable/j.ctt7rv1g> (дата звернення 26.04.2026).

28. Mark J. Roe, A Political Theory of American Corporate Finance. *Columbia Law Review*. 1991. Volume 91. Number 1. С. 10-67. URL: <https://www.jstor.org/stable/1122856> (дата звернення 26.04.2026).

29. Daniel C. Giedeman, Branch Banking Restrictions and Finance Constraints in Early-Twentieth-Century America. *The Journal of Economic History*. 2005. Volume 65. Number 1. С. 129–151. URL: <https://www.jstor.org/stable/3875045> (дата звернення 26.04.2026).

30. Постанова Верховного Суду від 15 червня 2022 року у справі № 905/671/19;

31. Олександра Кологойда, Ксенія Полосенко, Способи захисту прав міноритарних акціонерів у спорах про обов’язковий продаж акцій. (2023). Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. *Юридичні науки*. Номер 126. 54-62. URL: <https://doi.org/10.17721/1728-2195/2023/2.126-6> (дата звернення 26.04.2026).

32. Peter Hall, David Soskice, *An Introduction to Varieties of Capitalism*, in *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford University Press. 2001. С. 1-540. URL: <http://digamo.free.fr/hallsosk.pdf> (дата звернення 26.04.2026).
33. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку №571 від 11 грудня 2003 року «Про затвердження Принципів корпоративного управління».
34. Баюра Д. Корпоративне управління як об'єкт наукового дослідження. Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. *Економіка*. 2008. Випуски 99-100. С. 60-63.
35. Хілуха О.А. Сутнісні характеристики корпоративного управління. Вісник Волинського інституту економіки та менеджменту. №11. 2015. С. 303-309.
36. Шкільняк М. Менеджмент у системі корпоративного управління. *Вісник Тернопільського національного економічного університету*. 2018. Випуск 2. С. 7-20.
37. Корпоративне управління: Монографія. І. Спасибо-Фатєєва, О. Кібенко, В. Борисова. За ред. проф. І. Спасибо-Фатєєвої. Х.: Право, 2007. 500 с.
38. Царук В. Ю. Сутність корпоративного управління: облікові аспекти. *Міжнародний науковий журнал*. Інститут бухгалтерського обліку. Контроль та аналіз в умовах глобалізації. 2018. № 3-4. С. 92-100.
39. Кодекс корпоративного управління: ключові вимоги і рекомендації, затверджений рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 12.03.2020 №118 «Щодо узагальнення практики застосування законодавства з питань корпоративного управління».
40. Постанова Кабінету Міністрів України №200 від 25 червня 2014 року «Про утворення публічного акціонерного товариства “Українська залізниця”». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/200-2014-%D0%BF#Text> (дата звернення 26.04.2026).

41. Наказ Міністерства інфраструктури України №465 від 11 листопада 2015 року «Про реорганізацію Українського державного підприємства поштового зв'язку «Укрпошта» у публічне акціонерне товариство». URL: <https://mtu.gov.ua/documents/391.html?PrintVersion> (дата звернення 26.04.2026).

42. Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо вдосконалення корпоративного управління» №3587-IX від 22 лютого 2024 року. URL.: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3587-20#Text> (дата звернення 26.04.2026).

43. Закон України «Про особливості регулювання діяльності юридичних осіб окремих організаційно-правових форм у перехідний період та об'єднань юридичних осіб» №4196 IX від 9 січня 2025 року. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/4196-20#Text> (дата звернення 26.04.2026).

44. Постанова Кабінету Міністрів України №1420 від 29 грудня 2023 року «Про утворення акціонерного товариства “Національна атомна енергогенеруюча компанія “Енергоатом”»». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1420-2023-%D0%BF#Text> (дата звернення 26.04.2026).

45. Уряд передав до фонду держмайна 30 держпідприємств для подальшої приватизації або ліквідації Мінекономіки. Міністерство економіки України. 14.08.2023. URL: <https://me.gov.ua/News/Detail?lang=uk-UA&id=9e66fc81-578c-4114-81dc-dbef8cd332da&title=UriadPeredavDoFondu> (дата звернення 26.04.2026).

46. Постанова Кабінету Міністрів України від 29 листопада 2024 р. № 1369 «Про затвердження Політики державної власності». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1369-2024-%D0%BF#Text> (дата звернення 26.04.2026).

47. Lucian Arye Bebchuk, Mark J. Roe, A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance. *Stanford Law Review*. 1999. Volume 52.

Number 1. С. 127–170. URL: <https://doi.org/10.2307/1229459> (дата звернення 26.04.2026).

48. В. І. Кравець, Порядок формування наглядової ради акціонерного товариства, Том 1. № 3. 2025: Аналітично-порівняльне правознавство, DOI: <https://doi.org/10.24144/2788-6018.2025.03.1.35> (дата звернення 26.04.2026).

49. Ірина Анцифрова, Віталій Дудін, Катерина Ізмайлова, Яна Сімутіна, Участь працівників у корпоративному управлінні на прикладі наглядової ради АТ «Укрзалізниця», Звіт, Листопад 2025, Представництво Фонду ім. Фрідріха Еберта в Україні.

50. Рішення Конституційного Суду України від 10 червня 2023 року у справі № 1–11/2003 за конституційним поданням 47 народних депутатів України щодо відповідності Конституції України (конституційності) Закону України "Про введення мораторію на примусову реалізацію майна" (справа про мораторій на примусову реалізацію майна). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v011p710-03#Text> (дата звернення 26.04.2026).

51. Закон України «Про внесення змін до деяких законів України щодо підвищення ефективності управління державним майном, вдосконалення процедур захисту прав кредиторів, механізму реалізації арештованого майна та наближення правових стандартів в Україні до європейських стандартів» №11139 від 01.04.2024. URL: <https://itd.rada.gov.ua/billinfo/Bills/Card/43925> (дата звернення 26.04.2026).

52. Стан здійснення ДПП в Україні. Міністерство економіки, довкілля та сільського господарства України. URL: <https://me.gov.ua/Documents/Detail?lang=uk-UA&id=9fc90c5e-2f7b-44b2-8bf1-1ffb7ee1be26&title=StanZdiisnenniaDppVUkraini&isSpecial=true> (дата звернення 26.04.2026).

53. Türkiye makes nearly \$100B investment via public-private partnership, Daily Sabah, URL: <https://www.dailysabah.com/business/economy/turkiye-makes->

nearly-100b-investment-via-public-private-partnership?utm_source=chatgpt.com

(дата звернення 26.04.2026).

54. Укладено меморандум щодо відновлення концесії у морському порту “Ольвія”. Міністерство розвитку громад та територій України. URL: <https://mindev.gov.ua/news/ukladeno-memorandum-shchodo-vidnovlennia-kontsesii-u-morskomu-portu-olviia> (дата звернення 26.04.2026).

55. Проект державно-приватного партнерства МП “Чорноморськ”. Міністерство розвитку громад та територій України. URL: <https://mindev.gov.ua/biznesu/investoru/proiekt-derzhavno-pryvatnoho-partnerstva-mp-chornomorsk> (дата звернення 26.04.2026).

56. Roy Radner, Bounded Rationality, Indeterminacy, and the Theory of the Firm. *The Economic Journal*. 1996. Volume 106. Number 438. С. 1360-1373. URL: <https://pages.stern.nyu.edu/~rradner/publishedpapers/91BoundedRationality.pdf> (дата звернення 26.04.2026)

57. Stephen M. Bainbridge, Why a Board? Group Decisionmaking in Corporate Governance. *Vanderbilt Law Review*. 2002. Volume 55. Issue 1. С. 1-55. URL: <https://scholarship.law.vanderbilt.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1778&context=vlr> (дата звернення 26.04.2026).

58. Наглядова рада “Укренерго” пояснила причини звільнення Зайченка, URL: <https://epravda.com.ua/energetika/v-ukrenergo-poyasnili-zvilnennya-kerivnika-812161/> (дата звернення 26.04.2026).

59. Ірина Анцифрова, Віталій Дудін, Катерина Ізмайлова, Яна Сімутіна, Участь працівників у корпоративному управлінні на прикладі наглядової ради АТ «Укрзалізниця», Звіт, Листопад 2025, Представництво Фонду ім. Фрідріха Еберта в Україні.

60. Корпоративне управління: Монографія. І. Спасибо-Фатєєва, О. Кібенко, В. Борисова. За ред. проф. І. Спасибо-Фатєєвої. Х.: Право, 2007. 500 с.

61. Bainbridge, Stephen M., The Board of Directors, in Jeffrey N. Gordon, and Wolf-Georg Ringe, The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance. Oxford

Academic. Second Edition. URL: <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780192888006.013.0011> (дата звернення 26.04.2026).

62. Bainbridge, Stephen M., The Board of Directors, in Jeffrey N. Gordon, and Wolf-Georg Ringe, The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance. Oxford

Academic. Second Edition. URL: <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780192888006.013.0011> (дата звернення 26.04.2026).

63. Законопроект України “Про внесення змін до деяких законодавчих актів щодо забезпечення рівних прав та можливостей громадян із представництва у наглядових радах та органах правління державних унітарних підприємств, господарських товариств та державних банків та справедливого формування і ефективної діяльності таких наглядових рад із врахуванням національних інтересів України” №3193-1 від 17 березня 2020 року. URL: <https://itd.rada.gov.ua/billinfo/Bills/Card/1606> (дата звернення 26.04.2026).

64. Eugene F. Fama, Agency Problems and the Theory of the Firm. Journal of Political Economy. 1980. Volume 88. Number 2. С. 288-307. URL: <https://www.jstor.org/stable/1837292> (дата звернення 26.04.2026).

65. Armen A. Alchian, Harold Demsetz, Production, Information Costs, and Economic Organization. *The American Economic Review*. 1972. Volume 62. Number 5. С. 777- 795. URL: [https://josephmahoney.web.illinois.edu/BA549_Fall%202010/Session%205/Alchian_Demsetz%20\(1972\).pdf](https://josephmahoney.web.illinois.edu/BA549_Fall%202010/Session%205/Alchian_Demsetz%20(1972).pdf) (дата звернення 26.04.2026).

66. Bainbridge, Stephen M., The Board of Directors, in Jeffrey N. Gordon, and Wolf-Georg Ringe, The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance. Oxford

Academic. Second Edition. URL: <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780192888006.013.0011> (дата звернення 26.04.2026).

67. 2004/913/EC: Commission Recommendation of 14 December 2004 fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies.
68. 2005/162/EC: Commission Recommendation of 15 February 2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board.
69. 2009/385/EC: Commission Recommendation of 30 April 2009 complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies.
70. Financial Stability Board, Thematic Review on Compensation - Peer Review Report, 30 March 2010.
71. The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act ("The Act"), Pub. L. No. 111-203, enacted July 21, 2010.
72. Roberto Barontini et. Al., Director's Remuneration before and after the Crisis, Measuring the Impact of Reforms in Europe, in Boards and Shareholders in European Listed Companies: Facts, Context and Post-Crisis Reforms 251 (Massimo Belcredi and Guido Ferrarini eds., 2013).
73. CMVM Regulation No. 1/2010 Corporate Governance (2010).
74. Art. 84-quarter, Consob. Regulation 11971/1999 implementing Italian Legislative Decree No. 58 of 24 February 1998, concerning discipline of issuers.
75. Directive (EU) 2024/1619 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2024 amending Directive 2013/36/EU as regards supervisory powers, sanctions, third-country branches, and environmental, social and governance risks.
76. Final report on Guidelines on sound remuneration policies under Directive 2013/36/EU, EBA/GL/2021/04, 2 July 2021.
77. Вимоги до положення та звіту про винагороду членів наглядової ради, ради директорів та виконавчого органу акціонерного товариства, затверджених Рішенням НКЦПФР №549 від 02.05.2024.

78. ОЕСР (2025), Керівні принципи ОЕСР з корпоративного управління на підприємствах державної форми власності 2024. видавництво ОЕСР, Париж. URL: <https://doi.org/10.1787/8d61003c-uk> (дата звернення 26.04.2026).

79. СІЗО – так СІЗО. Апеляційна палата ВАКС призначила ексголови «Нафтогазу» Коболєву гігантську заставу. Детальний розбір справи, URL: <https://forbes.ua/money/peremig-gazprom-a-teper-mozhe-sisti-za-grati-na-15-rokiv-chi-vipravdani-zvinuvachennya-proti-koboleva-21012023-11229> (дата звернення 26.04.2026).

80. Kevin J. Murphy, Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics*. 1985. Volume 7. Issues 1-3. С. 11- 42. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0165410185900266?via%3Dihub> (дата звернення 26.04.2026).

81. David I. Walker, The Challenge of Improving the Long-Term Focus of Executive Pay. *Boston College Law Review*. 2010. Volume 51. Issue 2. С. 435-472. URL: <https://bclawreview.bc.edu/articles/855/files/63b51ce95ddf9.pdf> (дата звернення 26.04.2026).

82. Sanjai Bhagat, Roberta Romano, Reforming Executive Compensation: Focusing and Committing to the Long-Term. *Yale Journal on Regulation*. 2009. Volume 26. С. 359 – 372. URL: <https://openyls.law.yale.edu/server/api/core/bitstreams/d7683d55-6019-4e57-a922-08eee08869c9/content> (дата звернення: 26.04.2026).

83. ICGN Global Governance Principles 2021, published by the International Corporate Governance Network 2021. ISBN 978-1-907387-27-2. URL: <https://www.icgn.org/sites/default/files/2021-11/ICGN%20Global%20Governance%20Principles%202021.pdf> (дата звернення 26.04.2026).

84. Guido Ferrarini, Niamh Moloney, Maria Cristina Ungureanu, Understanding Director's Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis. *ECGI - Law Working Paper No. 126/2009*. 2009. С. 1-99. URL:

https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id1418463.pdf (дата звернення 26.04.2026).

85. David F. Larcker, Allan L. McCall, Brian Tayan, The Influence of Proxy Advisory Firm Voting Recommendations on Say-on-Pay Votes and Executive Compensation Decisions. 2012. The Conference Board: Trusted Insights for Business Worldwide

86. Richard Epstein, Design for Liberty: Private Property, Public Administration, and the Rule of Law. Harvard University Press. 2011. С. 1-248.

87. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, Internal Control – Integrated Framework (2013).

88. Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів, а також особами, які надають забезпечення за такими цінними паперами, затверджене Рішенням НКЦПФР №608 від 06.06.2023.

89. Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів, а також особами, які надають забезпечення за такими цінними паперами, затверджене Рішенням НКЦПФР №608 від 06.06.2023.

90. Ресурсний путівник по Закону США про корупційні дії за кордоном (FCPA), Друге видання, виданий спільно Кримінальним відділом Міністерства юстиції США та Відділом правозастосування Комісії з цінних паперів та бірж США, переклад та українське видання здійснила Професійна асоціація корпоративного управління за підтримки Відділу преси, освіти і культури Посольства США в Україні у 2022 році. URL: https://cgpa.com.ua/wp-content/uploads/2023/03/FCPA_web_new.pdf (дата звернення 26.04.2026).

91. Вікіпедія. Enron scandal. – Вікіпедія. <https://uk.wikipedia.org>. URL: https://en.wikipedia.org/wiki/Enron_scandal (дата звернення: 26.04.2026).

92. Вікіпедія. WorldCom scandal. – Вікіпедія. <https://uk.wikipedia.org>. URL: https://en.wikipedia.org/wiki/WorldCom_scandal (дата звернення: 26.04.2026).

93. Вікіпедія. Dennis Kozlowski. – Вікіпедія. <https://uk.wikipedia.org>. URL: https://en.wikipedia.org/wiki/Dennis_Kozlowski (дата звернення: 26.04.2026).
94. На стратегічному підприємстві Дніпропетровщини виявлено порушень на 1,9 млрд гривень. Державна аудиторська служба України. 16.10.2023 URL.: <https://dasu.gov.ua/ua/news/4984>.
95. Аудитори перевірили ДП «Документ»: 84 млн фінансових порушень - з них 15 млн грн пішло на утримання автопарку. Державна аудиторська служба України. 11.01.2024. URL: <https://dasu.gov.ua/ua/news/5052>.
96. Аудитори виявили багатомільйонну нестачу обладнання на складах ДП «Волиньвугілля». Державна аудиторська служба України. 11.12.2023 URL: <https://dasu.gov.ua/ua/news/5029> (дата звернення 26.04.2026).
97. Положення про Державну аудиторську службу України, затверджене постановою Кабінету Міністрів України від 3 лютого 2016 р. № 43. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/43-2016-%D0%BF#Text> (дата звернення 26.04.2026).
98. Шевчук О.Д., Здирко Н.Г. Стан та перспективи розвитку державного фінансового аудиту як ефективного інструменту боротьби з фінансовими порушеннями. Економіка. Фінанси. Менеджмент: актуальні питання науки і практики. 2019. № 6. URL: <https://cutt.ly/A2wj3QY> (дата звернення 26.04.2026).
99. Бессонова С.І., Кленін О.В. Роль державного фінансового аудиту в системі контролю бюджетних установ. Entrepreneurship and Trade. 2021. № 29. URL: <http://www.journals-lute.lviv.ua/index.php/pidpr-torgi/article/view/875/828> (дата звернення 26.04.2026).
100. Будник Л.А., Голяш І.Д. Класифікація державного аудиту. Економіка та суспільство. 2016. № 2. С. 661-665.
101. Яцко М.В. До питання аудиту фінансової звітності підприємств державного сектору економіки. Облік, аналіз, аудит і оподаткування в умовах глобалізації економіки : тези доповідей І Міжнародної науково-практичної

інтернет-конференції (м. Ужгород, 21 квітня 2017 р.). Ужгород: Видавництво УЖНУ «Говерла». 2017. С.419-420.

102. Milton Friedman, The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*. 1970. С. 1-6. URL: <https://www.enriquedans.com/wp-content/uploads/2019/08/friedman.pdf> (дата звернення 26.04.2026).

103. Henry Hansmann, Reinier Kraakman, The End of History for Corporate Law. *The Georgetown Law Journal*. 2001. Volume 89. С. 439 – 468. URL: <https://scispace.com/pdf/the-end-of-history-for-corporate-law-4wptif26cs.pdf> (дата звернення 26.04.2026).

104. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, A renewed EU strategy 2011-14 for Corporate Social Responsibility.

105. Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting.

106. Directive (EU) 2024/1760 of the European Parliament and of the Council of 13 June 2024 on corporate sustainability due diligence and amending Directive (EU) 2019/1937 and Regulation (EU) 2023/2859.

107. Ethical Trading Institute, URL: <https://www.ethicaltrade.org/> (дата звернення 26.04.2026).

108. Carbon Disclosure Project, URL: <https://www.cdp.net/en> (дата звернення 26.04.2026).

109. ОЕСР (2023), Керівні принципи ОЕСР для багатонаціональних компаній щодо відповідального ведення бізнесу, видавництво ОЕСР, Париж. URL: <https://doi.org/10.1787/81f92357-en> (дата звернення 26.04.2026).

110. Керівні принципи щодо бізнесу і прав людини: Реалізація Рамкової програми Організації Об'єднаних Націй «Захист, повага і засоби захисту» /

Переклад: Катерина Буряковська, Юлія Размєтаєва, Олена Уварова, Дмитро Філіпський. За заг. ред. Олени Уварової. Харків: Право, 2018. — 80 с.

111. “ISO 26,000-Social Responsibility”, URL: <https://www.iso.org/iso-26000-social-responsibility.html> (дата звернення 26.04.2026).

112. Social Accountability 8000, URL: <https://sa-intl.org/programs/sa8000/> (дата звернення 26.04.2026).

113. Price Waterhouse Coopers, Handbook on Corporate Social Responsibility in India, URL: <https://www.pwc.in/assets/pdfs/publications/2013/handbook-on-corporate-social-responsibility-in-india.pdf> (дата звернення 26.04.2026).

114. “Initiative for Responsible Investment, Corporate Social Responsibility Disclosure Efforts by National Governments and Stock Exchanges” (March 12, 2025).

115. “Initiative for Responsible Investment, Corporate Social Responsibility Disclosure Efforts by National Governments and Stock Exchanges” (March 12, 2025).

116. Robert M.Daines, Ian D. Gow, David F. Larcker, Rating the Ratings: How Good are Commercial Governance Ratings? *Journal of Financial Economics*. 2010. Volume 98. Issue 3. C. 439- 461. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X10001546> (дата звернення 26.04.2026).

117. Porter M.E. and Kramer M.R., Strategy and society: the link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*. 2006. Volume 84. Number 12. C. 78-85. URL: <https://www.guillaumenicaise.com/wp-content/uploads/2013/10/Strategy-and-Society-the-link-between-competitive-advantage-and-CR.pdf> (дата звернення 26.04.2026).

118. Mozaffar Khan, George Serafeim, Aaron Yoon, Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*. 2016. Volume 91. Number 6. C. 1697-1724. URL: <https://www.jstor.org/stable/24907173> (дата звернення 26.04.2026).

119. Gordon L. Clark, Andreas Feiner, Michael Viehs, From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance.

Rochester, NY: Social Science Research Network. 2015. C. 1-66. URL: <https://scihub.mk/10.2139/ssrn.2508281> (дата звернення 26.04.2026).

120. Caroline Flammer, Aleksandra Kasperczk, The Impact of Stakeholder Orientation on Innovation: Evidence from a Natural Experiment. *Management Science*. 2016. Volume 62. Number 7. C. 1982-2001. URL: <https://www.jstor.org/stable/24740345> (дата звернення 26.04.2026).

121. Stephen M. Bainbridge, Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance. *Research Paper Number 02- 06*. University of California. Los Angeles School Law. 2003. C. 1- 70. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=300860 (дата звернення 26.04.2026).

122. Leo E. Strine, Jr., The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law. *Wake Forest Law Review*. 2015. C. 761-793. URL: <https://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/AttorneyPubs/WLRK.26835.15.pdf> (дата звернення 26.04.2026).

123. Stephen M. Bainbridge, Corporate Social Responsibility in the Night-Watchman State. *Columbia Law Review*. 2015. Volume 115. C. 1-17. URL: <https://columbialawreview.org/content/corporate-social-responsibility-in-the-night-watchman-state/> (дата звернення 26.04.2026).

124. Marshall W. Meyer, Is it Capitalism? *Management and Organization Review*. 2011. Volume 7. Number 1. C. 6 - 18. URL: <https://www.cambridge.org/core/services/aop-cambridge-core/content/view/71DA0746A91A62D29B87001D6A227908/S174087760000228Xa.pdf/div-class-title-is-it-capitalism-div.pdf> (дата звернення 26.04.2026).

125. Li-Wen Lin, Curtis J. Milhaupt, We Are the (National) Champions: Understanding the Mechanisms of State Capitalism in China. *Stanford Law Review*. 2013. Volume 65. Number 4. C. 697- 759. URL: <https://www.stanfordlawreview.org/>

wp-content/uploads/sites/3/2013/05/Lin_Milhaupt_65_Stan._L._Rev._697.pdf (дата звернення 26.04.2026).

126. Statement by Mr. Xiping Shi (Head of Bureau of Personnel of SASAC). Press Release by the Bureau of Personnel of SASAC, June 21, 2007.

127. Richard McGregor, *The Party: The Secret World of China's Communist Rulers* 69. Harper. 2010. ISBN-13: 978-0061708770. С. 1 – 320.

128. David Shambaugh, *Training China's Political Elite: The Party School System*. *The China Quarterly*. 2008. Number 196. С. 827-844. URL: <https://www.jstor.org/stable/20192269> (дата звернення 26.04.2026).

129. Boston Consulting Group, *SASAC: China's Megashareholder* (Dec. 1, 2007).

130. Li-Wen Lin, Curtis J. Milhaupt, *We Are the (National) Champions: Understanding the Mechanisms of State Capitalism in China*. *Stanford Law Review*. 2013. Volume 65. Number 4. С. 697- 759. URL: https://www.stanfordlawreview.org/wp-content/uploads/sites/3/2013/05/Lin_Milhaupt_65_Stan._L._Rev._697.pdf (дата звернення 26.04.2026).

131. Marcel Kahan, *The State of State Competition for Incorporations*. *NYU Law and Economics Research Paper No. 14-19*. 2014. European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 263/2014. С. 1-57. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2474658 (дата звернення 26.04.2026).

132. Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, *Toward an Interest-Group Theory of Delaware Corporate Law*. *Texas Law Review*. 1987. Volume 65. Number 3. С. 469–523. URL: <https://openyls.law.yale.edu/server/api/core/bitstreams/28b347b1-493d-48c5-a995-05c078e8ded2/content> (дата звернення 26.04.2026).

133. Mark J. Roe, *Delaware's Competition*. *Harvard Law Review*. 2003. Volume 117. С. 1- 59. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=354783 (дата звернення 26.04.2026).

134. Mark J. Roe, Delaware's Politics. *Harvard Law Review*. 2005. Volume 118. Number 8. С. 2491-2543. URL: <https://www.jstor.org/stable/4093425> (дата звернення 26.04.2026).
135. Robert Daines, Does Delaware Law Improve Firm Value? *Journal of Financial Economics*. 2001. Volume 62. Issue 3. С. 525-558. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X01000861> (дата звернення 26.04.2026).
136. Guhan Subramania, The Disappearing Delaware Effect. *Journal of Law, Economics, & Organization*. 2004. Volume 20. Number 1. С. 32-59. URL: <https://www.jstor.org/stable/3554918> (дата звернення 26.04.2026).
137. Постанова Верховного Суду від 15 червня 2022 року у справі № 905/671/19;
138. Олександра Кологойда, Ксенія Полосенко, Способи захисту прав міноритарних акціонерів у спорах про обов'язковий продаж акцій. (2023). Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. *Юридичні науки*, 126(2), 54-62. <https://doi.org/10.17721/1728-2195/2023/2.126-6> (дата звернення 26.04.2026).
139. Обіцянки МВФ про корпоративне управління, здешевлення авіаперельотів за рахунок податків: підсумки тижня для ДП. Економічна правда: веб-сайт. 27.11.2021. URL: <https://epravda.com.ua/publications/2021/11/27/680191/> (дата звернення 26.04.2026).
140. Постанова Кабінету Міністрів України від 29 листопада 2024 р. № 1369 «Про затвердження Політики державної власності». URL.: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1369-2024-%D0%BF#Text> (дата звернення 26.04.2026).
141. Постанова Кабінету Міністрів України від 29 листопада 2024 р. № 1369 «Про затвердження Політики державної власності». URL.: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1369-2024-%D0%BF#Text> (дата звернення 26.04.2026).

142. OECD (2025), Керівні принципи ОЕСР з корпоративного управління на підприємствах державної форми власності 2024, видавництво ОЕСР, Париж, <https://doi.org/10.1787/8d61003c-uk> (дата звернення 26.04.2026).

143. OECD (2025), Керівні принципи ОЕСР з корпоративного управління на підприємствах державної форми власності 2024, видавництво ОЕСР, Париж, <https://doi.org/10.1787/8d61003c-uk> (дата звернення 26.04.2026).

144. Постанова Кабінету Міністрів України від 29 листопада 2024 р. № 1369 «Про затвердження Політики державної власності». URL.: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1369-2024-%D0%BF#Text> (дата звернення 26.04.2026).

145. Держава фінансує збиткове вугілля та планує створити нацавіакомпанію: підсумки тижня для ДП. Економічна правда: веб-сайт. 28.08.2021. URL.: <https://epravda.com.ua/publications/2021/08/28/677276/> (дата звернення 26.04.2026).

146. OECD (2025), Керівні принципи ОЕСР з корпоративного управління на підприємствах державної форми власності 2024, видавництво ОЕСР, Париж, <https://doi.org/10.1787/8d61003c-uk> (дата звернення 26.04.2026).

147. Річний звіт Фонду часткового гарантування кредитів у сільському господарстві за 2024 рік. URL: <https://pcgf.com.ua/fund/richni-zviti> (дата звернення 26.04.2026).

148. Земельний банк 2.0: виклики та перспективи розвитку. Юридична газета. URL: <https://yur-gazeta.com/publications/practice/zemelne-agrarne-pravo/zemelniy-bank-20-vikliki-ta-perspektivi-rozvitku.html> (дата звернення 26.04.2026).

ДОДАТКИ

Додаток №1

Таблиця №1 мінімальна кількість
або співвідношення незалежних
директорів у наглядовій раді

Країна	Мінімальна кількість		Мінімальне співвідношення		
	1 особа	2-3 особи	20-30%	33%	50%
Австралія					+
Канада		+			
Чилі	+				
Китай				+	
Колумбія			+		
Коста Рика		+			
Греція		+		+	
Гонконг		+		+	
Індія				+	+
Ірландія					+
Ізраїль		+			
Корея		+			+
Малайзія		+		+	
Мексика			+		
Нова Зеландія		+			
Перу				+	
Саудівська Аравія		+		+	
Сінгапур				+	
Південна Африка					+
Іспанія		+			
Швеція					+
Туреччина		+		+	
Сполучене Королівство					+
Сполучені Штати					+

Додаток №2

Таблиця №2 список
найкращих підприємств

	Підприємство	ОП Ф	Уповноважений орган управління	Держав на частка	Веб-сайт	Структур а управління	Коміте т з питан ь аудиту	Комітет з питань винагоро ди	Комітет з питань призначе нь
1	АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "УКРНАФТОПРОДУКТ" (АТ "УКРНАФТОПРОДУКТ")	ПрА Т	ФДМУ	50%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Так	Так	Так
2	ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ДЕРЖАВНИЙ ЕКСПОРТНО- ІМПОРТНИЙ БАНК УКРАЇНИ"	ПАТ	Кабмін	100%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Так	Так	Так
3	ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ДЕРЖАВНИЙ ОЩАДНИЙ БАНК УКРАЇНИ"	ПАТ	Кабмін	100%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Так	Так	Так
4	ПРИВАТНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "НАЦІОНАЛЬНА ЕНЕРГЕТИЧНА КОМПАНІЯ "УКРЕНЕРГО"	ПрА Т	Міненерго	100%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Так	Так	Так
5	ПАТ "НАФТОХІМІК ПРИКАРПАТТЯ"	ПАТ	ФДМУ	26%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Так	Ні	Ні

6	АТ "Кіровоградське рудоуправління"	АТ	ФДМУ	52,70%	Так (посилання)	Дворівнев а	Ні	Ні	Ні
7	АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "УКРАЇНСЬКІ ЕНЕРГЕТИЧНІ МАШИНИ" (АТ "УКРЕНЕРГОМАШИНИ")	АТ	Кабмін	75,20%	Так (посилання)	Дворівнев а	Так	Так	Так
8	АТ НАЦІОНАЛЬНА АКЦІОНЕРНА КОМПАНІЯ "ЕНЕРГЕТИЧНА КОМПАНІЯ УКРАЇНИ"	АТ	ФДМУ	100%	Так (посилання)	Дворівнев а	Так	Так	Так
9	АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "УКРАЇНСЬКИЙ НАУКОВО-ДОСЛІДНИЙ ІНСТИТУТ ВОГNETРИВІВ ІМЕНІ А.С. БЕРЕЖНОГО" (АТ "УКРНДІВ ІМЕНІ А.С. БЕРЕЖНОГО")	АТ	ФДМУ	60,80%	Так (посилання)	Дворівнев а	Так	Так	Так
10	АТ "ЗАПОРІЗЬКИЙ ВИРОБНИЧИЙ АЛЮМІНІЄВИЙ КОМБІНАТ"	АТ	ФДМУ	97,50%	Так (посилання)	Дворівнев а	Так	Так	Так
11	ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ОДЕСЬКИЙ ПРИПОРТОВИЙ ЗАВОД" (АТ "ОПЗ")	ПАТ	ФДМУ	99,50%	Так (посилання)	Дворівнев а	Так	Так	Так
12	ВАТ "КОЛОМІЙСЬКИЙ ЗАВОД СІЛЬСЬКОГОСПОДАРСЬКИХ МАШИН"	ВАТ	ФДМУ	93,40%	Так (посилання)	Дворівнев а	Так	Так	Так

13	ПРИВАТНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "КОРОСТЕНСЬКИЙ ЗАВОД ЗАЛІЗОБЕТОННИХ ШПАЛ"	ПрАТ	Державна адміністрація залізничного транспорту України	100%	Так (посилання)	Дворівнев а	Так	Ні	Ні
14	ВАТ "ТЕРНОПІЛЬСЬКЕ ОБ'ЄДНАННЯ "ТЕКСТЕРНО"	ВАТ	ФДМУ	25%	Так (посилання)	Дворівнев а	Ні	Ні	Ні
15	ТОВ "Метордеталь-Конотоп"	ТОВ	ФДМУ	100%	Так (посилання)	Однорівне ва	Ні	Ні	Ні
16	АТ "МОТОР БАНК"	АТ	ФДМУ	100%	Так (посилання)	Дворівнев а	Так	Так	Так
17	ТОВ "Миколаївський глиноземний завод"	ТОВ	ФДМУ	100%	Так (посилання)	Однорівне ва	Ні	Ні	Ні
18	ПрАТ "ІВАНКІВРИБСІЛЬГОСП"	ПрАТ	ФДМУ	0,06%	Так (посилання)	Дворівнев а	Ні	Ні	Ні
19	ПРИВАТНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ЛЬВІВСЬКИЙ ЛОКОМОТИВОРЕМОНТНИЙ ЗАВОД"	ПрАТ	Міністерство розвитку громад та територій України	100%	Так (посилання)	Однорівне ва	Ні	Ні	Ні
20	ПРИВАТНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ЗАПОРІЗЬКИЙ ЕЛЕКТРОВОЗОРЕМОНТНИЙ ЗАВОД"	ПрАТ	Міністерство розвитку громад та територій України	100%	Так (посилання)	Однорівне ва	Ні	Ні	Ні

21	ПРИВАТНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ХАРКІВСЬКИЙ ЕЛЕКТРОТЕХНІЧНИЙ ЗАВОД "ТРАНСЗВ'ЯЗОК"	ПрА Т	ФДМУ	100%	Так (посиланн я)	Однорівне ва	Ні	Ні	Ні
22	ПрАТ "УКРАЇНСЬКЕ ДУНАЙСЬКЕ ПАРОПЛАВСТВО"	ПрА Т	Міністерство розвитку громад та територій України	100%	Так (посиланн я)	Однорівне ва	Ні	Ні	Ні
23	ПРИВАТНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "УКРАЇНСЬКИЙ ІНСТИТУТ ІЗ ПРОЕКТУВАННЯ І РОЗВИТКУ ІНФОРМАЦІЙНО- КОМУНІКАЦІЙНОЇ ІНФРАСТРУКТУРИ "ДІПРОЗВ'ЯЗОК"	ПрА Т	Адміністрація державної служби спеціального зв'язку та захисту інформації України	100%	Так (посиланн я)	Однорівне ва	Ні	Ні	Ні
24	ПРИВАТНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ТУРИСТИЧНИЙ КОМПЛЕКС "ЧЕРЕМОШ"	ПрА Т	ФДМУ	0,02%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Ні	Ні	Ні
25	Приватне акціонерне товариство "Київ-Дніпровське міжгалузеве підприємство промислового залізничного транспорту"	ПрА Т	Міністерство розвитку громад та територій України	100%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Так	Так	Так
26	ПРАТ "РЕАЛІЗАЦІЙНА БАЗА"	ПрА Т	ФДМУ	0,02%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Ні	Ні	Ні
27	АТ "ОРІАНА"	АТ	ФДМУ	99,90%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Ні	Ні	Ні

28	АТ "СУМИХІМПРОМ"	ПАТ	ФДМУ	99,90%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Так	Так	Так
29	АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ХАРКІВСЬКИЙ НАУКОВО- ДОСЛІДНИЙ ТА ПРОЕКТНО- КОНСТРУКТОРСЬКИЙ ІНСТИТУТ "ЕНЕРГОПРОЕКТ" (АТ ХІ "ЕНЕРГОПРОЕКТ")	АТ	Міністерство енергетики України	50%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Так	Так	Так
30	АТ "Київський завод "Радар"	АТ	ДЕРЖАВНИЙ КОНЦЕРН "УКРОБОРОНП ОМ" (перетворено на АТ "Українська оборонна промисловість"	100%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Ні	Ні	Ні
31	АТ "ЗАВОД "РАДІОРЕЛЕ"	АТ	ФДМУ	100%	Так (посиланн я)	Однорівне ва	Ні	Ні	Ні
32	ПАТ "Науково-дослідний інститут електромеханічних приладів"	ПАТ	ФДМУ	94,44%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Ні	Ні	Ні
33	ВАТ "Меридіан" ім. С.П. Корольова	ВАТ	ДЕРЖАВНИЙ КОНЦЕРН "УКРОБОРОНП ОМ" (перетворено на АТ "Українська оборонна промисловість"	50,001	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Ні	Ні	Ні

34	ПрАТ "АВТОКРАЗ"	ПрАТ	Міністерство оборони України	100%	Так (посилання)	Дворівнева	Ні	Ні	Ні
35	АТ "УКРНАФТА"	АТ	Міністерство оборони України	49,99%	Так (посилання)	Дворівнева	Ні	Ні	Ні
36	АТ "МОТОР СІЧ"	АТ	Міністерство оборони України	100%	Так (посилання)	Дворівнева	Так	Так	Так
37	ТОВ "КРЕМЕНЧУЦЬКА ТЕЦ"	ТОВ	Міністерство оборони України	100%	Так (посилання)	Однорівнева	Ні	Ні	Ні
38	АТ "ХАРТРОН"	АТ	Національне космічне агентство України	50%	Так (посилання)	Дворівнева	Ні	Ні	Ні
39	ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО КОМЕРЦІЙНИЙ БАНК "ПРИВАТ БАНК"	ПАТ	Міністерство фінансів України	100%	Так (посилання)	Дворівнева	Так	Так	Так
40	АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "КИЇВСЬКИЙ НАУКОВО-ДОСЛІДНИЙ ТА ПРОЕКТНО-КОНСТРУКТОРСЬКИЙ ІНСТИТУТ "ЕНЕРГОПРОЕКТ" (АТ КІЕП)	АТ	ФДМУ	25%	Так (посилання)	Дворівнева	Так	Ні	Ні
41	ТОВАРИСТВО З ОБМЕЖЕНОЮ ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ "ПАТОН ТУРБАЙН ТЕКНОЛОДЖІЗ"	ТОВ	Національна академія наук України	49%	Так (посилання)	Однорівнева	Ні	Ні	Ні

42	ПРИВАТНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ХАРКІВЕНЕРГОЗБУТ"	ПрА Т	ФДМУ	65,00%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Так	Так	Так
43	ФОНД РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМНИЦТВА	Фон д	Міністерство фінансів України	100%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Так	Так	Так
44	ПРИВАТНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "УКРГІДРОЕНЕРГО"	ПрА Т	Кабінет Міністрів України	100%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Так	Ні	Ні
45	АТ "НАЦІОНАЛЬНА АТОМНА ЕНЕРГОГЕНЕРУЮЧА КОМПАНІЯ "ЕНЕРГОАТОМ" (АТ "НАЕК" Енергоатом")	АТ	Кабінет Міністрів України	100%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Так	Так	Так
46	ПрАТ "АТОМПРОФОЗДОРОВНИЦЯ "	ПрА Т	ФДМУ	30%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Ні	Ні	Ні
47	Публічне акціонерне товариство "Укрпошта"	ПАТ	Міністерство розвитку громад та територій України	100%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Так	Так	Так
48	ПРИВАТНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ПО ВИРОБНИЦТВУ ІНСУЛІНІВ "ІНДАР" (ПРАТ "ІНДАР")	ПрА Т	ФДМУ	70,70%	Так (посиланн я)	Однорівне ва	Ні	Ні	Ні

49	ТОВ ""ДОСЛІДНИЙ ЗАВОД ЗВАРЮВАЛЬНИХ МАТЕРІАЛІВ ІНСТИТУТУ ЕЛЕКТРОЗВАРЮВАННЯ ІМ.Є.О.ПАТОНА НАЦІОНАЛЬНОЇ АКАДЕМІЇ НАУК УКРАЇНИ" (ТОВ "ДЗЗМ ІЕЗ ІМ.Є.О.ПАТОНА НАНУ")	ТОВ	ФДМУ	5,71%	Так (посиланн я)	Однорівне ва	Ні	Ні	Ні
50	АТ "ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ РАДІОЗАВОД "ОРІОН"	АТ	ФДМУ	0,06%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Ні	Ні	Ні
51	ПАТ "ЦЕНТРЕНЕРГО"	ПАТ	ФДМУ	78,29%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Так	Так	Так
52	Акціонерне товариство "Національна суспільна телерадіокомпанія України"	АТ	Державний комітет телебачення і радіомовлення України	100%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Так	Так	Так
53	АТ "Українсько видавничо- поліграфічне об'єднання"	АТ	Державний комітет телебачення і радіомовлення України	100%	Так (посиланн я)	Однорівне ва	Ні	Ні	Ні
54	ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ДОНБАСЕНЕРГО"	ПАТ	ФДМУ	25%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Так	Так	Так
55	ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО АКЦІОНЕРНИЙ БАНК "УКРГАЗБАНК"	ПАТ	Міністерство фінансів України	94,94%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Так	Так	Так
56	АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "СМОЛИ"	АТ	ФДМУ	100%	Так (посиланн я)	Однорівне ва	Ні	Ні	Ні

57	Публічне Акціонерне Товариство "Національний депозитарій України"	ПАТ	Національний банк України	25%	Так (посилання)	Дворівнева	Так	Так	Так
58	НАЦІОНАЛЬНА АКЦІОНЕРНА КОМПАНІЯ "НАФТОГАЗ УКРАЇНИ"	НАК	Кабінет Міністрів України	100%	Так (посилання)	Дворівнева	Так	Так	Так
59	АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ПЕРШИЙ ІНВЕСТИЦІЙНИЙ БАНК"	АТ	Міністерство розвитку громад та територій України	88,89%	Так (посилання)	Дворівнева	Так	Так	Так
60	НАЦІОНАЛЬНА АКЦІОНЕРНА КОМПАНІЯ "УКРАГРОЛІЗИНГ"	НАК	ФДМУ	100%	Так (посилання)	Дворівнева	Так	Так	Так
61	Приватне акціонерне товариство "Національна акціонерна компанія "Надра України"	ПрАТ	Державна служба геології та надр України	100%	Так (посилання)	Однорівнева	Ні	Ні	Ні
62	ДЕРЖАВНА АКЦІОНЕРНА КОМПАНІЯ "АВТОМОБІЛЬНІ ДОРОГИ УКРАЇНИ"	ДАК	Державна служба автомобільних доріг України	100%	Так (посилання)	Дворівнева	Ні	Ні	Ні
63	ПрАТ "УКРПРОФОЗДОРРОВНИЦЯ"	ПрАТ	Пенсійний фонд України	7,08%	Так (посилання)	Дворівнева	Ні	Ні	Ні
64	ПрАТ "ОДЕСЬКА КІНОСТУДІЯ"	ПрАТ	ФДМУ	50%	Так (посилання)	Дворівнева	Ні	Ні	Ні

65	АТ "НАУКОВО-ТЕХНІЧНИЙ КОМПЛЕКС "ЕЛЕКТРОНПРИЛАД"	АТ	ДЕРЖАВНИЙ КОНЦЕРН "УКРОБОРОНПРОМ" (перетворено на АТ "Українська оборонна промисловість"	91,77%	Так (посилання)	Дворівнев а	Так	Так	Так
66	Публічне акціонерне товариство "ДЕРЖАВНА ПРОДОВОЛЬЧО-ЗЕРНОВА КОРПОРАЦІЯ УКРАЇНИ"	ПАТ	Міністерство економіки України	100%	Так (посилання)	Дворівнев а	Так	Ні	Ні
67	АТ «Сумський завод насосного та енергетичного машинобудування «Насосенергомаш»	АТ	ФДМУ	90,61%	Так (посилання)	Дворівнев а	Так	Так	Так
68	АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ОПЕРАТОР РИНКУ"	АТ	Міністерство енергетики України	100%	Так (посилання)	Дворівнев а	Так	Так	Так
69	ТОВАРИСТВО З ОБМЕЖЕНОЮ ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ "ОПЕРАТОР ГАЗОТРАНСПОРТНОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ"	ТОВ	Міністерство енергетики України	100%	Так (посилання)	Дворівнев а	Так	Так	Так
70	АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "УКРАЇНСЬКІ РОЗПОДІЛЬНІ МЕРЕЖІ"	АТ	Міністерство енергетики України	100%	Так (посилання)	Дворівнев а	Так	Так	Так
71	АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "АГРАРНИЙ ФОНД"	АТ	ФДМУ	100%	Так (посилання)	Дворівнев а	Так	Так	Так

72	ТОВАРИСТВО З ОБМЕЖЕНОЮ ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ "ЗАПОРІЗЬКИЙ ТИТАНО- МАГНІЄВИЙ КОМБІНАТ"	ТОВ	ФДМУ	51%	Так (посиланн я)	Однорівне ва	Ні	Ні	Ні
73	АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "УКРАЇНСЬКА ЗАЛІЗНИЦЯ"	АТ	Кабінет Міністрів України	100%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Так	Так	Так
74	АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "Фонд декарбонізації України"	АТ	Державне агентство з енергоефективност і та енергозбереження України	100%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Так	Так	Так
75	ПРИВАТНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "ЕКСПОРТНО-КРЕДИТНЕ АГЕНСТВО"	ПрА Т	Міністерство економіки України	100%	Так (посиланн я)	Дворівнев а	Так	Так	Так
76	ТОВАРИСТВО З ОБМЕЖЕНОЮ ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ "ДЕРЖАВНИЙ ЗЕМЕЛЬНИЙ БАНК"	ТОВ	ФДМУ	100%	Так (посиланн я)	Однорівне ва	Ні	Ні	Ні