

Розділ 7. Маркетинг, підприємництво, торгівля та біржова діяльність

УДК 336.767.2

МЕХАНІЗМ ЗАХИСТУ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ ВІД НЕДРУЖНЬОГО ПОГЛИНАННЯ ПРИ ПУБЛІЧНІЙ ЕМІСІЇ АКЦІЙ НА ФОНДОВИХ БІРЖАХ

Мігус І.П.

*д.е.н., професор, професор кафедри управління фінансово-економічною безпекою, Університет «КРОК», м. Київ, вул. Табірна, 30-32, 03113, Україна, тел.: (044)-455-57-07, e-mail.:irynamp@krok.edu.ua
ORCID: 0000-0001-6939-9097, DOI : <https://doi.org/10.31732/2663-2209-2019-53-139-144>*

THE MECHANISM OF PROTECTION OF JOINT STOCK COMPANIES FROM UNFRIENDLY TAKEOVER AT THE PUBLIC ISSUE OF SHARES IN STOCK EXCHANGES

Mihus I.

*doctor of economics, professor, professor of the management of financial and economic security department, «KROK» University, Kyiv, st. Tabirna, 30-32, 03113, Ukraine, tel.: (044)-455-57-07, e-mail.:irynamp@krok.edu.ua
ORCID: 0000-0001-6939-9097, DOI : <https://doi.org/10.31732/2663-2209-2019-53-139-144>*

Анотація. Проблема реформування і трансформації відносин власності залишається актуальною для вітчизняної економіки до цього часу. У той час як завдання демонополізації і роздержавлення економіки вважається виконаним, питання забезпечення ефективної реалізації формами власності своїх соціально-економічних функцій, становлення ефективного індивідуального власника, підвищення ефективності використання об'єктів власності та збільшення доходів від власності залишаються відкритими. На сьогодні в Україні постала гостра необхідність створення та розвитку високорентабельних, великих підприємств, які підвищать конкурентоспроможність національної економіки, забезпечать створення робочих місць і зростання ВВП країни. Боргові джерела фінансування на даний момент є занадто дорогими і тому непривабливими для підприємств. В таких умовах одним із найбільш очевидних шляхів залучення фінансових ресурсів для господарських товариств є емісія і розміщення акцій. Таким чином, в рамках загального процесу антикризового реформування вітчизняної економіки особливе місце належать акціонерній власності. За таких умов дослідження механізм захисту акціонерних товариств від недружнього поглинання при публічній емісії акцій набуває особливої актуальності. Для кожного акціонерного товариства в сучасних економічних умовах досить гостро стоїть питання забезпечення економічної безпеки, особливо актуальним воно є за умови залучення додаткового капіталу шляхом випуску акцій. Саме за цих обставин на акціонерне товариство здійснюють вплив як внутрішні загрози, пов'язані із корпоративним управлінням, так і зовнішні загрози, пов'язані із діями фінансових посередників, органів державного регулювання, змінами кон'юнктури ринку тощо. У статті досліджено поняття «вороже (недружнє) поглинання» у працях зарубіжних та вітчизняних авторів, встановлено їх спільні та відмінні риси. Визначено основні ознаки, притаманні системі захисту від ворожого поглинання. Розроблено авторську систему захисту акціонерних товариств від недружнього поглинання при публічній емісії акцій з урахуванням вимог українського законодавства. Встановлено можливість її використання в діяльності акціонерних товариств України.

Ключові слова: акціонерне товариство, акціонер, акція, емісія, розміщення акцій, поглинання, фінансові посередники

Формули: 0, рис.: 1, табл.: 0, бібл.: 8

Annotation. The problem of reforming and transforming property relations remains relevant for the domestic economy to this day. While the task of demonopolization and denationalization of the economy is considered to be fulfilled, the issue of ensuring the effective realization of the forms of ownership of their socioeconomic functions, the formation of an effective individual owner, increasing the efficiency of the use of property objects and increasing property income remain open. Today, in Ukraine, there was an urgent need to create and develop highly profitable, large enterprises, which will increase the competitiveness of the national economy, provide job creation and GDP

growth of the country. Debt financing sources are currently too costly and therefore unattractive to businesses. In such conditions, one of the most obvious ways of attracting financial resources for business partnerships is the issue and placement of shares. Thus, in the framework of the general process of anti-crisis reform of the domestic economy, special place belongs to joint-stock ownership. Under such conditions, the mechanism of protection of joint stock companies from hostile takeovers in the public issue of shares becomes particularly relevant. For each joint-stock company, in today's economic environment, the issue of ensuring economic security is very acute, especially if it is subject to the involvement of additional capital through the issue of shares. It is in these circumstances that the joint-stock company is influenced both by internal threats related to corporate governance and external threats related to the actions of financial intermediaries, state regulation bodies, changes in the market situation, etc. The article investigates the concept of "hostile (unfriendly) absorption" in the works of foreign and domestic authors, their common and distinctive features are established. The basic signs inherent to the system of protection against hostile takeovers are determined. An author's system of protection of joint stock companies from unfriendly takeover at the public issue of shares is developed, taking into account the requirements of Ukrainian legislation. Possibilities of its use in activity of joint-stock companies of Ukraine are established.

Key words: stock company, shareholder, share, issue, placement, takeover, financial intermediaries.

Formulas: 0, **fig.:** 1, **tabl.:** 0, **bibl.:** 8

Постановка проблеми. У процесі приватизації, що проходила в Україні переважно у формі акціонування державних і муніципальних підприємств, відбувся перерозподіл власності та сфер управління. Нові власники зіштовхнулися з проблемою формування такої системи управління, яка б ураховувала інтереси акціонерів - власників акцій, управлінського персоналу - менеджерів і працівників акціонерного товариства. На практиці виникла необхідність обирати стратегію розвитку кожного акціонерного товариства й погоджувати інтереси його учасників.

В сучасних економічних умовах, що будь-яке акціонерне товариство в процесі своєї діяльності відчуває на собі загрози недружнього (ворожого) поглинання та/або втягнення у корпоративний конфлікт. Причинами таких конфліктів є боротьба інвесторів за контроль над акціонерним товариством, протиріччя між інтересами великих (мажоритарних) і дрібних (міноритарних) акціонерів, акціонерів і менеджменту товариства тощо.

Останні голосні приклади поглинань чітко показали, що перешкод для використання різноманітних методів та інструментів практично не існує особливо у зв'язку з прийняттям Закону України «Про акціонерне товариство» [1], який зобов'язав всі акціонерні товариства привести свою діяльність у відповідність із цим законом до 30 квітня 2011 року, а також змінити форму випуску вже

існуючих акцій із документарної форми на бездокументарну вже до 29 жовтня 2010 року. Відтепер всі акціонерні товариства, які у відповідно із Законом стали публічними, повинні всі випуски акцій розміщувати публічно через фондові біржі та постійно залишатися у біржовому списку хоча б однієї української біржі.

Саме тому об'єктивно необхідною стає створення системи захисту акціонерних товариств від недружнього поглинання при публічній емісії акцій.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Останнім часом темі ворожого поглинання та захоплення посвячено досить велика кількість матеріалів наукового та публіцистичного характеру. Одним із перших дослідників даної проблеми став російський науковець і практик М. Іонцев, який зазначає, що «під недружнім поглинанням компанії чи активу розуміється встановлення над цією компанією чи активом повного контролю як у юридичному, так і у фізичному значенні всупереч бажанню менеджменту та/чи власника» [2].

Плешакова О. визначаючи особливості етимології «вороже поглинання», вказує на те, що найчастіше під цим поняттям розуміють поглинання, що базується на проблемах у законодавстві та жорсткі поглинання із залученням корумпованих чиновників [3]. Рудик Н., в залежності від відношення управлінського персоналу акціонерного товариства до угоди про його поглинання, недружнє поглинання визначає, як поглинання, при якому

керівний склад підприємства – об'єкта поглинання не погоджується з угодою та здійснює ряд протиправних дій [4]. Пилаєв І., Тухіхін В. та інші автори [5] визначають «недружнє поглинання», як комплексну сферу діяльності, що має теоретичні та, в певному сенсі, наукові основи, законодавчу та практичну сферу застосування, а також історичні корені.

Електронна інтернет-енциклопедія «Вікіпедія» під поглинанням (англ. Take-Over) розуміє «купівлю однієї компанії іншою компанією або групою інвесторів, яке, як правило, відбувається за ініціативою покупця і без повної згоди компанії, яку хочуть придбати» [6]. На думку редакції журналу «Ворожі поглинання в Україні» під терміном «вороже (недружнє) поглинання слід розуміти встановлення контролю за акціонерним товариством (чи активами товариства) не дивлячись на відсутність згоди власника, або примус останнього на надання такої згоди [7].

Саме розуміння ворожого (недружнього) поглинання, способів та механізмів його здійснення суттєво відрізняється в розумінні зарубіжних та вітчизняних науковців. Якщо у іноземних юрисдикціях недружнє поглинання означає купівлю акцій на біржі, яка здійснюється проти волі менеджменту компанії та/чи власників найбільш великих пакетів акцій, та як у Росії, так і в Україні, недружнє поглинання найчастіше являють собою встановлення контролю над компанією із застосуванням протиправних методів та засобів, які часто супроводжуються отриманням права власності на акції компанії проти волі їх справжніх власників. На думку автора, обидва визначення заслуговують на увагу та в сукупності в повній мірі характеризують зазначені проблему.

Розглянуті наукові праці на достатньо високому рівні вивчають питання ворожого (недружнього) поглинання, проте саме трансформація відкритих і закритих акціонерних товариств у публічні та приватні, відповідно до Закону України «Про акціонерні товариства», відкриває

ряд недосліджених питань, скориставшись якими зацікавлені особи зможуть здійснити поглинання найближчим часом. Саме тому розробка системи захисту акціонерних товариств від недружнього поглинання при публічній емісії акцій повинна допомогти власникам та керівництву акціонерних товариств налагодити роботу таким чином, щоб запобігти ворожим поглинанням.

Формування цілей статті. Метою даного дослідження є розробка системи захисту акціонерного товариства від недружнього поглинання при публічній емісії акцій.

Для досягнення мети були поставлені наступні завдання:

дослідити поняття «вороже (недружнє) поглинання» у працях зарубіжних та вітчизняних авторів,

розробити авторську систему захисту акціонерних товариств від недружнього поглинання при публічній емісії акцій з урахуванням вимог українського законодавства,

встановити можливості її використання в діяльності акціонерних товариств України.

Виклад основного матеріалу дослідження. Формування системи захисту акціонерних товариств від недружнього поглинання при публічній емісії акцій, на нашу думку, повинно відбуватись відповідно до загальної теорії систем, яка передбачає відповідність даної системи наступним ознакам:

- *взаємний зв'язок елементів системи* – акціонерне товариство, акціонерний капітал, акціонери, акція;

- *взаємопов'язані, але незалежні елементи системи* – акціонери, Загальні збори акціонерів, Правління, Наглядова рада, Ревізійна комісія, корпоративний секретар;

- *чітка регламентація взаємовідносин між елементами системи захисту* – Конституція, Закони України, Постанови, Рішення та інші нормативно-правові акти, а також установчі документи АТ (Статут публічного (приватного) АТ; Положення про Наглядову раду;

Положення про Виконавчий орган (правління); Положення про Ревізора/Ревізійну комісію; Положення про Загальні збори акціонерів; Положення про Інформаційну політику; Кодекс корпоративного управління);

- *якісна відмежованість елементів системи від зовнішнього середовища* – виконавчий орган (Правління) акціонерного товариства.

Отже, система захисту акціонерних товариств від недружнього поглинання при публічній емісії акцій має всі ознаки, притаманні будь-якій системі у відповідності із загальною теорією систем [8, С. 25-27].

На думку автора, формування системи захисту акціонерних товариств від недружнього поглинання при публічній емісії акцій повинно відбуватись у такій послідовності (рис. 1).

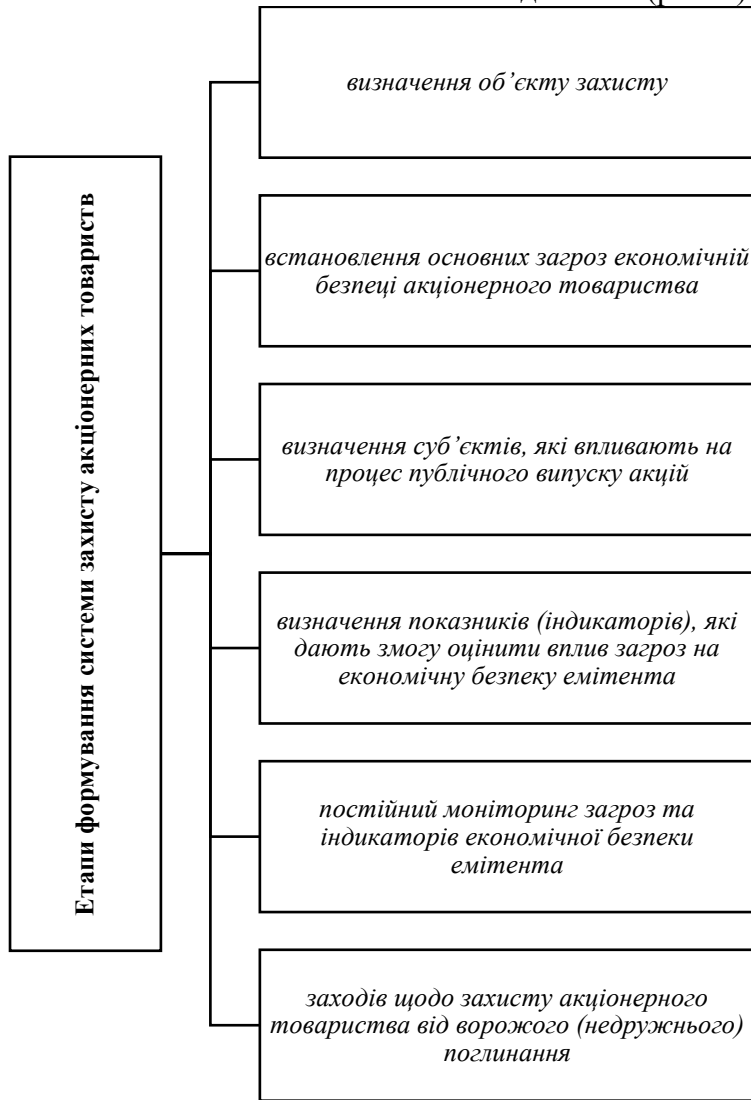


Рис. 1. Етапи формування системи захисту акціонерних товариств від недружнього поглинання при публічній емісії акцій

На *першому етапі* відбувається визначення об'єкту захисту, яким у нашому випадку є акціонерне товариство та його акціонерна власність.

На *другому етапі* встановлюються основні загрози економічній безпеці

акціонерного товариства в процесі публічного випуску акцій на фондовому ринку. Основні загрози, які становлять небезпеку для акціонерного товариства, можна класифікувати на:

- загрози, пов'язані з підготовкою до випуску та розміщення акцій;
- загрози, пов'язані з випуском та публічним розміщенням акцій;
- загрози, пов'язані з отриманням акціонерним товариством статусу публічного.

На *третьому етапі* визначаються суб'єкти, які здійснюють прямий або опосередкований вплив на процес публічного випуску акцій. На нашу думку, такі суб'єкти можна розподілити на:

- *внутрішні* (акціонери, Загальні збори акціонерів, Правління, Наглядова рада, Ревізійна комісія);
- *зовнішні* (реєстратори прав власності на цінні папери, зберігачі цінних паперів, фондова біржа, рейтингові агентства).

На *четвертому етапі*, після встановлення та дослідження основних загроз, визначаються показники (індикатори), які дають змогу в повній мірі оцінити вплив зазначених загроз на економічну безпеку акціонерного товариства. На думку автора, слід використовувати дві основні групи показників:

- показники оцінки фінансового стану акціонерного товариства;
- показники оцінки результатів емісії.

Особливістю використання даних показників є визначення їх у динаміці не менше як за три роки до запланованої публічної емісії акцій та після неї.

Для більш повного уявлення про економічну ситуацію, що склалась на акціонерному товаристві під час проведення публічної емісії та після неї, слід використовувати інтегральні показники, якими, на думку автора, є рейтинг корпоративного управління акціонерного товариства та методика інтегральної оцінки рівня економічної безпеки акціонерного товариства при емісії акцій.

На даному етапі встановлюються граничні значення показників, а також пояснюється методологія присвоєння рейтингу корпоративного управління та

визначення інтегрального показника рівні економічної безпеки.

На *п'ятому етапі* проводиться постійний моніторинг за такими напрямками, як:

- основні загрози, які становлять небезпеку для акціонерного товариства в процесі емісії акцій;
- розкриття інформації про емісійну діяльність акціонерного товариства у законодавчо визначених межах та розголошення інсайдерської інформації;
- коливання ринкової ціни на випущені акції на біржовому та позабіржовому ринках;
- відхилення від граничних значень показників та рейтингів, що дозволяє своєчасно відреагувати на економічну ситуацію, що склалась.

На даному етапі також встановлюються відповідальні особи, що здійснюють моніторинг. Ними можуть бути: фінансово-аналітична служба підприємства, служба внутрішнього аудиту та/або служба економічної безпеки акціонерного товариства.

На *шостому етапі* здійснюється розробка заходів щодо захисту акціонерного товариства від ворожого (недружнього) поглинання шляхом усунення негативного впливу загроз діяльності акціонерного товариства в процесі емісії акцій та набуття статусу публічної компанії.

Основними з таких заходів можуть бути:

- приведення установчих документів акціонерного товариства у відповідність до Закону України «Про акціонерні товариства» та світовому досвіду запобігання ворожих поглинань,
- дотримання нормативних актів Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку щодо реєстрації випуску акцій або визнання його недійсним тощо);
- реалізація переважного права акціонерів товариства на придбання акцій наступної емісії в порівнянні із зовнішніми інвесторами, що дозволить, в деякій мірі, зменшити загрозу поглинання;

- розробка схем руху інформації в межах акціонерного товариства щодо емісії акцій та встановлення відповідальних осіб за її зовнішнє розповсюдження;

- налагодження роботи із депозитарієм та зберігачами цінних паперів, випущених у бездокументарній формі, з метою недопущення захоплення електронного реєстру власників та протиправним діям;

- моніторинг ринкового курсу раніше випущених акцій та встановлення впливу нової емісії на їх курс, а також звернення до брокерських контор для підтримання курсу на необхідному рівні;

- налагодження роботи з рейтинговими агентствами щодо визначення рейтингу корпоративного управління та його підтримку протягом визначеного часу;

- створення та налагодження ефективної роботи служби економічної безпеки в акціонерному товаристві з метою моніторингу рівня економічної безпеки в процесі емісії акцій та після набуття акціонерним товариством статусу публічного тощо.

Висновки. Слід зазначити, що пошук рішень, спрямованих на підвищення рівня захищеності акціонерної форми власності від ворожого (недружнього) поглинання в процесі емісії акцій та їх публічному розміщенні на ринку цінних паперів, є одним із найгостріших завдань. Це обумовлено тим, що незаконні дії, пов'язані з недружніми поглинаннями акціонерних товариств, розкраданням цінних паперів, шахрайськими діями щодо позбавлення акціонерів власності, стали, на жаль, звичайним явищем сучасного економічного життя.

Формування системи захисту акціонерних товариств від недружнього поглинання при публічній емісії акцій, а також методичні рекомендації щодо її впровадження в практику українських акціонерних товариств, сприяють підвищенню керованості й навіть росту ринкової вартості компанії, крім

досягнення основної мети й поліпшення загального економічного стану.

Література:

1. Про акціонерне товариство : Закон України редакція від 17.09.2008 р. URL : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=514-17>.
2. Ионцев М. Г. Корпоративные захваты: слияния, поглощения, гринмэйл. Москва : Высь-89. 2005. 258 с.
3. Плешакова О. А. Затраты на враждебное поглощение в десятки раз ниже стоимости объекта. *Коммерсант*. 2004. №12. С.20.
4. Рудык Н. Захват предприятий и защита от захвата. Москва, 2007. С.47
5. Пылаев И., Тутыхин В. Руководство по враждебным поглощениям или искусство корпоративных воин. Москва, 2004. 215 с.
6. «Вікіпедія»: інтернет-енциклопедія. URL : <http://uk.wikipedia.org/wiki/Поглинання>
7. Журнал «Ворожі поглинання в Україні»: URL : <http://www.advisers.ru/glossary>
8. Дудник І. М. Вступ до загальної теорії систем. Київ : Кондор, 2009.205 с.

Reference:

1. About Joint-Stock Company: Law of Ukraine edited on September 17, 2008 URL: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=514-17>.
2. Iontsev, M. G. (2005) *Korporativnye zakhvaty: slyianyia, pohloshcheniia, hrynmeil*. [Corporate capture: mergers, acquisitions, greenmail], Vis-89, Moscow, Russia.
3. Pleshakova, O. A. (2004) "The cost of hostile takeover is ten times lower than the value of the object", *Kommersant*, №12. p. 20.
4. Rudyk, N. (2007) *Zakhvat predpriiatyi y zashchyta ot zakhvata* [Capture of enterprises and protection from capture], Moscow, Russia.
5. Pylaev, I. Tutykhin, V. (2004) *Rukovodstvo po vrazhdebnyim pohloshchenyiam yly ysskustvo korporativnykh voyn* [Manual of hostile takeovers or the art of corporate warriors], Moscow, Russia.
6. «Wikipedia»: Internet Encyclopedia. URL: <http://uk.wikipedia.org/wiki/Energy>
7. Magazine "Hostile Absorption in Ukraine": URL: <http://www.advisers.ru/glossary>.
8. Dudnik, I. M. (2009) *Vstup do zahalnoi teorii system* [Introduction to the general theory of systems], Kondor, Kyiv, Ukraine.

Стаття надійшла до редакції 22.02.2019 р.