

## **МЕХАНІЗМ УЗГОДЖЕННЯ ІНТЕРЕСІВ МІНОРИТАРІЇВ ТА МАЖОРИТАРІЇВ НА ПІДПРИЄМСТВІ**

**Анотація.** Розглянуто групи власників підприємства, зокрема міноритарії та мажоритарії, визначені їхні інтереси та запропонований механізм узгодження цих інтересів з метою забезпечення ефективного функціонування підприємства.

**Ключові слова:** мажоритарії, міноритарії, інтереси, механізм узгодження, ринкова вартість підприємства.

**Вступ.** Удалий бізнес – це бізнес, що розвивається. Будь-яка стратегія зростання має два принципових варіанти: придбання зовнішньої структури або власний розвиток. Але, як показує практика, українські підприємства середнього й великого бізнесу схильються у своєму виборі до першого варіанта. Завдяки розширенню їхнього впливу до бізнесу приєднуються нові елементи, з'являються значні переваги в тій чи іншій сфері діяльності. Компанії, що цікавляться новими придбаннями, мають вирішити для себе кілька головних питань. По-перше, як зменшити можливість переходу привабливого пакета акцій у власність компанії-конкурента, а по-друге, як придбати його за найбільш вигідною ціною, по-третє, як узгодити інтереси різних груп власників. Вирішенню цих питань присвячені праці багатьох науковців, зокрема, І. Акфімова, Е. Кулинича, Є. Пашутіна, А. Сірка, К. Фоміної тощо. Проте в них не розглянутий механізм узгодження інтересів мажоритаріїв та міноритаріїв на підприємстві. Сформована практика свідчить, що майбутні й теперішні акціонери прагнуть єдиної довгострокової цілі – зростання ринкової вартості підприємства, а відтак, і своїх доходів. Проте шляхи її досягнення в поточний момент у них різні. Відповідно до цього виникає конфлікт інтересів. Кожна з груп власників має свої поточні інтереси, які в переважній більшості суперечать один одному. Тому виникає необхідність розробки механізмів узгодження цих інтересів у коротко- та довгостроковому періодах.

**Постановка завдання.** Мета статті – розглянути інтереси дрібних та великих акціонерів у діяльності суб'єкта підприємництва й запропонувати механізм їх узгодження задля підвищення ринкової вартості підприємства. У роботі використовуються методи аналізу, синтезу, індукції, дедукції та логічного узагальнення.

**Результати.** Форми коопераційних зв'язків між окремими економічними суб'єктами, які прагнуть якомога краще реалізувати свої (власні) інтереси, розкриті в концепції агентських відносин неінституціональної теорії фінансів. Проблема полягає в тому, що, досягаючи своїх цілей, одні групи інтересів вступають у суперечність з іншими. Діючі економічні суб'єкти вважаються агентами, а суб'єкти, досягнення цілей яких безпосередньо залежить від діяльності агентів, — принципалами. Досягнення економічних цілей принципала (інвестора, кредитора) безпосередньо залежить від ефективності діяльності агентів (менеджер, боржник тощо). Іншими словами, концепція покликана оптимізувати розподіл результатів діяльності, яка впливає з кооперації між принципалом та агентом.

Пом'якшити конфлікт між ними можна за допомогою низки заходів, які пропонують використовувати представники неінституційної теорії фінансів (табл. 1).

## Заходи пом'якшення принципал-агент-конфліктів на підприємстві [7]

Захід	Результат від його впровадження
1. Механізм стимулювання діяльності менеджерів в інтересах принципалів.	Принципал одержить оперативну інформацію про зміну окремих індикаторів, на основі яких визначається загроза неплатоспроможності та банкрутства.
2. Посилення контролю за діяльністю агентів.	Покращиться діяльність підприємства, підвищиться його ринкова вартість.
3. Чітке розмежування повноважень і відповідальності між учасниками (засновниками) та керівником підприємства.	Обмеження можливостей зловживань і недобросовісних дій керівників, посилення їх відповідальності перед учасниками (засновниками) підприємств і зацікавленості в результатах діяльності підприємства, підвищення якості управлінських рішень.
4. Уточнення умов контракту, що укладається учасниками (засновниками) або уповноваженим органом із керівником підприємства та перегляд статуту підприємства.	Чітке визначення відповідальності керівника підприємства за реалізацію стратегії та планів діяльності підприємства; збереження і цільове використання майна; підвищення фінансово-господарських результатів; удосконалення механізму укладених угод з асимільованими або зацікавленими особами і структурами; встановлення залежності винагороди керівника від прибутків підприємства, від операційної діяльності, а також установа для керівників підприємств дозвільного порядку сумісництва (тільки за згодою загальних зборів учасників – для господарських товариств, уповноважених органів виконавчої влади – для державних підприємств або іншими уповноваженими представниками власника).

Тип корпоративної економіки з концентрованою структурою власності, який склався в більшості країн, майже виключає конфлікт між акціонерами та найманими менеджерами. Проте в діяльності українських підприємств він існує, що значно утруднює їхнє функціонування. Розв'язанню зазначених конфліктів перешкоджає неузгодженість інтересів міноритаріїв та мажоритаріїв. Наявність великої кількості міноритаріїв – характерна риса українських акціонерних товариств [1, 5]. Міноритаріями називають акціонерів, пакет акцій яких не дозволяє блокувати рішення з найважливіших питань на зборах акціонерів (від 5 до 50 %). Їх умовно можна поділити на дві основні групи. Перша – «портфельні», частка яких у статутному капіталі складає 5–49 %. Друга, значно чисельніша, – власники менше 1 % акцій, як правило фізичні особи, які отримали акції як учасники трудових колективів або в обмін на ваучери. Зараз трудовим колективам корпоративізованих підприємств належать у середньому по 5–10 %, інколи до 20 % акцій. Міноритарії, які мають у своєму складі багато голосів, можуть об'єднуватися (по два-три) і таким чином формувати умовний блокуючий або контрольний пакет. Це найсуттєвіша загроза для великого власника-мажоритарія. Наприклад, у бізнесі є абсолютний мажоритарій із 65 % бізнесу й міноритарій, частка якого складає 35 % бізнесу. Якщо інвестор хоче придбати не частку, а весь бізнес, міноритарій разом із дрібнішим мажоритарієм змушений буде продати йому свою частку.

Міноритарії мають право призначати своїх представників для нагляду за реєстрацією акціонерів, проведенням загальних зборів, голосуванням та підбиттям їхніх підсумків, ініціювати скликання наглядовою радою позачергових зборів, уносити пропозиції до порядку денного загальних зборів. Останнє характерне для акціонерів – власників 5 і більше відсотків простих акцій. Крім того, мажоритарії досить рідко голосують за виплату дивідендів. Але, водночас, міноритарії можуть і зашкодити крупному підприєм-

цю. Акціонери часто продають свої акції будь-якому покупцю. У результаті акції можуть потрапити до іншого міноритарія, збільшивши його частку в статутному капіталі, або ж їх може перехопити інша структура з метою використання невеликих часток для проникнення в компанію (або для поглинання). І навіть приватні акціонерні товариства не вихід: на акції оформляються договори дарування, а акціонер, представник конкурента, може ще й отримувати доступ до інформації. Окрім цього, існують інші способи, що перешкоджають нормальному функціонуванню компанії: подача судових позовів про порушення прав акціонера, порядку проведення зборів чи прийняття рішень. Часто трапляється і розпорошення акцій, коли навіть важко знайти їхніх власників (зміна місця проживання, перехід прав до наступників і т. д.). Доречно зауважити, що основним принципом англійського корпоративного права є те, що інтереси мажоритаріїв переважають. Зацікавлений у акціонерних товариствах повинен приймати правило мажоритарія, тобто мажоритарій більше впливає на інтереси фірми [4]. У зарубіжній літературі слабкість прав міноритаріїв закладена в самому визначенні. Так, міноритарний акціонер визначається як акціонер товариства, що має так мало акцій відносно їхньої загальної кількості, що не спроможний контролювати управління товариством та обирати директорів. Тобто ця обмеженість закладена в концепції, суті цього поняття. Мажоритарний акціонер може прийняти рішення всупереч інтересам не тільки міноритарного акціонера, а й товариства. Також не треба забувати про те, що міноритарні акціонери можуть зловживати своїми правами так само, як і мажоритарні: передавати інформацію про діяльність товариства зацікавленим особам, оскаржувати дії менеджменту товариства, втягуючи товариство в тривалі судові процеси, доводячи обмеження своїх прав у суді, подавати заяви про протиправні дії менеджменту до органів Міністерства внутрішніх справ і прокуратури, ініціювати перевірки товариства фіскальними органами, оскаржувати законність покупки контрольного пакета акцій, блокувати проведення загальних зборів акціонерів шляхом звернення до суду.

Е. Кулинич пропонує кілька способів розв'язання цих проблем, зокрема:

1. Консолідація акцій. При консолідації акції одного номіналу конвертуються в акції іншого, збільшеного номіналу, а їхня загальна кількість зменшується.

2. Викуп акцій. Товариство має право викупити акції у своїх акціонерів. Потім акціонерне товариство (АТ) повинне протягом року перепродати викуплені акції. Найчастіше вони продаються певним акціонерам, таким чином можна водночас зменшити кількість акціонерів.

3. Нейтралізація дрібних акціонерів. Так, можна спробувати переконати працівників-акціонерів підписати доручення на передачу права голосу окремому номінальному утримувачу чи фізичній особі. Проте цей спосіб не дуже ефективний, а інколи навіть не зовсім законний [3].

К. Фоміна визначила умови, за яких можна досягти узгодженості інтересів міноритаріїв та мажоритаріїв. По-перше, корпоративне управління (компетенція загальних зборів, наглядової ради, ради директорів, порядок обрання, кворум для скликання й кворум для прийняття рішень, критерій «кваліфікованої» більшості чи «ветуючої» меншості). По-друге, порядок обігу акцій, для урегулювання якого традиційно в усьому світі використовуються такі інструменти: «pre-emptive right», «tag along» (обов'язковий викуп акцій), «drag along» (обов'язковий продаж акцій), опціони менеджменту або міноритарних акціонерів, порядок підпису на акції чи збільшення статутного капіталу, «non-dilution» (гарантії від «розмивання»). По-третє, відсутність безвихідних ситуацій («Deadlock» clause). Потрібно розуміти, коли в угоді акціонерів передбачають критерії «кваліфікованої» більшості або «ветуючої» меншості, то можна потрапити в безвихідь,

якщо міноритарій захоче блокувати прийняття певних рішень. Тому відсутність безвихідних ситуацій – запорука заздалегідь обговорити методи виходу з такої ситуації. По-четверте, арбітраж і застосовуване право. Таким чином вона пропонує укласти угоду між акціонерами, де будуть прописані всі проблемні моменти та шляхи їхнього врегулювання [8]. Наприклад, в угоді акціонерів прописується норма, за якою при бажанні мажоритарного акціонера продати свій пакет акцій він має право зобов'язати міноритарного акціонера (якщо тільки останній не скористався своїм пріоритетним правом на придбання акцій) продати свої акції за тією ж ціною, за якою продає мажоритарний акціонер свої. Також там повинно міститись положення, за яким, якщо мажоритарний акціонер продає акції, міноритарій, не скориставшись своїм пріоритетним правом на придбання акцій, має право зобов'язати сторону, яка виходить, продавати свої акції тільки за умови, що «вхідний» акціонер, тобто акціонер-покупець придбає акції й у нього. При описі механізму в угоді акціонерів розглядаються такі особливості: вимоги до пропозиції; подільність/неподільність пакета акцій; час на реалізацію права; час на виконання самого договору купівлі-продажу; винятки стосовно певних трансакцій тощо.

Маючи формально рівні права, що надаються акціями, акціонери нагромаджують різні можливості їх реалізації залежно від пакета акцій, які їм належать. Тому в теорії та законодавстві розмежовуються права дрібних (міноритарних) і великих (значних, мажоритарних) акціонерів. Спостерігається загальновизнаний підхід щодо [6]:

1) основоположного ступеня впливу мажоритарних акціонерів на діяльність товариства, участь у роботі його органів, що зумовлено акумуляцією пакета акцій саме для цього;

2) нехтування правами міноритаріїв самим фактом їх незначного впливу на діяльність товариства (аж до відсутності взагалі такого впливу внаслідок вирішення загальними зборами акціонерів значного кола питань простою більшістю голосів, а інших – кваліфікованою).

Механізм узгодження інтересів мажоритаріїв та міноритаріїв при укладанні угоди між ними можна реалізувати за допомогою схеми на рис. 1. На ньому показано узгодження інтересів міноритаріїв та мажоритаріїв на основі укладення угоди між ними. В ній повинні бути прописані основні моменти управління підприємством, досягнення згоди під час голосування, закладений принцип відсутності безвихідних ситуацій. Майбутні акціонери перед прийняттям рішення про купівлю цінних паперів підприємства повинні ознайомитися з цією угодою. У разі згоди з її основними положеннями – стати мажоритарієм чи міноритарієм товариства.

Підвищення ринкової вартості підприємства – основна стратегічна ціль акціонерів. У межах досягнення стратегічних цілей підприємства акціонери повинні діяти узгоджено. Тому доцільна розробка комплексних заходів, які б дозволяли це реалізувати не лише в коротко- а й у довгостроковій перспективі (рис. 2).

Узгодження інтересів мажоритаріїв та міноритаріїв за схемою (рис. 2) сприятиме досягненню стратегічних пріоритетів підприємства, розробці ефективної фінансової політики, яка забезпечить підвищення котирування на цінні папери товариства. Механізм співставлення інтересів кожної з груп акціонерів з існуючою фінансовою політикою та можливостями і пріоритетними напрямками зміни існуючої фінансової політики сприятиме уникненню непорозумінь між мажоритаріями та міноритаріями. Це забезпечить чітке їх бачення загальних пріоритетів розвитку підприємства, які ставить його керівництво.



Рис. 1. Механізм реалізації інтересів мажоритаріїв та міноритаріїв при укладенні угоди



Рис. 2. Схема узгодження інтересів між мажоритаріями та міноритаріями для досягнення стратегічних пріоритетів підприємства

Практична реалізація цих схем можлива лише після виявлення природи інтересу мажоритаріїв та міноритаріїв. Практикою доведено, що не власні інтереси підштовхують дрібного акціонера до конфлікту з мажоритарієм, а чийсь інший інтерес. Для вираховування генератора інтересу (замовника дій дрібного акціонера, через якого проводяться, відповідно, продумані кампанії) використовують метод від противного. Цим інтересом не може бути:

1) інтерес мажоритаріїв, оскільки вони свою позицію оприлюднили на загальних зборах акціонерів і втілили в їх рішення;

2) інтерес інших міноритаріїв, позаяк вони мають можливість (повинні мати або їм вона повинна бути забезпечена законодавчо) або консолідуватися і провести своє рішення, або припинити свій зв'язок із АТ шляхом продажу акцій. Однак останнє знов-таки має бути пов'язано з порушенням їхнього матеріального інтересу, загрозою збитків від їхніх вкладень в акції, а не з гіпотетичними попередженнями про те, що до управління в АТ прийшли непрофесіонали.

Виявлення дійсного генератора інтересу, під якого розробляються та провадяться сценарії «зміни влади», в АТ має суттєве значення. Як правило, ним є стороння особа, яка перебуває поза сферою корпоративних відносин, за їхніми рамками. Її дії щодо впливу на АТ через дрібного акціонера принципово неправомірні. Інтерес сторонньої особи, яка зацікавлена в участі в АТ, може бути задоволено іншим, законним шляхом – вона має можливість оцінити стан АТ із доступної інформації щодо нього, дійти висновку про придбання акцій і вже діяти як акціонер, а не впливати на ситуацію в товаристві, аби створити для себе можливість участі в ньому.

**Висновки.** Новизна наукового дослідження – розробка механізму реалізації інтересів мажоритаріїв та міноритаріїв при укладенні угоди між ними, а також схеми узгодження їхніх інтересів для досягнення стратегічних пріоритетів підприємства. Використання запропонованих підходів у практичній діяльності підприємств забезпечить неможливість:

а) міноритаріїв блокувати рішення інших акціонерів, наприклад, сьогодні дрібний акціонер може призупинити дію рішення загальних зборів;

б) впливу сторонньої особи, інтерес якої нібито порушено, на діяльність АТ, рішення його органів, хоча не має права участі і відповідних відносин із товариством.

Урахування цих рекомендацій сприятиме дотриманню прав акціонерів та узгодженню їхніх інтересів. У подальшому доцільно розробити конкретні механізми узгодження інтересів у межах окремих груп міноритаріїв, мажоритаріїв та стейкхолдерів.

## Література

1. Акімова І. Структура власності, корпоративне управління та показники роботи підприємств: результати емпіричного дослідження роботи підприємств / І. Акімова, Г. Швьодіауер. – Інститут економічних досліджень та політичних консультацій, липень 2003.– С. 4.

2. Закон «Про акціонерні товариства»: юристи вже знайшли прогалини [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://antiraidер.ua/ucp\\_mod\\_ucp\\_site\\_arts\\_show\\_79.html](http://antiraidер.ua/ucp_mod_ucp_site_arts_show_79.html).

3. Кулич Е. Игры, в которые играют акционеры / Е. Кулич // Бізнес.– 2003.– № 47.– 4 нояб.– С. 66.

4. Пашутін Є. Під гаслом захисту прав міноритаріїв / Євген Пашутін [Електронний ресурс] // Юр. газета.– 2007.– 7 черв., № 23 (107).– Режим доступу: <http://www.yur-gazeta.com/article/1275>.

5. Сірко А. Корпоративна власність у транзитивній економіці / А. Сірко // Економіка України.– 2003.– № 2.– С. 57–64.

6. Спасибо-Фатеєва І. Захист інтересів міноритаріїв та сторонніх осіб у корпоративних правовідносинах / Інна Спасибо-Фатеєва [Електронний ресурс] // Юр. газета.– 2005.– 29 верес., № 18 (54).– Режим доступу: <http://www.yur-gazeta.com/oarticle/1786>.

7. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання : навч.-метод. посіб. [для само-ст. вивч. дисц.] / [О. О. Терещенко, Я. І. Невмержицький, А. П. Куліш та ін.]; за заг. ред. О. О. Терещенка.– К. : КНЕУ, 2006.– 312 с.

8. Фоміна К. Традиційні інвестиційні інструменти, які використовуються в угоді акціонерів при обігу акцій / Катерина Фоміна [Електронний ресурс] // Правовий тиж-день.– 2008.– 7 жовт., № 41(114). – Режим доступу: <http://www.legalweekly.com.ua/article/?uid=655>.

**Summary.** The groups of proprietors of enterprise are considered, in particular minority and mazhoritariy, their interests and offered mechanism of concordance of these interests are certain with the purpose of providing of the effective functioning of enterprise.

**Keywords:** mazhoritariy, minority, interests, mechanism of concordance, market value of enterprise.

*Стаття надійшла до редакції 13.10.2009*