

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Белоусова І.А. Економічна безпека як складова національної безпеки України / І.А. Белоусова // Економічний часопис-XXI. – 2010. – № 5–6. – С. 14–18.
2. Волощук Р.В. Порівняльний аналіз підходів до визначення вагових коефіцієнтів інтегральних індексів стану складних систем / Р.В. Волощук // Індуктивне моделювання складних систем. – 2013. – Вип. 5. – С. 151–165 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://nbuv.gov.ua/UJRN/Imss_2013_5_29
3. Башинська І.О. Використання методу експертних оцінок в економічних розрахунках / І.О. Башинська // Актуальні проблеми економіки. – 2015. – № 7. – С. 408–412.
4. Грабовецький Б.Є. Методи експертних оцінок: теорія, методологія, напрямки використання : [монографія] / Б.Є. Грабовецький. – Вінниця : ВНТУ, 2010. – 171 с.
5. Елтаренко Е.А., Крупнова Е.К. Обработка экспертных оценок : [учебное пособие] / Е.А. Елтаренко, Е.К. Крупнова. – М. : МИФИ, 1982. – 96 с.
6. Саати Т., Кернс К. Аналитическое планирование. Организация систем / Т. Саати, К. Кернс ; пер. с англ. – М. : Радио и связь, 1991. – 224 с.
7. Экспертные оценки в научно-техническом прогнозировании / Академия наук Украинской ССР Ордена Ленина Институт кибернетики. – Киев : Наукова думка, 1974. – 159 с.
8. Кендэл М. Ранговые корреляции. Зарубежные статистические исследования / М. Кендэл. – М. : Статистика, 1975. – 216 с.
9. Котенко Т.Ю. Економічне моделювання взаємозв'язку операційних витрат та фінансового результату / Т.Ю. Котенко // Культура народів Причорномор'я. – 2011. – № 205. – С. 50–55.

ОЦІНКА ПАРАМЕТРІВ РИЗИКУ РЕЙДЕРСЬКИХ ЗАХВАТІВ КОРПОРАТИВНОГО ПІДПРИЄМСТВА

EVALUATION OF RISK PARAMETERS RAIDER CAPTURE THE CORPORATE ENTERPRISE

УДК 658.012.8

Писаревський М.І.

аспірант кафедри фінансово-економічної безпеки, обліку і аудиту Харківський національний університет міського господарства імені О.М. Бекетова

У статті розглянуто існуючі методики оцінки ризику недружніх поглинань (рейдерства), виділено їх переваги та недоліки. Запропоновано оцінювати параметри ризику для корпоративного підприємства як об'єкта потенційного рейдерського захвату на основі інтегрованого підходу.

Ключові слова: недружні поглинання, рейдерство, оцінка ризику рейдерства, стан володіння акціями, стан корпоративного управління, стан реєстрації цінних паперів, фінансово-економічний стан.

В статье рассмотрены существующие методики оценки риска недружественных поглощений (рейдерства), выделены их преимущества и недостатки. Предложено оценивать параметры риска для корпоративного предприятия как объекта потенциального рейдерского

захвата на основе интегрированного подхода.

Ключевые слова: недружественные поглощения, рейдерство, оценка риска рейдерства, состояние владения акциями, состояние корпоративного управления, состояние регистрации ценных бумаг, финансово-экономическое состояние.

The article describes the existing methods for the assessment of the risk of hostile takeovers (raiding), highlighted their advantages and disadvantages. It is suggested of risk parameters assessment for the corporation as a potential object of raider attacks on the basis of an integrated approach.

Keywords: hostile takeovers, corporate raiding, risk assessment of raiding, as stock ownership, governance, the state registration of the securities, financial and economic status.

Постановка проблеми. В даний час керівництвом підприємств усвідомлюється необхідність формування системи протидії рейдерам. Однак існує ряд проблем, пов'язаних із вимірюванням і адекватною оцінкою ризику недружнього поглинання (рейдерства) корпорацій, що не дозволяє своєчасно виявляти параметри, які необхідно враховувати менеджерам і керівництву фірми при наданні протидії недружнім поглинанням.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженню різних аспектів ризику недружніх поглинань (рейдерських захватів) присвячені праці таких вчених як: Н. Кричевський [1], В. Філімонова [3], І. Вінокур [4], А. Магуратова [4], Е. Савуляк [5],

Н. Согріна [6] та ін. У зв'язку із наростанням напруженості в суспільстві вітчизняні підприємства все більш частіше виступають як об'єкт потенційного рейдерського захвату, який здійснюються всупереч закону чи бажанню власників (акціонерів). Окрім того, що виникає нагальна потреба ідентифікації цих процесів в Україні, так можна зауважити: фактори рейдерських захватів носять більшою мірою теоретичний характер і потребують кількісного оцінювання.

Метою статті є узагальнення наукових підходів до визначення ризику недружнього поглинання підприємства та розробка методичного забезпечення щодо оцінки параметрів ризику рейдерських захватів корпоративного підприємства.

Виклад основного матеріалу дослідження.

Проведемо аналіз існуючих підходів/методик до визначення ризику недружного поглинання з метою формування власної моделі оцінки. Н. Кричевський у роботі [1] пропонує факторну методику оцінки ризику рейдерства. Всі фактори поділено на п'ять груп:

1) організаційна структура фірми (акціонерного товариства: контрольного пакету немає (+0,5 бала); ТОВ: наявність засновників, які не беруть участі у діяльності (+0,5 бала);

2) власність (наявність нерухомості об'єктів інтелектуальної власності (+1 бал); неналежне правове оформлення активів (+1 бал); чинні обтяження (+0,5 бала);

3) фінансово-економічний стан (зростання вартості фірми (+0,5 бали); наявність простроченої кредиторської заборгованості (+0,5 бала); ведення подвійної бухгалтерії (+1 бал);

4) менеджмент (внутрішні конфлікти за весь період діяльності (+0,5 бала); відсутність мотивації та стимулювання менеджменту (+0,5 бала);

5) зовнішнє оточення (відсутність постійних контактів з реєстратором (+0,5 бали); несприятливе соціальне оточення (+0,5 бала); негативні стосунки з органами влади (+1 бал); відсутність контактів з законними силовими структурами (+0,5 бала); невдалі спроби рейдерських поглинань (+0,5 бала).

А. Кірєєв пов'язує успіх рейдерської атаки з наявністю «вікна» – погано оформленого активу або незадоволеного акціонера з міноритарним пакетом [2]. Крім того, серед усіх інших факторів, що загрожують безпеці володіння бізнесом, першочергово вказано на конфлікт інтересів між власниками і (або) вихід дій управителя з-під контролю власників.

За даними, отриманими В. Філімоною в результаті проведеного соціологічного дослідження [3], рейдерському захопленню часто сприяє ситуація, що склалася в самій компанії. Підприємство, яке шукає інвестора, дає привід зацікавитися собою. Впливають на сприйняття

ситуації також місцезнаходження та вид підприємства. Існують проблеми низького рівня обізнаності підприємців, недостатнього рівня корпоративної культури, відсутності системи прогнозування ситуацій. Створюють велику ймовірність того, що компанія стане об'єктом рейдерської уваги, прорахунки у діяльності керівництва, а саме: найменша помилка у поведінці по відношенню до акціонерів, у взаєминах з законом, у зловживанні нелегальної заробітної платою й т. ін.

Рейдерським захопленням піддаються багато компаній, найбільш вразливими є ті, у яких спостерігається [4]: «розпилений» пакет акцій; на балансі ліквідна нерухомість та земельні ділянки; велика кредиторська заборгованість; висока рентабельність бізнесу; порушення в оформленні документів; порушення при придбанні активів; порушення порядку проведення зборів акціонерів і засідань ради директорів; відсутність служби безпеки; недосконалість законодавчої бази.

Вищеперераховані фактори рейдерських захоптів носять більшою мірою теоретичний характер і потребують кількісного оцінювання.

Е. Савуляк розробив наступний тест на рейдеропридатність компанії (табл. 1) [5]. До переваг методики Е. Савуляка належать доступність застосування, обґрунтованість вибору коефіцієнтів, можливість протестувати розроблену систему протидії ворожого поглинання.

Проте, Согріна Н. вважає за недолік представленої методики те, що значущість частини коефіцієнтів треба передивитися. Необхідно ввести такі коефіцієнти: «активність міноритарних акціонерів», наявність внутрішніх конфліктів, ставлення з органами влади.

У якості удосконалення представленої методики Н. Согріна запропонувала власну оцінку недружного поглинання (рейдерства) [6]. Ризик недружного поглинання визначається за формулою:

$$P = \frac{1}{2}(K_{\text{свод}} + \Phi), \quad (1)$$

де $K_{\text{свод}}$ – зведений коефіцієнт, що враховує сумарний вплив 15 коефіцієнтів; Φ – оцінка фактору «фінансово-економічний стан».

Таблиця 1

Оцінка «рейдпридатності» компанії

Коефіцієнт	Значення	Бал
K1 – ступінь «розпорошеності»/консолідованості структури фірми	а) пакет акцій «розпорошений» вище 51 %	30
	б) пакет акцій «розпорошений» на 25–51 %	10
	в) пакет акцій «розпорошений» менше 25 %	3
K2 – частка ринкової вартості нерухомості в активах фірми	а) вище 50 %	30
	б) 10–50 %	10
	в) менше 10 %	1
K3 – частка кредиторської заборгованості в активах фірми	а) вище 50 %	5
	б) 10–50 %	3
	в) менше 10 %	1
K4 – частота виплати дивідендів	а) щорічно	1
	б) не виплачуються	3

Закінчення таблиці 1

K5 – галузь, в якій працює корпорація	а) найбільш рентабельні (паливна, чорна і кольорова металургія, роздрібна торгівля і громадське харчування, зв'язок, транспорт, будівництво, фінанси і страхування)	3
	б) інші галузі	1
K6 – регіон, в якому розташована корпорація	а) регіон, схильний до інфраструктурного впливу найбільшою мірою	3
	б) інші регіони	1
K7 – організаційно-правова форма власності фірми	а) ПАТ, ЗАТ	3
	б) ТОВ	2
	в) інші	1
K8 – реальність юридичної та фактичної адрес фірми	а) реальні	1
	б) нереальні	3
K9 – вид фірми, на яку виведені найцінніші активи	а) траст / фонд	1
	б) інше (ТОВ, офшор Сейшилы Беліз і т. ін., європейська компанія – Кіпр, Данія і т. ін.)	10
K10 – центри володіння активами	а) центри володіння і прибутку розділені	1
	б) всі активи зосереджені в одному центрі	5
K11 – проведення процедури юридичного due diligence по відношенню до первинних засновників і директорів корпорації	а) так, проводилась	1
	б) ні, не проводилась	5
K12 – реальність особистостей засновників і директора	а) власник прихований	5
	б) власник все контролює безпосередньо або через трастового керуючого	1
K13 – ведення реєстру фірми	а) реєстр акціонерів веде сама корпорація	1
	б) інше (реєстр веде російський або західний депозитарій)	5
K14 – публічність реального власника	а) власник відомий	10
	б) власник прихований	1
K15 – надійність реєстратора	а) в реєстраторі впевнений	1
	б) інформацією про реєстратора не мають	5
K16 – справжність підпису директора / акціонера	а) підпис директор ставить завжди власноруч	1
	б) інше	10

Таблиця 2

Оцінка недружнього поглинання за факторами «організаційна структура», «власність», «менеджмент і акціонери» і «зовнішнє оточення»

Фактор	Коефіцієнти	Значення	Бал
Організаційна структура	K1 – ступінь «розпорошеності»/ консолідованості акцій	а) пакет акцій «розпорошений» вище 51 %	30
		б) пакет акцій «розпорошений» на 25–51 %	10
		в) пакет акцій «розпорошений» менше 25 %	3
	K2 – центри володіння активами	а) центри володіння активами та прибутком розділені	1
		б) всі активи зосереджено в одному центрі	5
	K3 – вид корпорації, на яку виведені найцінніші активи	а) траст / фонд	1
б)) інше (ТОВ, офшор Сейшилы Беліз і т. ін., європейська компанія – Кіпр, Данія, Голландія і т. ін.)		3	
Власність	K4 – доля ринкової вартості нерухомості в активах корпорації	а) вище 50 %	30
		б) 10–50 %	10
		в) менше 10 %	1
	K5 – реальність фактичної та юридичної адреси фірми	а) реальні	1
		б) не реальні	3
	K6 – проведення процедури юридичного due diligence по відношенню до первинних засновників і директорів корпорації	а) да, проводилась	1
б) ні, не проводилась		5	

Менеджмент та акціонери	K7 – частота виплати дивідендів	а) щорічно	1
		б) не виплачуються	3
	K8 – активність мініоритарних акціонерів	а) спостерігається різке скорочення активності	3
		б) активність залишається незмінною	1
	K9 – наявність внутрішніх конфліктів	а) існують	5
		б) незгоди будуть вирішені	1
K10 – публічність реального власника	а) власник відомий	10	
	б) власник невідомий	1	
K11 – справжність підпису директора/акціонера	а) підпис директор ставить завжди власноручно	1	
	б) факсиміле	10	
	в) інше	10	
Зовнішнє оточення	K12 – галузь, у якій працює фірма	а) найбільш рентабельні (паливна, чорна і кольорова металургія, роздрібна торгівля і громадське харчування, зв'язок, будівництво, фінанси)	5
		б) низькорентабельні галузі (машинобудування)	4
		в) нерентабельні галузі (легка промисловість)	3
	K13 – ведення реєстру фірми	а) реєстр акціонерів веде западний депозитарій	1
		б) реєстр акціонерів веде вітчизняний репозитарій	4
		в) реєстр веде сама корпорація	5
	K14 – надійність реєстратора	а) в реєстраторі впевнені	
		б) інформацією про реєстратора не володіють	1
	K15 – відношення з органами влади, із законними силовими структурами	а) підтримка маловірогідна	4
		б) підтримка вірогідна	5

При цьому, запропоновані коефіцієнти використовуються у системі механізму забезпечення економічної безпеки підприємства, зокрема у напрямку протидії рейдерству [7-8]. Ризик недружного поглинання оцінюється: низький (клас 1), середній (клас 2), високий (клас 3), досить імовірний (клас 4). Коефіцієнти згруповані за факторами, оцінюваним за відповідними коефіцієнтами (табл. 2). Інтерпретація отриманої суми балів зведеного коефіцієнта – клас недружного поглинання: клас 1, якщо $K_{\text{свод}} \leq 20$; клас 2, якщо $21 \leq K_{\text{свод}} \leq 38$; клас 3, якщо $39 \leq K_{\text{свод}} \leq 70$; клас 4, якщо $K_{\text{свод}} \geq 71$.

Фактор «фінансово-економічний стан» оцінюється за результатами шести розділів за формулою простої середньої арифметичної:

$$P = \frac{\sum P_n}{\sum n}, \quad (2)$$

де P_n – клас показника; n – кількість класів.

Отримані результати по розділах зіставляються з нормативними значеннями. Ризик недружного поглинання за рівнем та класами визначено наступним чином:

низький (клас 1), якщо значення по першим чотирьом перевищують норматив на 25-50%, по розділу 5 – при $Z > 2,675$; по розділу 6 клас кредитоспроможності перший;

середній (клас 2), якщо значення по першим чотирьом розділам відповідають нормативним значенням, за розділом 5 – при $Z = 2,675$, по розділу 6 клас кредитоспроможності другий;

високий (клас 3), якщо значення по першим чотирьом розділам менше нормативу на 25 %; по розділу 5 – при $1,81 < Z < 2,675$, по розділу 6 клас кредитоспроможності третій;

вельми вірогідний (клас 4), якщо отримані значення по першим чотирьом розділам менше нормативу на 50 %, в розділі 5 – при $Z < 1,81$, по розділу 6 клас кредитоспроможності четвертий або п'ятий.

Авторську розробку параметрів оцінки ризику рейдерського захвату корпоративного підприємства представлено в табл. 3.

Так, виходячи з інформації наданої в табл. 3, параметри, що формують ризик рейдерського захвату згруповано за станом: 1 група - стан володіння акціями та активами; 2 група - стан корпоративного управління; 3 група - стан реєстрації емісії цінних паперів та публічності власника; 4 група - фінансово-економічний стан (вірогідність банкрутства). Даний підхід забезпечує включення нового параметру – стан корпоративного управління; інші параметри сформовані

Таблиця 3

Параметри оцінки ризику рейдерського захвату корпоративного підприємства

Параметр	Коефіцієнти	Значення	Бал
Стан володіння акціями та активами	K1 – ступінь «розпорошеності»/ консолідованості акцій	а) пакет акцій «розпорошений» вище 75 %	1
		б) пакет акцій «розпорошений» вище 51 %	0,75
		в)) пакет акцій «розпорошений» на 25–51 %	0,50
		г) пакет акцій «розпорошений» менше 25 %	0,25
	K2 – центри володіння активами	а) центри володіння активами та прибутком розділені	0,5
		б) всі активи зосереджено в одному центрі	1
	K3 – доля ринкової вартості нерухомості в активах корпорації	а) вище 50 %	1
		б) 25–50 %	0,75
		в) менше 10 %	0,25
	Стан корпоративного управління	K4 – прийнято рішення про реорганізацію	а) так
б) ні			0,5
K5 – прийнято рішення про додатковий випуск акцій		а) так	0,5
		б) ні	1
K6 – прийнято рішення про внесення змін до статуту		а) так	0,5
		б) ні	1
K7 – прийнято рішення про обрання або припинення повноважень голови та членів наглядової ради, виконавчого органу		а) так	1
		б) ні	0,5
K8 – наявність комітетів в складі наглядової ради (Стратегічного планування, аудиторський, інвестиційний, інші)		а) наявні	0,5
		б) відсутні	1
K9 – наявність у статуті положень про конфлікт інтересів, тобто суперечність між особистими інтересами посадової особи та обов'язком діяти в інтересах акціонерного товариства		а) наявні	0,5
		б) відсутні	1
K10 – відкритість інформації про діяльність вашого акціонерного товариства		а) відкрита	0,5
	б) конфіденціальна	1	
K11 – планування АТ включити власні акції до лістингу фондових бірж протягом наступних трьох років	а) є	0,5	
	б) немає	1	
K12 – наявність власного кодексу (принцип, правил) корпоративного управління	а) є	0,5	
	б) немає	1	
K13 – порушення порядку проведення зборів акціонерів і засідань ради директорів	а) відбувалося	1	
	б) не відбувалося	0,5	
Стан реєстрації емісії цінних паперів та публічності власника	K14 – ведення реєстру фірми	а) реєстр акціонерів веде сама корпорація	0,5
		б) інше (реєстр веде депозитарій)	1
	K15 – публічність реального власника	а) власник відомий	0,5
		б) власник прихований	1
K16 – надійність реєстратора	а) в реєстраторі впевнений	0,5	
	б) немає чіткої та достовірної інформації про реєстратора	1	
Фінансово-економічний стан (вірогідність банкрутства)	K17 – вірогідність фінансово-економічної неспроможності	а) вірогідність банкрутства менше 50 %	0,25
		б) вірогідність банкрутства більше 50 %	1
		в) вірогідність банкрутства дорівнює 50 %	0,5

з урахуванням попередніх методичних підходів. При відборі коефіцієнтів враховано, що найважливішим критерієм їх включення є наявність та достовірність інформації для визначення значень цих коефіцієнтів.

Для оцінки значущості коефіцієнтів пропонується використовувати значення балів від 0 до 1. Кількість балів, що привласнюється, визначається шляхом ділення одиниці на кількість значень відповідно коефіцієнта. Бали привласнюються прямопропорційно значенням коефіцієнтів з точки зору ризику впливу на рейдерські захоплення.

Висновки. У статті виконано узагальнення та систематизація наукових підходів до визначення ризику недружного поглинання підприємства. На цій основі запропоновано оцінку параметрів ризику рейдерських захоптів корпоративного підприємства на основі інтегрованого підходу. Для оцінки недружного поглинання автором враховано найбільш інформативні показники, що утворюють систему індикаторів ризику рейдерських захоплень корпорації. Крім того, розглянуті показники використовуються при оцінці рівня економічної безпеки корпоративного підприємства, що дозволить сформулювати заходи безпеки для протидії рейдерству. Перспективою подальшого дослідження є оцінка впливу встановлених параметрів ризику недружного поглинання на показник інвестиційного потенціалу, який означає, що корпоративне підприємство може бути об'єктом рейдерських атак.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Кричевский, Н. Рейдерство: «корпоративный захват» или «недружественное (враждебное) поглощение» [Электронный ресурс] / Н. Кричевский // Ваша безопасность : [офиц. сайт], [раздел] : Статьи. URL <http://www.secyou.ru/index>.
2. Киреев, А. Рейдерство на рынке корпоративного контроля: результат эволюции силового предпринимательства / А. Киреев // Вопросы экономики. – 2007. – № 8. – С. 80–92.
3. Филимонова, В. Рейдерство как социально-экономический и политический феномен современной России / В. Филимонова // Общество и экономика. – 2008. – № 5. – С. 101–139.
4. Винокур И. Р. Рейдерство в России: проблемы и пути решения / И. Р. Винокур, А. А. Мугаратова // Проблемы современной экономики. – 2015. – 3 (55). – С. 161–166.
5. Савуляк, Э. Тест на рейдпригодность / Э. Савуляк // Top-Manager. – 2008. – № 7-8. – С. 46–49.
6. Согрина, Н. С. Методика оценки риска недружественного поглощения (рейдерства) в трансформируемой экономике / Н. С. Согрина // Вестник Челябинского государственного университета. Экономика. Вып. 25. – 2010. – № 5 (186). – С. 166–172.
7. Козаченко, А. В. Экономическая безопасность предприятия: сущность и механизм обеспечения [Электронный ресурс] / А. В. Козаченко, В. П. Пономарёв, А. Н. Ляшенко // Эксперт: [офиц. сайт], [раздел] : Документы. URL: <http://www.safetyfactor.narod.ru/doc/otkat.html>
8. Экономика и организация безопасности хозяйствующих субъектов : учеб. для вузов / В. С. Гусев, В. А. Дёмин, Б. И. Кузин. – СПб., 2001. – 288 с.