

## ЕКОНОМІКА ТРАНСПОРТУ ТА ЗВ'ЯЗКУ

УДК 338.242

Адамкович М. М., Зотов О. В., Шапошников К. С.  
Adamkovic N. N., Sototv A. V., Shaposhnikov K. S.

### ОСОБЛИВОСТІ ПРОЦЕСІВ ЗЛИТТЯ Й ПОГЛИНАННЯ КОМПАНІЙ

#### PROCESSES SPECIFICATIONS OF CONFLUENCE AND ABSORPTION COMPANIES

**Анотація.** Розглядаються тенденції концентрації капіталу у формах злиття і поглинань компаній, обґрунтовуються ефективні шляхи досягнення фінансової синергії в процесі реструктуризації акціонерних товариств.

**Summary.** The tendency of concentration capital in forms of confluence and absorption companies are considered, an effective ways achievement of financial synergy in process of restructorization a joint-stock companies are substantiated.

Реструктуризація акціонерних товариств, як відзначено в закордонній та вітчизняній літературі [1, 2, 3, 4], завжди зв'язана з переходом майнових і інших обов'язків від одного суб'єкта права до новоствореної юридичної особи. При цьому, у деяких випадках відбувається зміна мети і предмета її діяльності. Важливою особливістю даного напрямку досліджень є потреба розв'язання проблеми 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 підприємство або компанія.

Чинне законодавство України щодо діяльності акціонерних товариств передбачає п'ять форм реструктуризації: злиття, приєднання, розподіл, виділення, перетворення. У закордонній практиці найважливішим інструментом реструктуризації бізнесу є злиття і поглинання. В існуючій практиці прийнято визначати поглинання як оплачену угоду, в результаті проведення якої відбувається перехід прав власності на корпорацію, що найчастіше супроводжується заміною менеджменту купленої корпорації і зміною її фінансової і виробничої політики. Однак саме на цьому етапі можливі майнові порушення, що викликає потребу розгляду виникаючих протиріч.

Метою статті є розгляд існуючих об'єктивних причин, що сприяють посиленню тенденції до концентрації капіталу, тобто до злиття і поглинань компаній, а також пошук ефективних шляхів їх вирішення. Це зумовлено декількома факторами.

Найбільше прагнення до інтеграції наглядається в тих галузях, 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, зараз досить просто конвертувати борги в акції.

Крім того, фахівці відмічають, що протягом останніх років спостерігалось зростання промислового виробництва, при цьому, з одного боку, ціни на ресурси зростали повільніше, ніж ціни на кінцеву продукцію, що привело до поліпшення фінансового становища великих підприємств. Процес злиття традиційно активізується на стадії економічного зростання і тенденції до зростання 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 [5, 6], пропонують класифікувати злиття, як: горизонтальні; вертикальні; родинні або концентричні; конгломеративні. Тип злиття залежить від ситуації на ринку й у галузі промисловості, а також від стратегії діяльності компанії і ресурсів, які є у них відомі.

На нашу думку, в мотивах злиття і поглинання прихована погроза ринку цінних паперів. Існує кілька стратегій, що визначають причинно-наслідковий зв'язок даних процесів з реакцією на ринкові зрушення. До них можна віднести досягнення синергії і ринкової моці, впровадження нових інформаційних та управлінських технологій, розвиток диверсифікації, створення податкових щитів та інше. Надамо деякі пояснення.

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, 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, ніж 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. 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.

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

Критерієм ефективності є максимальне збільшення добробуту акціонерів, для чого необхідно визначити справедливую ринкову вартість компанії-мети. Кращою оцінкою 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 АТ, держбюджету й 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 й самооплатності.

Як правило, баланс компанії прогнозується за допомогою техніки *pooling of interests*, в 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, рейтингу облігацій компанії і більшості фінансових показників діяльності компанії.

До моменту ухвалення остаточного рішення доцільно здійснити фінансовий аудит (перевірка фінансового стану компанії-цілі), діагностику ризикової позиції операцій, активів і продуктів, що випускаються. Здійснення додаткових перевірок, аудита й аналізу угоди залежить від специфіки компанії, що придбана, і уже виявлених попередніми аудитами недоліків.

Конвертація відповідно до чинного законодавства [7, 8] вважається здійсненою в цінні папери компанії, створеної в процесі реструктуризації, відповідно до державної реєстрації новоствореної компанії. При цьому, цінні папери компаній при їхній конвертації анулюються. Одночасно з державною реєстрацією випуску цінних паперів, розміщених при злитті компаній, здійснюється реєстрація звіту про підсумки випуску цінних паперів.

При оцінці вартості компаній, що беруть участь у реорганізації, використовуються два найбільш розповсюджені методи кількісної оцінки: метод порівняльного аналізу (*comparative analysis method – CAPM*) і метод дисконтування потоків коштів (*discount cash flow method – DCF*). 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 цілі. 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; додаткові інвестиції в оборотний капітал; капіталовкладення.

Крім вищезгаданих факторів, на які необхідно звернути увагу при прогнозуванні потоків коштів, існують ще два, прийнятих, як правило, до уваги. Витрати по залученню капіталу (тільки у випадку, якщо ризик операцій корпорації-цілі дорівнює ризикові операцій корпорації-покупця)

можуть бути розраховані як середньозважені витрати по залученню позикового і власного капіталу для корпорації-покупця. Середньозважені витрати по залученню капіталу можуть бути виявлені за наявності інформації щодо: середньозважених витрат по залученню капіталу; граничної ставки корпоративного прибуткового податку; прибутковості боргових зобов'язань корпорації; прибутковості власності (акціонерного) капіталу корпорації, тобто часткових зобов'язань; вартості усіх боргових зобов'язань корпорації; вартості власного (акціонерного) капіталу корпорації, тобто вартості усіх часткових зобов'язань; ринкової вартості корпорації.

Однак, є і проблеми з даними методами оцінки. Перша – це знаходження ставки дисконту для застосування моделей DCF за допомогою моделі CAPM, що, на жаль, працює тільки у твердих припущеннях абсолютно жорсткого ринку, до якого ринок України поки ще не відноситься. Друга – це те, що для застосування порівняльного методу аналізу необхідна наявність активного національного ринку корпоративного контролю, що в Україні тільки починає з'являтися.

Ще одна додаткова проблема, з якою зустрічається аналітик, що застосовує DCF – це прогнозування потоків коштів. У нашій країні поки не працює класична схема прогнозування потоків коштів, а отже, і моделі оцінки вартості компаній, але це не значить, що не можна спробувати створити схему, яка б працювала.

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 показують, що ця форма містить безліч труднощів, вирішити які буває складно, навіть на розвиненому і відносно стабільному фондовому ринку, не говорячи вже про український ринок.

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 “розбавлення” свого капіталу. На практиці основною причиною досить частого використання компаніями цього методу оплати є можливість одержання значних знижок на податках для акціонерного товариства.

Сучасна ситуація на вітчизняному ринку, як відмічається [9, 10, 11], характеризується збільшенням масштабів викупу акцій з метою переділу власності, що має легальну основу насамперед в існуванні ринку цінних паперів – інструменту здійснення цих операцій. А сам переділ, що проводиться під виглядом реорганізації, схеми якої не завжди укладаються в рамки закону, що супроводжується зниженням рівня прозорості в умовах недосконалого законодавчого оточення.

Однією з найважливіших задач, що сьогодні постали перед українською державою, є установлення 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 макрорівні.

У першу чергу, це стосується ринку фінансових інструментів і системи обліку прав власності. Відсутність ефективної фінансової індустрії, недосконалість законодавчого забезпечення механізмів прозорості відносин на ринку цінних паперів може залишити Україну поза світовими фінансовими потоками й обмежити її реальні можливості під час європейської інтеграції.

Підбиваючи підсумки, доцільно відзначити, що конфлікти між учасниками фондового ринку не сприяють підвищенню ефективності функціонування акціонерного капіталу. Тому продовжує бути актуальною проблема узгодження цілей, інтересів та дій на загальнодержавному рівні з використанням важелів та стимулів організаційного регламентування. Доцільно викласти висновки у такий спосіб:

1. Фондовий ринок може успішно функціонувати тільки за 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.

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

3. У розвитку корпоративного управління привертає до себе увагу і питання удосконалення акціонерного законодавства, яке має бути підґрунтям для впровадження етичних норм у практику

корпоративних відносин, та усунення чисельних порушень прав акціонерів, гальмування інвестиційних процесів.

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

### **Література**

1. *Редькін О.С.* Сучасні стратегії та технології корпоративного управління. – Одеса: Евен, 2004. – 216 с.
2. *Управление современной компанией: Учебник / Под ред. проф. Б. Мильнера и проф.Ф. Лииса.* – М.: ИНФРА. – М., 2001. – XVIII, 586 с.
3. *Рогач О.І., Шнирков О.І.* Транснаціоналізація світового господарства та країн, що розвиваються. – К., 1999.
4. *Анисимов А.Н.* Феномен крупной корпорации, или какой рынок нам нужен // Российский экономический журнал. – 1992. – № 8. – С. 95 – 101.
5. *Коуз Р.* Фирма, рынок и право. – М.: Дело, 1993. – 225 с.
6. *Рюэзг-Штюром Й.* Новая системная теория и внутрифирменные изменения // Проблемы теории и практики управления. – 1998. – №5.
7. *Закон України* “Про акціонерні товариства” від 19.09.1991 р. – № 1576-ХІІ.
8. *Закон України* “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” від 30.10.1996 р. – № 448/96-ВР.
9. *Пересада А.А.* Інвестиційний процес в Україні. – К.: Вид-во Лібра, 1998. – 392 с.
10. *Вяткин В.Н., Хэмлтон Дж., Казак А.Ю.* Принятие управленческих решений в управлении бизнесом: концепции, задачи, ситуации. – М. – Екатеринбург: ЗАО. Изд. дом «ЯВА», 1998. – 256 с.
11. *Савчук В.П., Прилипко С.И., Величко Е.Г.* Анализ и разработка инвестиционных проектов: Учебное пособие. – К.: Абсолют-В, Эльга, 1999. – 304 с.