

111. [Електронний ресурс] // Верховна Рада України: [Електронний доступ]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua>. – Назва з екрана.
12. Сальникова Т. Недержавна пенсія: головне – надійність // Вісник пенсійного фонду України. – 2008. – № 6. – С. 20–21.
13. Сальников Т. Пенсійне забезпечення: світовий досвід [Текст] / Т. Сальникова // Вісник пенсійного фонду України. – 2008. – № 7. – С. 2–26.
14. Сірюк Р. Досвід діяльності суб'єктів недержавного пенсійного забезпечення / Сірюк Р. // Цінні папери України. – 2007. – № 10. – С. 28–29.
15. Сирота І. М. Все о пенсиях, пособиях, социальной защите граждан Украины : Науч. прак. коммент. и сб. нормат. актов / И. М. Сирота. – Х. : Одиссей. – 2004. – 704 с.
16. Струк О. Перехідний вік / О. Струк // Контракти. – 2010. – № 45. – С. 17–18.
17. OECD Economic Outlook // [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.oecd.org. – Назва з екрана.

УДК 338.242

Шапошников К.С.
доктор економічних наук, доцент,
декан факультету економіки і менеджменту,
Херсонський державний університет

СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ ЗЛИТТЯ І ПОГЛИНАННЯ В КОРПОРАТИВНОМУ СЕКТОРІ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ

THE MODERN TRENDS IN MERGERS AND ACQUISITIONS IN THE CORPORATE SECTOR OF THE NATIONAL ECONOMY

АНОТАЦІЯ

У статті охарактеризовано сучасні тенденції злиття і поглинання в корпоративному секторі національної економіки. Обґрунтовано, що порушення балансу інтересів і, як наслідок, конфлікти між учасниками фондового ринку не сприяють підвищенню ефективності функціонування акціонерного капіталу, його мобільності, відтворенню в національній економіці. Доведено, що у розвитку корпоративного сектору національної економіки набуває актуальності проблема удосконалення корпоративного законодавства, яке має бути підґрунтям для впровадження етичних норм у практику корпоративних відносин.

Ключові слова: злиття, корпорація, корпоративне управління, корпоративний сектор, національна економіка, поглинання, реструктуризація, фондовий ринок.

АННОТАЦІЯ

В статье охарактеризованы современные тенденции слияния и поглощения в корпоративном секторе национальной экономики. Обосновано, что нарушение баланса интересов и, как следствие, конфликты между участниками фондового рынка не способствуют повышению эффективности функционирования акционерного капитала, его мобильности, воспроизводству в национальной экономике. Доказано, что в развитии корпоративного сектора национальной экономики актуальной становится проблема усовершенствования корпоративного законодательства, которое должно быть основой для внедрения этических норм в практику корпоративных отношений.

Ключевые слова: корпорация, корпоративное управление, корпоративный сектор, национальная экономика, поглощение, реструктуризация, слияние, фондовый рынок.

ANNOTATION

The article describes the current trend of mergers and acquisitions in the corporate sector of the national economy. Proved that the imbalance of interests and, as a result, conflicts between stock market participants do not contribute to the efficiency of equity, its mobility, the restoration of the national economy. It is shown that in the corporate sector of the national economy becomes urgent problem of improving corporate legislation, which should be the basis for a code of ethics in the practice of corporate relations.

Key words: acquisitions, corporation, corporate governance, corporate sector, merger, national economy, restructuring, stock market.

Постановка проблеми. Реструктуризація власності в корпоративному секторі національної економіки завжди зв'язана з переходом майнових та інших обов'язків від одного суб'єкта господарювання до новоствореної юридичної особи. При цьому, у деяких випадках відбувається зміна мети і предмета діяльності корпорації. Важливою особливістю даного актуального напряму досліджень є потреба розкриття сутності

механізму трансформації організаційно-економічного статусу існуючих компаній як суб'єктів прав на акціонерні капітали в процесі передачі їх іншим носіям прав і обов'язків, яке бере на себе новостворене корпоративне підприємство.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. При підготовці статті були також використані праці українських авторів у суміжних галузях науки, таких як дослідження технологій та стратегій корпоративного управління (О. Редькін [8; 9], Н. Хрущ [9], Л. Головка [2]), дослідження бізнес-процесів корпорацій (М. Адамкович, Я. Квач [12], В. Коваль [4]), дослідження інституціонального середовища функціонування корпоративного сектору національної економіки (Ю. Богоявленська [10], В. Онищенко, Л. Птащенко [7]) та вивчення кадрових і технологічних процесів у корпоративному секторі національної економіки (М. Аістова [1], Л. Федуллова [5]).

Постановка завдання. Трансформаційні процеси, що відбуваються у корпоративному секторі національної економіки, висувають нові вимоги до стратегій розвитку корпоративних структур, що потребує розгляду існуючих об'єктивних причин, котрі сприяють посиленню тенденції до концентрації капіталу, тобто до злиття і поглинання в корпоративному секторі національної економіки.

Виклад основного матеріалу дослідження. Чинне законодавство України щодо діяльності акціонерних товариств передбачає п'ять форм реструктуризації [3; 6]: злиття, приєднання, розподіл, виділення, перетворення. На глобальному ринку сьогодні найважливішим інструментом реструктуризації бізнесу є злиття і поглинання [1; 8; 9; 11; 12]. В існуючій теорії та практиці корпоративного управління [1; 6; 9] прийнято визначати поглинання як оплачену угоду, в результаті проведення якої відбувається перехід прав власності на корпорацію, що найчастіше супроводжується заміною менеджменту купленої корпорації та зміною її фінансової й виробничої політики. Саме на цьому етапі можливі майнові порушення, що викликає потребу розгляду виникаючих протиріч.

Найбільше прагнення до інтеграції спостерігається в тих галузях національної економіки, де найбільш гостра конкуренція, де можливі злиття, як об'єктивно обумовлені форми об'єднання акціонерних капіталів з метою оволодіння тим чи іншим сегментом ринку. Слід мати на увазі, що в Україні процедура банкрутства значно спростилася і, якщо хтось зацікавлений у

поглинанні компанії, сьогодні досить просто конвертувати борги в акції.

Крім того, фахівці відмічають [2; 10; 11], що протягом останніх двох років в корпоративному секторі у всьому світі спостерігалось зростання промислового виробництва, при цьому, з одного боку, ціни на ресурси росли повільніше, ніж ціни на кінцеву продукцію, що привело до поліпшення фінансового становища корпоративних структур. Доведено [1; 4; 7; 8], що процес злиття традиційно активізується на стадії економічного зростання і тенденції до росту курсів вартості акцій. Отже, коли фінансові ресурси достатні, одним з варіантів розвитку подій може виявитися купівля менш ефективних власників.

Автори, що досліджують механізми реструктуризації акціонерних товариств [1; 9; 12], пропонують класифікувати злиття, як: горизонтальні; вертикальні; родинні або концентричні; конгломеративні. Тип злиття залежить від ситуації на ринку й у галузі національної економіки, а також від стратегії діяльності компанії і ресурсів, які є у розпорядженні.

На нашу думку, у мотивах злиття і поглинання прихована погроза розвитку ринку цінних паперів в національній економіці. Існує кілька стратегій, що визначають причинно-наслідковий зв'язок даних процесів з реакцією на ринкові трансформації. До них можна віднести досягнення синергії, впровадження нових інформаційних та управлінських технологій, розвитку диверсифікації, створення податкових щитів та інше. Розглянемо дані процеси детальніше.

Одержання компанією-покупцем синергії може бути результатом впливу економії операційних витрат, економії витрат на проведення науково-дослідних робіт, ефективності комбінування взаємодоповнюючих ресурсів, збільшення розмірів ринкової ніші компанії. В результаті з горизонтального чи вертикального злиття з'являється більш велика компанія, що може використовувати певні переваги за рахунок економії операційних витрат, обумовлених масштабами діяльності. Вважається [1; 6; 9; 11], як правило, саме цю мету переслідують корпорації при злитті. Компанія-покупець, крім того, може досягти значного підвищення кваліфікації персоналу, якості консолідації бухгалтерського обліку, фінансового менеджменту і контролю.

Невеликі компанії і великі корпорації мають змогу використовувати взаємодоповнюючі ресурси. Так, при злитті виграють усі, тому що невелика компанія одержує доступ до фінансових ресурсів, а велика - потрібний їй продукт, причому за ціною набагато більш низькою, чим їй міг би запропонувати ринок. Компанія-покупець, використовуючи злиття, може також значно розширити власний виробничий цикл.

Можливість відходу від оподаткування відіграє не останню роль серед факторів, що стимулюють злиття в корпоративному секторі національної економіки. Наприклад, компанії можуть прийняти рішення про злиття, якщо одна з них володіє значними податковими пільгами, а операції іншої обкладаються за повними ставками податків. Тоді, якщо після злиття податкові пільги поширяться на нову компанію, це буде вигідно як для першої, так і для другої компанії, що знову викличе трансформації в корпоративному секторі національної економіки.

Узагальнення існуючої практики показує, що досить часто компанія може стати кандидатом на купівлю через те, що реальна вартість її активів набагато перевищує рівень, за яким її оцінює ринок. Однак потрібно враховувати, що реальна цінність компанії визначається потенціалом її розвитку, що містить у собі: можливість розширення ринкової ніші компанії, рівень фінансового менеджменту, швидкість виробничого циклу, якість продукції і багато інших показни-

ків, а оцінка компанії ринком може бути як завищеною, так і заниженою.

Проведені фахівцями дослідження [2; 3; 5; 10] дозволяють стверджувати, що в цілому закони України щодо процедури реструктуризації акціонерних товариств, тобто юридичних осіб, найбільше відповідають принципам англо-американської моделі корпоративного управління, оскільки законодавчими актами про акціонерні товариства передбачається низка організаційних змін, аналогічних тим, що американські юристи розуміють як процеси злиття, консолідації, поділу і відділення, а також трансформації в інший тип правової одиниці. Відсутність у вітчизняних нормативно-правових актах вказівок на можливість «участі» у злитті та приєднанні також інших організаційно-правових форм або вказівок на можливість створення в результаті реорганізації акціонерного товариства, юридичних осіб іншої організаційно-правової форми не є перешкодою для здійснення такої реорганізації.

Поглинання або злиття компаній може бути добровільним (за рішенням загальних зборів акціонерів товариства) або примусовим (за рішенням уповноважених державних органів чи суду) у випадках, встановлених законом. Однак загальною законодавчою нормою для всіх способів реорганізації є надане акціонером право вимагати викупу товариством усіх або частини належних їм акцій.

Комплекс заходів організаційної регламентації покликаний охороняти інтереси акціонерів та кредиторів товариства і є найвагомим обмежуючим фактором при прийнятті рішення про злиття чи поглинання, оскільки на практиці існує безліч можливостей фінансових втрат для вкладників власного чи позикового капіталу. Розглянемо деякі з них.

Інституціональне середовище. У більшості держав законодавство про акціонерні товариства передбачає механізми реструктуризації компанії і/або перетворення/трансформацію компанії в юридичну особу іншого типу.

Різноманітність форм. Найчастіше різні форми реструктуризації взаємно замінюються. При продажі практично всіх активів компанії акціонерні товариства повинні передбачати механізми змін структури капіталів та перерозподілу власників.

Урахування фактору ризику міноритарних акціонерів. Оскільки реструктуризація являє собою угоду (операцію), яка має порівняно високий ступінь ризику завдання збитку акціонерам, рішення про реструктуризацію повинні прийматися за згодою і схваленням акціонерів.

Урахування фактору ризику кредиторів. Важливим аспектом реструктуризації компанії є питання щодо того, якою мірою законодавство про акціонерні товариства повинно містити в собі обов'язкові положення про захист інтересів кредиторів.

Останній принцип, на нашу думку, займає головне місце в процедурах реструктуризації компаній. В умовах трансформаційних змін в корпоративному секторі національної економіки законодавство про акціонерні товариства повинне передбачати захист кредиторів у разі реструктуризації компанії. У випадках, що можуть призвести до негативних наслідків, кредитори повинні мати право вимагати дострокової виплати по зобов'язаннях компанії. Кредитори можуть дати згоду на проведення реструктуризації, якщо вона не становить для них потенційної загрози. Це дозволить кредиторам виконати наявні контрактні зобов'язання і, можливо, вимагати дострокової виплати по зобов'язаннях компанії, якщо в них є підстави припускати, що реструктуризація негативно позначиться на їхніх інтересах.

У визначених випадках кредиторам можуть надаватися додаткові механізми захисту: наприклад,

у випадку поділу компанії на дві юридичні особи або виділенні нової компанії з раніше існуючої, колишні борги можуть покриватися за встановлений період сукупними і роздільними зобов'язаннями обох юридичних осіб. Критерієм ефективності є максимальне збільшення добробуту акціонерів, для чого необхідно визначити справедливу ринкову вартість компанії-мети. Крайню оцінку справедливої ринкової вартості компанії-мети, акції якої котируються на фондовому ринку, є загальна поточна ринкова вартість усіх її емітованих акцій.

Базою для визначення показників економічної ефективності створення й діяльності нової компанії є розрахунок прибутку за роками періоду дії угоди й елементів цього прибутку, розподіл на користь власного товариства, держбюджету та окремих партнерів. Зіставлення цих елементів прибутку в динаміку з відповідними витратами дозволяє оцінити ефективність участі вітчизняного й іноземного партнерів як господарських одиниць, що працюють на умовах самофінансування та самооплатності.

Як правило, баланс компанії прогнозується за допомогою техніки «визначення інтересів», у якій усі розрахунки здійснюються без переоцінки вартості активів компанії, що купується. Потім прогнозований баланс коригується за даними, отриманими на попередніх етапах роботи. В результаті менеджмент компанії повинен одержати довгостроковий прогноз (на 5 років і більше) ефекту, що вплине на майбутні баланси і звіти про прибутки і збитки. У цьому прогнозі повинна міститися корисна для менеджменту інформація про майбутні значення таких показників як Р/Е, рейтинг облігацій компанії і більшості фінансових показників діяльності компанії.

До моменту ухвалення остаточного рішення доцільно здійснити фінансовий аудит, діагностику ризикової позиції операцій, активів і продуктів, що випускаються. Здійснення додаткових перевірок, аудиту й аналізу угоди залежить від специфіки компанії і вже виявлених попередніми аудитами недоліків.

Конвертація вважається здійсненою в цінні папери компанії, створеної в процесі реструктуризації, відповідно до державної реєстрації новоствореної компанії. При цьому, цінні папери компанії при їхній конвертації анулюються. Одночасно з державною реєстрацією випуску цінних паперів, розміщених при злитті компанії, здійснюється реєстрація звіту про підсумки випуску цінних паперів. При оцінці вартості компанії, що беруть участь у реорганізації, використовуються два найбільш розповсюджені методи кількісної оцінки: метод порівняльного аналізу (САРМ) і метод дисконтування потоків коштів (ВСП). Основна відмінність цих методів в тому, що порівняльний аналіз дозволяє корпорації-покупцеві визначити раціональну вартість поглинання, а метод дисконтування потоків коштів дозволяє визначити ефект, що зробить злиття на добробут її акціонерів.

На основі спеціальної системи коефіцієнтів аналітики корпорації-покупця визначають раціональну (визначену ринком) вартість покупки корпорації-мети. Потік коштів визначається на основі даних про операційний прибуток (прибуток, отриманий від основної діяльності підприємства); ставку прибуткового податку, за якою обкладається підприємство; амортизацію й інші безготівкові витрати; додаткових інвестицій в оборотний капітал; капіталовкладення. Крім вищезгаданих факторів, на які необхідно звернути увагу при прогнозуванні потоків коштів, існують ще два. Витрати щодо залучення капіталу можуть бути розраховані як середньозважені витрати щодо залучення позикового і власного капіталу для корпорації-покупця. Середньозважені витрати щодо залучення капіталу можуть бути виявлені при наявності інфор-

мації про: середньозважені витрати щодо залучення капіталу; гранична ставка корпоративного прибуткового податку; прибутковості боргових зобов'язань корпорації; прибутковості власного (акціонерного) капіталу корпорації, тобто часткових зобов'язань; вартості усіх боргових зобов'язань корпорації; ринкової вартості корпорації.

Однак, є і проблеми використання даних методів оцінки. Перша - це знаходження ставки дисконту для застосування моделей ВСП за допомогою моделі САРМ, що, на жаль, працює тільки у твердих припущеннях абсолютно жорсткого ринку, яким ринок України не відповідає. Друга - це те, що для застосування порівняльного методу аналізу необхідна наявність активного національного механізму корпоративного контролю, що в Україні тільки починає з'являтися. Ще одна додаткова проблема, з якою зустрічається аналітик, що застосовує ВСП - це прогнозування потоків коштів. У нашій країні досі не працює класична схема прогнозування потоків коштів.

Ухвалення рішення про застосування того чи іншого методу фінансування при реорганізації є одним із ключових елементів угоди, що може значним чином вплинути на ухвалення остаточного рішення компанії про доцільність оплати зобов'язань простими акціями. Дослідження [1; 9] свідчать, що ця форма містить безліч труднощів, вирішити які буває складно, навіть на розвиненому і відносно стабільному фондовому ринку. Тому необхідно визначити, як позначиться додаткова емісія звичайних акцій на власному капіталі компанії-покупця, а також на її поточній операційній діяльності, і, звичайно, оцінити довгострокові перспективи реструктуризації. Основною стратегічною перевагою використання при оплаті злиття конвертованих цінних паперів є можливість емісії компанією-покупцем звичайних акцій без негайного ефекту «дифузії» власного капіталу. На практиці основною причиною досить часто використання компаніями цього методу оплати є можливість одержання значних податкових знижок для акціонерного товариства.

Сучасна ситуація в корпоративному секторі національної економіки характеризується збільшенням масштабів викупу акцій з метою перерозподілу власності [2; 3; 5; 6; 12], що має легальну основу насамперед в існуванні ринку цінних паперів - інструменту здійснення цих операцій. А сам перерозподіл, що проводиться під виглядом реорганізації, схеми якої не завжди укладаються в рамки закону, супроводжується зниженням рівня прозорості в умовах недосконалого інституціонального середовища.

Однією з найважливіших задач, що сьогодні поставили перед українською державою, є встановлення розумного співвідношення між державним і ринковим саморегулюванням фондового ринку. Головною метою державного регулювання повинно залишатися забезпечення безперервності процесу відтворення національного господарства і досягнення економічної ефективності на макrorівні. В першу чергу, це стосується ринку фінансових інструментів та системи обліку прав власності. Відсутність ефективної фінансової індустрії, внаслідок недосконалості законодавчого забезпечення механізмів прозорості відносин на ринку цінних паперів, може залишити Україну поза світовими фінансовими потоками й обмежити її реальні можливості щодо європейської інтеграції.

Висновки з проведеного дослідження. Підбиваючи підсумки, доцільно відзначити, що порушення балансу інтересів і, як наслідок, конфлікти між учасниками фондового ринку не сприяють підвищенню ефективності функціонування акціонерного капіталу, його мобільності, відтворенню в національній економіці. Тому залишається актуальною проблема узгодження цілей, інтересів та дій в корпоративному секторі

національної економіки з використанням важелів та стимулів організаційної регламентації, що дозволяє сформулювати такі висновки:

1. Фондовий ринок може успішно функціонувати тільки при наявності ряду документів, що регламентують відносини, зв'язки й процедури, на яких будується механізм досягнення консенсусу різних сил на загальнодержавному й міждержавному рівнях, компромісу між учасниками процесу реструктуризації і руху акціонерних капіталів в національній економіці.

2. Необхідно враховувати правовий статус акціонерних товариств, який визначається також банківським, страховим, інвестиційним, валютним законодавством, а також законодавством, що регулює професійну діяльність на ринку цінних паперів.

3. У розвитку корпоративного сектору національної економіки набуває актуальності проблем а удосконалення корпоративного законодавства, яке має бути підґрунтям для впровадження етичних норм у практику корпоративних відносин в національній економіці.

4. Проблема забезпечення прозорості ринку цінних паперів, як в цілому, так і в процесі реструктуризації капіталів акціонерних товариств залишається найбільш актуальною в національній економіці. Істотні відмінності досліджуваних процесів у розвинутих країнах світу й в Україні обумовлені, з одного боку, непорівнянністю масштабів угод і, з іншого, – прибутковістю від операцій на вторинному ринку цінних паперів.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Аистова М. Д. Реструктуризация компании: вопросы управления. Стратегии, координация структурных параметров, снижение сопротивления преобразованиям : [Текст] / Аистова М. Д. – М. : Альпина Паблшер, 2002. – 287 с.
2. Головкова Л. С. Институциональні проблеми розвитку корпоративних процесів в економіці України [Електронний ресурс] / Л. С. Головкова // Соціально-економічні проблеми і держава. – 2011. – Вип. 1(4). – Режим доступу : <http://sepd.tntu.edu.ua/images/stories/pdf/2011/11glsveu.pdf>.
3. Закон України «Про цінні папери та фондову біржу» / Відомості ВР України. – 1991. – № 38 // Галицькі контракти. – Офіц. вид. – 1996. – № 42.
4. Коваль В. В. Стратегічний підхід до організації управління бізнес-процесами операторів телекомунікацій / В. В. Коваль // Моделі забезпечення сталого розвитку світового господарства: економіка, фінанси та право : [матеріали Міжнар. наук.-практ. конф., м. Київ, 30 травня 2008 р.]. – К. : УДУФМТ, 2008. – С. 109–111.
5. Корпоративні структури в національній інноваційній системі України / [Федулова Л. І., Осецький В. Л., Гончаров Ю. В.] ; за ред. Л. І. Федулової. – К. : УкрІНТЕІ, 2007. – 812с.
6. Міжнародні та національні стандарти корпоративного управління [Текст] / Збірник норм. докум. – К. : Міжнародна фінансова корпорація, 2002. – 247 с.
7. Онищенко В. О. Система збалансованості економічних інтересів у корпоративній стратегії / Онищенко В. О., Птащенко Л. О. // Економіка та держава : науковий журнал. – 2008. – № 6. – С. 41–44.
8. Редькин А. С. Современные концепции корпоративного управления / А. С. Редькин // Вестник социально-экономических исследований : [Сб. науч. тр.]. – Одесса : ОГЭУ, 2002. – Вип. 11. – С. 22–34.
9. Редькин О. С. Сучасні стратегії та технології корпоративного управління: [монографія] / О. С. Редькін, В. Реген, Н. А. Хрущ ; Одес. Нац. Академія зв'язку ім. О. С. Попова. – Одеса : «Евен», 2004. – 216 с.
10. Шапошников К. С. Еволюція інституціональної теорії в контексті трансформації сучасних економічних систем: монографія / Ю. В. Богоявленська, К. С. Шапошников ; ЖДТУ. – Житомир : Видавництво ЖДТУ, 2010. – 550 с.
11. Шапошников К. С. Креативне корпоративне управління: теорія і практика: монографія / К. С. Шапошников ; Херсонський державний університет. – Херсон : Видавництво ХДУ, 2010. – 256 с.
12. Шапошников К. С. Корпоративне управління організаційним розвитком: креативні засади: монографія / Я. П. Квач, К. С. Шапошников, М. М. Адамкович ; ОДІФ УДУФМТ. – Ізмаїл : СМІЛ, 2008. – 272 с.