

УДК 339.330.8

## НОРМАТИВНО-ПРАВОВЕ РЕГЛАМЕНТУВАННЯ РЕАЛІЗАЦІЇ ІНТЕРЕСІВ ВЛАСНИКІВ КОРПОРАТИВНИХ ПРАВ В ПРОЦЕСІ ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ КОМПАНІЙ

О. Ковалюк, М. Рубаха

*Львівський національний університет імені Івана Франка  
м. Львів, проспект Свободи, 18.  
e-mail: oleksiy.kovalyuk@gmail.com  
e-mail: mariya.rubakha@gmail.com*

*Розглянуто нормативно-правове забезпечення корпоративного управління суб'єктів господарювання та законодавче забезпечення можливостей уникнення корпоративних конфліктів в процесі формування фінансового капіталу компаній в Україні*

***Ключові слова:** корпоративне управління, мажоритарні акціонери, акціонерне товариство, міноритарні акціонери, грінмейл, корпоративний конфлікт*

**Вступ.** Розвиток ринкових відносин в Україні та досвід зарубіжних країн визначають високу залежність результатів фінансово-господарської діяльності бізнес-структур від достатності залученого фінансового капіталу, що вирішує задачі фінансового забезпечення виконання будь-яких управлінських рішень.

Широкими можливостями акумуляції фінансових ресурсів володіють підприємства корпоративного сектору, однак через особливості цієї організаційно-правової форми господарювання, складним є процес прийняття управлінських рішень в корпораціях, зокрема, щодо формування капіталу, оскільки мобілізація капіталу підприємства з різних джерел передбачає можливу зміну структури власності, а отже одночасно зачіпає фінансові інтереси широкого кола учасників корпоративних відносин: існуючих власників (мажоритарних і міноритарних акціонерів), менеджерів та кредиторів компанії.

**Постановка завдання.** Дослідженню проблем узгодження інтересів різних груп власників корпоративних прав бізнес-структур присвячено значну кількість праць вітчизняних та зарубіжних авторів. Це питання широко висвітлюється у публікаціях вітчизняних вчених І. Бланка, В. Євтушевського, З. Румянцевой Г. Швиданенко, Н. Шевчук та зарубіжних науковців, зокрема Ю. Бріггема, С. Ерхардта, Г. Клейнера та багатьох інших. Однак в умовах становлення корпоративного сектору економіки України за динамічних змін міжнародного середовища функціонування бізнесу необхідним є створення якісної системи нормативно-правового регламентування захисту інвесторів корпорацій України.

Тому метою нашого дослідження є аналіз нормативно-правового регламентування захисту фінансових інтересів акціонерів-учасників корпоративних відносин і визначення перспективних напрямів узгодження інтересів акціонерів для формування обсягів фінансового капіталу, необхідного для забезпечення ефективної

фінансово-господарської діяльності, зростання ринкової вартості та підвищення конкурентоспроможності вітчизняних бізнес-одиниць.

**Результати.** Акціонери, що володіють різними за обсягом частками корпоративних прав компанії переслідують різні інтереси та мають різний вплив на корпоративне управління в компанії. Міноритарні інвестори є власниками незначних часток акцій та зацікавлені у високих дивідендних виплатах; мажоритарні інвестори, котрі володіють великими частками корпоративних прав зацікавлені у зростанні бізнесу, відповідно, виступають за реінвестування прибутку корпорації.

Узгодження інтересів двох груп акціонерів – міноритарних та мажоритарних широко регулюється Законом України «Про акціонерні товариства» від 17 вересня 2008 року (зі змінами та доповненнями).

Зауважимо, що порівняно із законом «Про господарські товариства», що був основним нормативно-правовим документом, що регулював корпоративні відносини до прийняття цього закону, в ЗУ «Про акціонерні товариства» закріплено ряд положень, що суттєво захищають права дрібних портфельних інвесторів. Найбільш важливими з погляду узгодження інтересів мажоритарних та міноритарних акціонерів та захисту прав останніх є такі положення закону [1]:

1. Викуп акцій у акціонерів може бути як добровільним, за рішенням загальних зборів, коли ініціатором є акціонерне товариство, так і обов'язковим, на вимогу власників корпоративних прав. Акціонер, що є власником простих чи привілейованих акцій публічного акціонерного товариства має право вимагати викупити в нього його пакет корпоративних прав за ціною не нижчою за ту, що сформувалась на фондовому ринку у випадку, якщо на загальних зборах акціонерів він голосував проти прийняття рішення щодо:

- реорганізації (виділення, поглинання, злиття) акціонерного товариства, чи його трансформації з публічного на приватне;
- вчинення товариством значного правочину (значною є угода, що укладається на суму 10% і більше активів компанії);
- зменшення чи збільшення розміру статутного капіталу.

Зважаючи на те, що ціна викупу корпоративних прав товариства не може бути меншою за їх ринкову вартість, що визначається в порядку, встановленому статтею 8 ЗУ «Про акціонерні товариства», після прийняття загальними зборами акціонерів одного із перерахованих рішень, у приватних акціонерних товариствах наглядовою радою має бути вирішене питання щодо залучення незалежного суб'єкта оціночної діяльності для визначення ціни корпоративних прав за якою буде здійснюватися їх викуп, а потім - затвердити цю ринкову вартість акцій, визначену незалежним оцінювачем.

Викуп акцій публічної корпорації відбувається за ціною, що відповідає вартості акцій, що фактично сформувалася на вторинному фондовому ринку. У разі обов'язкового викупу акцій на вимогу акціонерів, враховуючи положення статей 33 та 52 закону «Про акціонерні товариства», корпорація в обов'язковому порядку проводить загальні збори акціонерів - для прийняття рішення про анулювання акцій або засідання наглядової ради - для прийняття рішення про продаж викуплених акцій. Тому у цьому Законі фігурує протиріччя норм 33 та 52 статей, оскільки вирішення питання про анулювання викуплених корпоративних прав відносить одночасно до виключної компетенції загальних зборів і до виключної компетенції наглядової ради.

Проте, враховуючи те, що питання, які належать до виключної компетенції загальних зборів не можуть вирішуватися іншими органами управління корпорації, а питання, що належать до виключної компетенції наглядової ради, можуть вирішуватися загальними зборами, то такий порядок прийняття рішень щодо розпорядження викупленими на вимогу акціонерів корпоративними правами не суперечить нормам закону та одночасно забезпечує можливість уникнення корпоративних конфліктів.

2. Акціонери, які на дату складення переліку акціонерів, що мають право на участь у загальних зборах, сукупно є власниками 10% і більше простих акцій, а також НКЦПФР можуть призначати своїх представників не тільки для нагляду за реєстрацією акціонерів, але й для нагляду за проведенням загальних зборів, голосуванням та підбиттям його підсумків. Крім того, власники, у власності яких є 10% та (або) більше простих акцій публічного товариства мають право ініціювати скликання позачергових зборів акціонерів компанії.

3. Захисту прав міноритарних акціонерів щодо обов'язкового викупу корпорацією належних їм корпоративних прав і захисту акціонерів від «розмивання» належних їм часток в статутному капіталі, на наш погляд, сприятиме законодавча вимога щодо купівлі акцій компанії за наслідками придбання контрольного пакета акцій. Законом передбачена норма, що забороняє консолідацію контрольного пакета корпоративних прав без відома інших власників акцій. «Особа (особи, що діють спільно), яка придбала 50% і більше простих акцій Товариства протягом 20 днів з дати придбання контрольного пакета акцій зобов'язана запропонувати всім акціонерам придбати у них прості акції Товариства» (стаття 64 Закону «Про акціонерні товариства») [1]. При консолідації контрольного пакета акцій відповідно до цього положення закону власники дрібних пакетів акцій фактично отримали право вимагати у мажоритарних акціонерів викупити належні їм корпоративні права, за ціною, що фактично сформувалась на вторинному фондовому ринку.

4. Для захисту прав міноритарних акціонерів при обранні Наглядової ради та Ревізійної комісії публічного акціонерного товариства з кількістю акціонерів-власників простих акцій товариства понад 100 осіб використовується метод кумулятивного голосування. Відповідно до статті 42 Закону «Про акціонерні товариства», «члени органу товариства вважаються обраними, а орган товариства вважається сформованим виключно за умови обрання повного кількісного складу органу товариства шляхом кумулятивного голосування» [1].

За цим методом голосування кількість голосів одного акціонера множиться на кількість членів органу управління корпорації, що обираються, а акціонер може віддати за одного кандидата всі підраховані таким чином голоси або розподілити їх між кількома претендентами на обрання.

5. Законом також передбачено процедуру внесення пропозицій до порядку денного загальних зборів. Порівняно з вимогами попереднього закону «Про господарські товариства»:

- змінено термін внесення пропозицій на розгляд загальних зборів акціонерів – з 30 до 20 днів до дати проведення зборів;
- передбачено вимоги до тексту пропозицій, що виносяться на обговорення загальних зборів;
- зменшено необхідний відсоток володіння міноритарними акціонерами акціями корпорації, що надає право на обов'язкове включення його пропозицій до порядку

денного загальних зборів. Відповідно до цього закону акціонери, що є власниками 5% та більше простих акцій мають право на внесення пропозицій, що повинні обов'язково бути включеними на розгляд загальних зборів акціонерів.

6. Акціонер має право призначити свого представника на зборах акціонерів шляхом надання довіреності на право участі та голосування на загальних зборах, яка посвідчується реєстратором, депозитарієм, зберігачем чи нотаріусом. Порівняно з Законом «Про господарські товариства» (ст. 41), Закон «Про акціонерні товариства» не надає можливості правлінню посвідчувати довіреність, що унеможливить маніпулювання з підрахунком голосів акціонерів. Також Законом заборонено посадовим особам АТ та їх афілійованим особам бути представниками інших акціонерів [1].

7. З точки зору захисту міноритарних акціонерів важливим є положення закону, що зобов'язує товариство проводити загальні збори акціонерів у межах населеного пункту за його місцезнаходженням.

8. В лютому 2011 року внесено корективи до Закону, якими передбачено зміну порядку відчуження акцій корпорації. Скасоване переважне право на викуп підприємством акцій власної емісії, що дозволить мінімізувати можливості для маніпуляцій з акціями з боку мажоритарних акціонерів.

Крім належного законодавчого регулювання для ефективного узгодження інтересів різних груп інвесторів, важливою є належна якість корпоративного управління в компанії.

Загалом, систему корпоративного управління вітчизняні суб'єкти господарювання формують відповідно до Принципів корпоративного управління, Принципів корпоративного управління Організації економічного розвитку та співробітництва та інших нормативно-правових документів.

Інформацію щодо стану розвитку корпоративного управління у відкритих акціонерних товариствах у 2005-2009 роках наведено в Таблиці 1.

Таблиця 1

**Показники розвитку систем корпоративного управління вітчизняних відкритих акціонерних товариств у 2005-2009 рр.**

Показники	2005 рік	2006 рік	2007 рік	2008 рік	2009 рік
Кількість товариств, які розкрили інформацію щодо стану корпоративного управління	6 330	6 113	6 091	6 104	4 936
Кількість товариств, у яких проведено загальні збори	3 996	3 745	5 029	4 996	4 067
- у тому числі позачергові	393	439	604	652	629
Кількість зборів, усього	4 694	4 544	5 864	6 125	4 928
- у тому числі позачергових	620	695	809	1 100	872
Орган, який здійснював реєстрацію акціонерів для участі у загальних зборах акціонерів					
- мандатна комісія, призначена правлінням	2 886	2 687	3 664	3 625	1 555
- правління	663	564	687	670	342
- незалежний реєстратор	961	931	1 309	1 341	2 437
Кількість товариств, у яких створено ревізійну комісію	4 300	3 989	5 406	5 474	4 379
Представництво акціонерів, що володіють менше 10 %, у складі спостережної ради (% від загальної кількості представників)	59,77	64,56	71,48	70,38	58,68
Періодичність проведення аудиторських перевірок акціонерних товариств зовнішнім					

аудитором (% від загальної кількості товариств, які розкрили інформацію стосовно періодичності проведення аудиторських перевірок)					
- не проводились взагалі	1,04	0,82	0,82	0,81	0,76
- менше ніж раз на рік	1,50	1,79	1,46	1,36	1,36
- раз на рік	85,14	83,58	86,20	86,73	87,09
- частіше ніж раз на рік	12,32	13,81	11,52	11,07	10,79
Кількість товариств, у яких ревізійна комісія здійснює перевірку фінансово-господарської діяльності в минулому році (% від загальної кількості акціонерних товариств, які зазначили орган, що здійснював перевірку)	56,43	55,22	58,25	58,41	57,96
Кількість товариств, які планують включити власні акції до лістингу фондових бірж	154	144	250	478	546
Кількість товариств, які мають власний кодекс (принципи, правила) корпоративного управління	40	40	66	75	82

Джерело: [3].

За даними ДКЦПФР у 2009 році серед 4 936 акціонерних товариств, які надали інформацію щодо стану корпоративного управління, у 4067 акціонерних товариствах (82,39 %) проводились загальні збори акціонерів, у тому числі позачергові — у 629 (15,46 %) від загальної кількості акціонерних товариств, у яких проводилися загальні збори акціонерів (діаграма 1).



Рис. 1. Кількість проведених загальних зборів акціонерів у 2005-2009 роках

Джерело: Побудовано авторами на основі [3].

Найчастіше органом, який здійснював реєстрацію акціонерів у 2009 році для участі у загальних зборах акціонерів, є мандатна комісія, призначена правлінням (1 555 акціонерних товариств, або 31,50 % від загальної кількості акціонерних товариств, які надали інформацію щодо стану корпоративного управління у 2009

році). Контроль за ходом реєстрації акціонерів або їх представників для участі в останніх загальних зборах (за наявності контролю), які проводились протягом 2009 року, найчастіше здійснювали акціонери, що володіють у сукупності більше ніж 10 відсотками акцій.

Ревізійну комісію створено у 4 379 товариствах (88,71 % від загальної кількості акціонерних товариств, які надали інформацію щодо стану корпоративного управління у 2009 році).

Дані, отримані з річної звітності за 2009 рік, показують, що у 58,68 % акціонерних товариств до складу спостережної ради входять представники акціонерів, що володіють менше ніж 10 відсотками акцій суб'єкта господарювання.

У складі спостережної ради найчастіше створюються комітети стратегічного планування (у 42,53 %).

У 2009 році серед 4 936 акціонерних товариств у 601 акціонерному товаристві (12,17 %) створено спеціальну посаду або відділ, що відповідає за роботу з акціонерами [3].

Варто зазначити, що захисту фінансових інтересів потребують не лише міноритарні акціонери, а й мажоритарії та акціонерне товариство загалом через можливість «грінмейлу». Грінмейл — це комплекс дій, спрямованих на дестабілізацію ситуації в корпорації з метою змусити акціонерів купити акції грінмейлера за вищою за ринкову ціною. Дії грінмейлера полягають в тому, що він купує невеликий пакет акцій компанії, після чого починає різноманітними діями, котрі не виходять за рамки закону, а навпаки базуються на ньому, заважати нормальному функціонуванню суб'єкта господарювання, що змушує мажоритарних акціонерів викупити акції у грінмейлера за пропонованою ним ціною вищою за ціну попереднього придбання.

Щоб захистити права мажоритарних акціонерів і виключити можливість безпідставного блокування роботи підприємства у Законі «Про акціонерні товариства» передбачена норма, згідно з якою оскарження акціонером відмови включення його пропозицій до порядку денного загальних зборів акціонерів не призупиняє їх проведення. У випадку задоволення позову акціонера суд може зобов'язати корпорацію провести загальні збори з питання, яке безпідставно не було включене до порядку денного. Крім того, порівняно із нормами Закону «Про господарські товариства», Законом «Про акціонерні товариства» передбачена можливість швидше ухвалювати рішення з важливих питань - термін персонального письмового повідомлення акціонерів і публікації оголошення про проведення загальних зборів скорочено з 45 до 30 днів до дати їх проведення [1; 2]. Закон також дозволяє не публікувати в офіційному друкованому органі повідомлення про проведення загальних зборів, якщо кількість акціонерів менше 1000 осіб. Також відсутні вимоги щодо публікації загального повідомлення про збори в місцевій пресі. Але публічне акціонерне товариство надсилає повідомлення про проведення зборів фондовій біржі, на якій пройдено процедуру лістингу.

Зауважимо, що ефективною в протидії рейдерським атакам і захопленням підприємств є норма, що визначає механізм захисту акціонерів від прихованого скуповування акцій, а отже забезпечення прозорості та відкритості процесів злиття та поглинання. Так, «особа (особи, які діють спільно - це фізичні та/або юридичні особи, які діють на підставі угоди між ними і узгоджують свої дії для досягнення спільної мети), яка має намір придбати акції, що з урахуванням кількості акцій, які належать їй та її афілійованим особам, становитимуть 10% і більше простих акцій,

зобов'язана не пізніше ніж за 30 днів до дати придбання значного пакета акцій подати Товариству письмове повідомлення про свій намір та оприлюднити його шляхом надання його Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку, кожній біржі, на якій товариство пройшло процедуру лістингу, та опублікування в офіційному друкованому органі (стаття 64 ЗУ «Про акціонерні товариства») [1].

Як свідчить практика, підвищення ефективності системи корпоративного управління є дієвим превентивним заходом протидії рейдерським атакам на підприємство у формі недружнього поглинання суб'єкта господарювання його конкурентами.

З точки зору розвитку корпоративного управління в контексті захисту корпорацій від рейдерства важливими є такі положення Закону «Про акціонерні товариства»:

- акції корпорацій повинні бути іменними та існувати лише в бездокументарній формі (що ускладнює їх підробку, та відповідно шахрайство у сфері використання цінних паперів);

- кворумом для загальних зборів є 60% від кількості акцій, що мають право голосу для прийняття рішень;

- рішення, що стосуються внесення змін в статуті акціонерного товариства, анулювання акцій, зміни типу товариства, зменшення або збільшення статутного капіталу, розміщення акцій, виділення або припинення існування товариства приймаються більш ніж трьома четвертими голосів акціонерів від їх загальної кількості.

**Висновки.** Для посилення конкурентних позицій вітчизняного бізнесу та економіки країни, підвищення стійкості до впливів кризових явищ в умовах нестабільного зовнішнього середовища, необхідним є в першу чергу ефективний законодавчий захист фінансових інтересів різних груп акціонерів корпорацій, оскільки конфлікти між інвесторами є суттєвим дестабілізуючим чинником в роботі бізнес-структур та одночасно передумовою можливих рейдерських захоплень. Крім того необхідним є підвищення загальної якості корпоративного управління, створення дієвої системи внутрішнього контролю, ефективна діяльність наглядової ради, стабільність проведення загальних зборів акціонерів та широке представництво міноритарних акціонерів у органах управління компанією.

1. Закон України «Про акціонерні товариства»: за станом на 25 березня. 2012 р. / Верховна Рада України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=514-17>.
2. Закон України «Про господарські товариства»: за станом на 25 березня. 2012 р. / Верховна Рада України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1576-12>
3. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку. Річна звітність ДКЦПФР за 2010 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>
4. Швиданенко Г.О. Управління капіталом підприємства: навч. посіб./ Г.О. Швиданенко, Н.В. Шевчук. - К.: КНЕУ, 2007. – 440 с.

**LEGAL REGULATION OF REALIZATION INTERESTS OF PROPRIETORS  
CORPORATE RIGHTS IN THE PROCESS OF FORMING COMPANIE'S  
FINANCIAL CAPITAL****O. Kovalyuk, M. Rubakha***L'viv Ivan Franko National University, UA-79008 Lviv, Prospekt Svobody, 18*

*Annotation.* It is considered normatively legal providing of corporate management enterprise's and legislative providing of possibilities of avoidance of corporate conflicts in the process of forming financial capital of companies in Ukraine

*Keywords:* corporate management, majority shareholders, joint-stock company, minoritarni shareholders, grimmeyl, corporate conflict

**НОРМАТИВНО-ПРАВОВОЕ РЕГЛАМЕНТИРОВАНИЕ РЕАЛИЗАЦИИ  
ИНТЕРЕСОВ ВЛАДЕЛЬЦЕВ КОРПОРАТИВНЫХ ПРАВ В ПРОЦЕССЕ  
ФОРМИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО КАПИТАЛА КОМПАНИЙ****О. Ковалюк, М. Рубаха***Львовский национальный университет имени Ивана Франко  
79008 г. Львов, пр. Свободы, 18*

*Аннотация.* Рассмотрено нормативно правовое обеспечение корпоративного управления субъектов ведения хозяйства и законодательное обеспечение возможностей избежания корпоративных конфликтов в процессе формирования финансового капитала компаний в Украине

*Ключевые слова:* корпоративное управление, мажоритарные акционеры, акционерное общество, миноритарные акционеры, гринмейл, корпоративный конфликт