

Рогов Г.К.,

кандидат економічних наук, доцент,
завідувач кафедри фінансів
Національного університету кораблебудування
імені адмірала Макарова

ФІНАНСОВІ АСПЕКТИ ЗАХИСТУ ПРАВ МІНОРИТАРНИХ АКЦІОНЕРІВ

Аналізується практика розміщення акцій та встановлення курсу їх емісії в Україні. Обґрунтовуються пропозиції щодо забезпечення переважних прав акціонерів під час додаткової емісії цінних паперів в умовах нерозвинутого фондового ринку.

In the article stock issues and issue prices in Ukraine are investigated. The author suggests ways how to ensure privileged subscription in conditions of undeveloped stock market.

Сучасні дослідження довели позитивний вплив високого рівня захисту прав акціонерів на інвестиційну привабливість підприємства та зростання його капіталізованої вартості¹. За умов концентрації корпоративної власності, які склалися в Україні, найнезахищенішими виявляються дрібні акціонери. У рейтингу Всесвітнього економічного форуму Україна посідає сто двадцять сьоме місце серед ста тридцяти однієї країни за позицією “захист інтересів міноритарних акціонерів”. Тож актуальність створення ефективної системи реалізації їхніх інтересів і прав очевидна.

Зазначене питання не залишається поза увагою фінансистів, економістів та правознавців. Воно досліджене у працях Г.Л. Адамовича, П.Ю. Буряка, Д.А. Леонова, О.М. Мозгового, О.Г. Мендрула, Ю.В. Романової, Г.М. Терещенко, О.В. Щербини та інших. Проте досі не розв’язаною залишається проблема створення фінансового механізму захисту інтересів міноритаріїв під час додаткової емісії корпоративних прав. У зв’язку з цим метою статті є обґрунтування пропозицій щодо розв’язання цієї проблеми в умовах сучасного українського фондового ринку.

Українське законодавство забезпечує право власників на першочергове придбання цінних паперів під час їх емісії (далі — переважне право)², таким чином надаючи можливість акціонерам зберегти свою частку у статутному капіталі ВАТ, у кількості голосів на загальних зборах та забезпечити захист від знецінення

¹ *La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A., Vishny R.* Investor protection and corporate valuation // Nationale Bureau of economic research. Working paper 7403. — October 1999. — P. 27. — <http://papers.nber.org/papers/W7403>

² Закон України “Про господарські товариства” (ст. 38, ч. 3 зі змінами, внесеними згідно із Законом № 769/97-ВР від 23.12.1997); Положення про збільшення (зменшення) розміру статутного капіталу акціонерного товариства, затверджене рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22 лютого 2007 року № 387.

корпоративних прав унаслідок застосування необ'єктивно низького емісійного курсу. Однак реалізація такої можливості залежить від спроможності власників здійснити значні фінансові інвестиції.

Аналіз офіційної інформації про розміщення акцій відкритими акціонерними товариствами на суму, що перевищує 25 відсотків статутного капіталу, за дев'ять місяців 2007 року³ та офіційної фінансової звітності цих ВАТ за попередній рік⁴ дає змогу зробити висновки про особливості корпоративних відносин в Україні, які мають бути враховані при розробці фінансового механізму захисту інтересів міноритаріїв.

Найважливішим питанням для власника дрібного пакета акцій є визначення курсу додаткової емісії корпоративних прав. Від цього залежить вартість фінансової інвестиції та ризик перерозподілу чистих активів, напрацьованих за роки функціонування підприємства на користь нових акціонерів. Відомо, що у країнах із розвинутим фондовим ринком курс емісії визначається на підставі оцінки багатьох чинників, зокрема біржових тенденцій, обсягів емісії, умов оподаткування, дивідендної політики. Він враховує фінансові ризики й інтереси різних категорій власників та керівництва компанії.

З-поміж 260-ти українських відкритих акціонерних товариств, що були відібрані для дослідження за наведеною ознакою, дев'ять оголосили про збільшення статутного капіталу шляхом обміну акцій у зв'язку з індексацією основних фондів або реінвестицією дивідендів. Решта товариств, у тому числі 21 інвестиційний фонд, оголосили додаткову емісію акцій. Усі інститути спільного інвестування запланували розміщення акцій за розрахунковою вартістю, але не меншою за номінальну вартість. (Розрахункова вартість акцій інвестиційного фонду визначається як результат ділення загальної вартості його чистих активів на кількість акцій, що перебувають у обігу.) З-поміж інших акціонерних товариств, у кількості двохсот тридцяти, тільки три оголосили курс емісії на рівні, вищому за номінал, із них одне — для всіх інвесторів, і два — тільки для сторонніх. Таким чином, 227 акціонерних товариств, або 98,7 % від загальної кількості ВАТ без інститутів спільного інвестування, визначили курс додаткової емісії на рівні номінальної вартості акцій (деякі використали формулювання “не нижче за номінальну вартість”).

Постає питання, як у цих акціонерних товариствах курс емісії співвідноситься з вартістю чистих активів у розрахунку на одну акцію? Оскільки це розглядається в контексті дотримання прав міноритарних акціонерів, із загального числа емітентів було виключено:

— товариства, де за результатами фінансової звітності попереднього року розрахункова вартість чистих активів виявилася меншою, ніж статутний капітал (34 товариства);

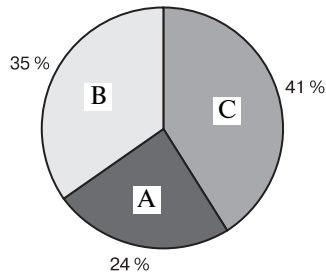
³ Загальнодоступна інформаційна база даних ДКЦПФР про ринок цінних паперів. — <http://www.stockmarket.gov.ua>

⁴ Система розкриття інформації на фондовому ринку України. — <http://smida.gov.ua>

- підприємства зі стовідсотковою державною власністю (1 підприємство);
- товариства, де міноритарні акціонери фактично відсутні й не передбачені планом закритої підписки на акції (1 товариство).

Отже, для подальшого дослідження використовувались дані по 191 відкритому акціонерному товариству (далі за текстом — досліджувані підприємства).

Оскільки розрахункова вартість чистих активів у звітності акціонерних товариств збігається з величиною власного капіталу за даними балансу, відношення вартості чистих активів, що припадає на одну акцію, до її номіналу відповідає балансовому курсу акцій (БК). Результати аналізу показали, що БК у досліджуваних підприємств коливається в діапазоні від 100 % до 76 899 % (рис. 1).



Умовні позначення:

- сектор А — підприємства з БК понад 1000 %;
- сектор В — підприємства з БК від 201 % до 1000 %;
- сектор С — підприємства з БК від 100 % до 200 %.

Рис. 1. Групування досліджуваних підприємств за балансовим курсом акцій

Уявлення про те, наскільки чисті активи в розрахунку на одну акцію перевищують курс емісії, що дорівнює номіналу (БК), дає діаграма, зображена на рис. 2.

Які наслідки мають такі особливості визначення курсу емісії акцій для міноритарних акціонерів? Відповідь на це запитання залежить від того, чи вдасться акціонерів зберегти свою частку у статутному капіталі товариства за підсумками додаткової емісії. Звичайно, низький курс емісії сприяє придбанню акцій. Проте в багатьох випадках дрібні власники не можуть дозволити собі скористатися переважним правом на придбання акцій, передбачених до розміщення, в кількості, пропорційній їхній частці у статутному капіталі. Це зумовлено низкою причин. Доволі часто сума, яку треба сплатити для збереження частки у статутному капіталі, є занадто великою для дрібного акціонера в особі пересічного українського громадянина або невеликого підприємства. Дані повідомлень ВАТ про розміщення акцій свідчать, що відношення суми додаткової емісії до статутного капіталу лише у чверті випадків виявляється меншим за 100 %. Як правило, воно перевищує 200 %, доходячи іноді до кількох тисяч відсотків. Таким чином, для збереження своєї частки у статутному капіталі під час додаткової емісії акціонерам необхідно придбати значно більшу кількість акцій, ніж вони мають.

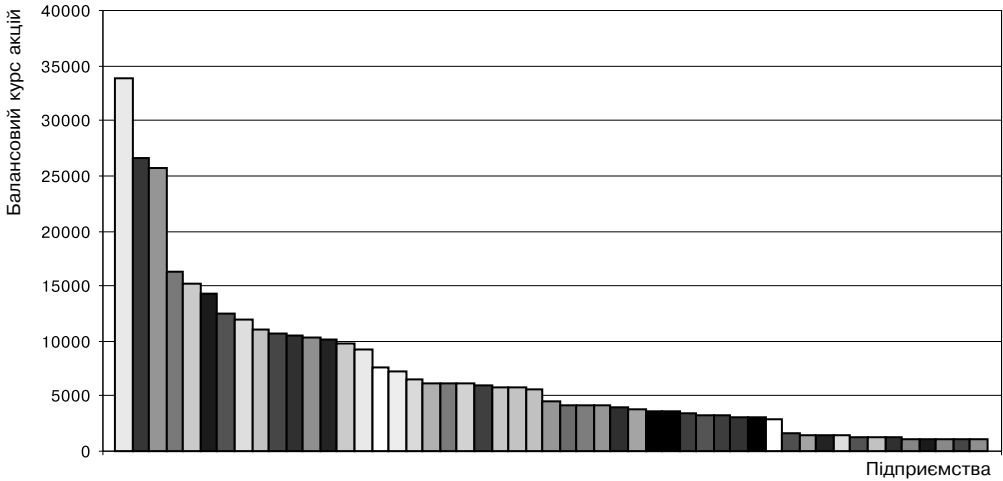


Рис. 2. Розподіл підприємств у секторі зі значеннями балансового курсу акцій понад 1000 %

Окрім того, багато громадян України стали власниками дрібних пакетів цінних паперів шляхом обміну на акції своїх приватизаційних сертифікатів. Тепер джерелом оплати акцій для них є їхні зарплати та пенсії, рівень яких у пересічного українця істотно не відрізняється від прожиткового мінімуму. У той же час значна частина ВАТ не обмежують форму оплати акцій лише коштами, передбачаючи у проспектах емісій можливість майнових внесків або взагалі оголошуючи про додатковий випуск акцій виключно для власника (власників) підприємства, що приєднується. (Частка таких товариств у групі досліджуваних підприємств становить 10,47 %.) А відсутність обмежень на форму оплати акцій сприяє перерозподілу статутного капіталу товариства на користь мажоритарних акціонерів.

Нарешті вагомим чинником відмови дрібного акціонера купувати акції нової емісії в кількості, пропорційній його частці у статутному капіталі товариства, є усвідомлення неефективності збереження статусу дрібного акціонера в короткостроковій перспективі. Привабливість володіння акціями для міноритарного акціонера визначається зростанням їхньої курсової вартості та рівнем дивідендів. Однак за умов нерозвинутого фондового ринку ціна, за якою можна продати акцію, навряд чи адекватно відображатиме зростання власного капіталу та прихованих резервів. Більше того, сьогодні, коли проведення додаткових емісій за номінальним курсом має системний характер, зазначені фінансові показники в більшості випадків узагалі не впливають на ціну акції. А дохід у вигляді дивідендів в Україні дотепер розглядається скоріше як виняток, а не правило. Зважаючи на ці обставини, рішення дрібного акціонера стосовно вибору напрямків інвестування його доволі обмежених коштів нерідко приймається на користь альтернативного варіанту, наприклад банківських депозитів або інститутів спільного інвестування.

Разом із тим, якщо акціонер не придбав акції нової емісії в кількості, пропорційній його частці у статутному капіталі, він не тільки втрачає вагомість свого голосу на загальних зборах товариства (для дрібних власників, до речі, це має значення лише за умов їх певної консолідації). В товариствах, де ринковий курс або, за його відсутності, вартість чистих активів у розрахунку на одну акцію перевищує курс емісії, такий власник цінних паперів зазнає фінансових втрат. Вони пов'язані з перерозподілом капіталу, напрацьованого за роки функціонування підприємства, на користь власників, які за результатами емісії отримали або збільшили свою частку в загальній кількості акцій. Причому сума збитків перебуває у прямій залежності від відхилення курсу емісії нових акцій від ринкового чи (за його невизначеності) балансового курсу акцій та співвідношення між сумою емісії і статутним капіталом товариства.

Те, що майже всі досліджувані підприємства оголосили емісію за номінальним курсом, разом із показниками, відображеними на рисунках 1 і 2, та наведеними даними про обсяги емісій красномовно свідчить про масштабність чинників формування фінансових втрат акціонера в разі його неспроможності зберегти власну частку у статутному капіталі. Більше того, простежується певний зв'язок між зазначеними чинниками. Для досліджуваних підприємств із високими значеннями балансового курсу акцій характерні і значні за обсягами емісії, тобто максимальна інтенсивність можливого “розмивання” власного капіталу. Наприклад, серед підприємств, відображених на рисунку 1, частка тих, які оголосили про збільшення статутного капіталу на 100 і більше відсотків, становить 96,3 % для сектора А, 75,6 % для сектора В та лише 69,4 % для сектора С.

Таким чином, твердження, ніби розміщення акцій за найнижчим (номінальним) курсом вигідне саме дрібному власникові, справедливе лише за умови, що він мав можливість повною мірою скористатися переважним правом придбання цінних паперів додаткового випуску. Отже, необхідно застосувати фінансовий механізм компенсації збитків акціонерів, які відмовилися брати участь у підписці на акції нової емісії. Сьогодні він використовується в європейських країнах із розвинутим фондовим ринком та полягає у вільному продажу переважних прав на придбання акцій додаткового випуску⁵. У Сполучених Штатах і Японії курс емісії, як правило, визначається на рівні, максимально наближеному до ринкового, тому відмова від придбання акцій не призводить до фінансових втрат акціонера.

Сума зазначених вище збитків акціонерів у товариствах, акції яких котируються на фондовому ринку, визначається розрахунковою ціною переважного права (P) за такою формулою⁶:

⁵ Дивіться, наприклад: *Richard A. Brealey, Stewart C. Myers. Principles of Corporate Finance.* — 7th ed. — The McGraw — Hill Companies, 2003. — P. 421.

⁶ *Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. посіб.* — К.: КНЕУ, 2003. — С. 131.

$$P = (K_0 - K_e) / (C + 1),$$

де K_0 — ринковий (біржовий) курс акцій;

K_e — курс емісії нових акцій;

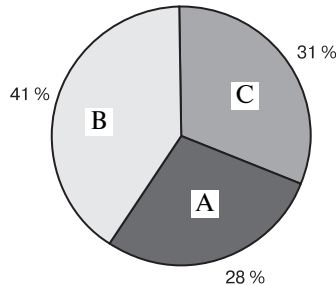
C — співвідношення, з яким робиться емісія (відношення розміру статутного капіталу підприємства до проведення емісії до розміру збільшення статутного капіталу).

Для підприємств, акції яких не котируються на фондовому ринку, доцільно було б застосовувати таку формулу визначення стартової ціни переважного права:

$$P = (Ч - K_e) / (C + 1),$$

де $Ч$ — вартість чистих активів у розрахунку на одну акцію на останній день кварталу, що передує проведенню загальних зборів акціонерного товариства, на розгляд яких виносяться питання додаткової емісії акцій.

Зазначене відповідає методологічному підходу, який застосовано Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку щодо розрахунку розміру збитків акціонерів при реорганізації шляхом злиття чи приєднання товариств⁷. Уявлення про рівень збитків акціонерів, що мали би бути компенсовані, дає показник відношення стартової ціни переважного права до номінальної вартості акції (P_n). Результати аналізу показали, що значення P_n на досліджуваних підприємствах коливається в діапазоні від 1,9 % до 75 970 % (рис. 3).



Умовні позначення:

сектор А — підприємства зі значенням P_n понад 1000 %;

сектор В — підприємства зі значенням P_n від 100 % до 1000 %;

сектор С — підприємства зі значенням P_n до 100 %.

Рис. 3. Групування емітентів за відношенням стартової ціни переважного права до номінальної вартості акції

Розрахункова вартість переважного права визначає його стартову ціну, тому остаточна сума компенсації збитків залежить від відповідного співвідношення між попитом та пропозицією. Проте для впровадження фінансового механізму захисту інтересів акціонерів під час додаткової емісії цінних паперів необхідно на

⁷ Методика розрахунку розміру збитків акціонерів при реорганізації шляхом злиття чи приєднання товариств. Схвалено рішенням ДКЦПФР від 4 серпня 2006 року № 720.

законодавчому рівні передбачити порядок купівлі переважних прав на біржі або безпосередньо в акціонерів, які не бажають ними скористатися.

Слід зазначити, що ефект впровадження ринкового механізму торгівлі переважними правами нівелюється за умов закритого (приватного) розміщення акцій, оскільки коло потенційних покупців вельми обмежене й не виключена можливість певних домовленостей між ними щодо цінової пропозиції. У результаті аналізу встановлено, що вибір способу розміщення корпоративних прав українськими відкритими акціонерними товариствами теж має певні особливості. Так, 71,2 % досліджуваних підприємств обрали приватну підписку на акції, причому в групі емітентів із рівнем БК, що перевищує 1000 %, частка закритого розміщення сягає 85,19 %, тоді як у групі зі значеннями БК від 100 % до 200 % вона становить лише 57,63 %. Зрозуміло, що за умов нерозвиненості фондового ринку мажоритарні акціонери таким чином запобігають ризику втрати контролю над підприємством. Це підтверджує й той факт, що відкрите розміщення акцій здебільшого обирається товариствами, де поза впливом трьох-чотирьох акціонерів ледве залишається блокуючий пакет акцій. Проте непоширеність відкритого розміщення акцій унеможливорює захист прав дрібних акціонерів із допомогою ринкового механізму торгівлі переважними правами, й передусім на підприємствах, де потенціальні втрати особливо значні. Тому було б доцільно передбачити для ВАТ, які обрали приватний спосіб розміщення акцій, законодавчу норму щодо обов'язковості компенсації збитків акціонерів у розмірі розрахункової ціни належних їм переважних прав.

Специфіка додаткових емісій акцій, виявлена в результаті дослідження, є передумовою невиправдано високого, з точки зору економічної доцільності, рівня концентрації капіталу відкритих акціонерних товариств у руках обмеженої кількості контролюючих суб'єктів. Запропоновані заходи можуть стати дієвою складовою фінансового механізму захисту прав дрібних акціонерів в умовах нерозвиненого фондового ринку і сприятимуть посиленню соціальної відповідальності у сфері корпоративних відносин. У свою чергу, це матиме позитивний вплив на інвестиційні процеси та зростання вартості підприємств.