

ІНВЕСТИЦІЙНА ПРИВАБЛИВІСТЬ КОМПАНІЇ В УМОВАХ РЕОРГАНІЗАЦІЇ

У статті розглянуті теоретичні засади інвестиційної привабливості компанії в умовах реорганізації, зміни інвестиційної привабливості акцій поглинаючої компанії і компанії, що поглинається.

Ключові слова: інформаційна теорія, теорія синергії, податкова теорія, теорія неефективного управління, теорія диверсифікованості, інвестиційна привабливість.

На інвестиційну привабливість компанії може істотно вплинути її реорганізація. Цей спосіб узагальнює у собі вплив як на фінансовий стан компанії, так і на ринкові параметри його акцій. Внаслідок реорганізації змінюються розмір, спеціалізація, ринкові можливості і багато інших важливих характеристик компанії, що, в остаточному варіанті впливає на її фінансовий стан, ризики, пов'язані з нею, кількість і обсяги угод з її цінними паперами, а, отже і на інвестиційну привабливість її цінних паперів.

Проаналізуємо цей вплив при використанні різних методів трансформації бізнесу.

Відповідно до українського законодавства реорганізація може бути здійснена у формі злиття, приєднання, поділу, виділення і перетворення. У ринковій економіці дуже поширені такі явища, як злиття і поглинання компаній. Тенденції злиття виявляються як у збільшенні кількості угод, так і в зростанні обсягу капіталу, задіяного в них.

В США, Європі найбільш відомими прикладами є об'єднання великих банків, аудиторських та консалтингових компаній. Останнім часом особливістю процесу централізації капіталу є те, що відбувається об'єднання вже сформованих транснаціональних концернів, що самі по собі вже досить великі.

Найбільша кількість злиттів спостерігалася до 2001 р. у США у банківській і фінансовій сферах, а також у сферах торгівлі та зв'язку (телекомунікацій).

Злиттям компанії визнається виникнення нової компанії шляхом передачі їй всіх прав і обов'язків двох чи декількох компаній із припиненням діяльності останніх. Умови злиття і порядок конвертації акцій кожної

компанії в акції і/чи інші цінні папери нової компанії визначаються договором про злиття. Злиття може бути тільки добровільним.

Поглинання компанії (у вітчизняній практиці – це приєднання, тобто припинення існування однієї чи декількох компаній із передачею всіх їхніх прав і обов'язків іншій компанії [1, с. 6]) можливе шляхом придбання контрольного пакета його акцій, що у кожному окремому випадку матиме різний розмір. Цей розмір визначається метою поглинання: якщо заплановано наступний продаж підприємства, то контрольний пакет дорівнюватиме майже 100 % розміру статутного фонду. Якщо на меті поглинання є подальша спільна робота з компанією, то контрольний пакет залежатиме від концентрації акцій серед власників і може складати 5-10 %, достатніх для того, щоб впливати на менеджмент підприємства чи його зміну.

У вітчизняній практиці необхідність таких операцій також велика, однак з огляду на недостатній розвиток фондового ринку вони носять епізодичний характер і не завжди економічно виправдані, тому що інвестори купували власність недостатньо вивчивши можливі доходи і ризики, розраховуючи згодом продати непотрібні об'єкти за більш високими цінами. Однак підвищення ринкової вартості більшості об'єктів можливе тільки на ринку, який знаходиться в стадії зростання. У стадії спаду зростання ціни підприємства відбувається рідко і, як правило, тільки за наявності його високої інвестиційної привабливості.

В економічній літературі існує кілька теорій, що обумовлюють основні причини, через які відбуваються злиття і поглинання:

1. Інформаційна теорія ґрунтується на тому, що учасники торгів мають конфіденційну інформацію, що дозволяє їм знаходити недооцінені компанії. Слід зазначити, що інформаційна теорія, на наш погляд, більш прийнятна для ринку цінних паперів (чи окремих його сегментів), коли, з одного боку, існує безліч невідомих широкому колу інвесторів і, як наслідок – недооцінених компаній, з іншого боку, компанії вже оцінюються за ринковою вартістю своїх акцій. У таких умовах поглинаюча компанія купує бізнес за вартістю менше реальної (тобто тією, за якою продавалася б на ринку аналогічна за своїми характеристиками, але уже відома на ринку компанія), що підвищує вартість самої компанії, яка поглинає.

В українських умовах ця теорія може мати обмежене застосування: незважаючи на те, що в Україні діє досить велика кількість акціонерних товариств, ринкова вартість акцій визначається всього лише у декількох десятків емітентів, причому досить великих за розмірами, часто монополістів у своїй галузі. На ринкову вартість таких компаній повідомлення про придбання ними маловідомих фірм навряд чи вплине. Крім того, інформаційна непрозорість більшості емітентів така, що навіть власнику інсайдерської інформації про об'єкт, що купується, можуть бути невідомі факти, що істотно знижують цінність цього об'єкта [2, с. 48].

Таким чином, для українських умов на даний момент недоцільно виходити з інформаційної теорії при оцінці інвестиційної привабливості об'єкта для злиття чи поглинання. Витрати на пошук необхідної інформації можуть бути дуже великі, а підвищені ризики, пов'язані з неповнотою даних про компанію, що купується, а, отже, її неправильною оцінкою, можуть привести до значних збитків для поглинаючої сторони.

2. Теорія ринкової сили. Злиття і поглинання, що ведуть до монополії компанії на ринку, спричиняють підвищення цін. Правда, у цьому випадку завжди варто враховувати можливість тиску і встановлення контролю з боку держави

стосовно монополістів (починаючи з дозвольного характеру проведення таких об'єднань і закінчуючи регулюванням процесу ціноутворення на продукцію монополістів).

Компанія-монополіст (особливо це стосується природних монополій) може торкатися інтересів державної безпеки. Часто навіть укладання значних угод такими монополістами може носити політичний характер. Наприклад, західноєвропейські компанії, які виробляють зброю, хотіли б придбати контроль над американською військовою фірмою “Нортроп-Грумман”, що потягло б за собою початок трансатлантичного злиття авіаракетних компаній, однак з боку держави існує заборона на передачу контролю над одним із провідних американських виробників озброєння в руки іноземців.

3. Теорія синергії. Потрійний ефект економії від зростання масштабів, скорочення витрат і вивільнення зайвих виробничих потужностей.

Найбільш яскравим прикладом, що ілюструє цю теорію, є злиття банків, особливо якщо вони до злиття займали лідируюче становище в різних сегментах ринку. Як правило, при об'єднанні банків відбувається значне скорочення персоналу за рахунок ліквідації дублюючих підрозділів, що істотно знижує витрати. Злиття банків приводить до збільшення їхнього капіталу, що підвищує довіру клієнтів. Крім того, збільшення спектра послуг, які клієнт може отримати в одному місці, істотно підвищує конкурентноздатність об'єданого банку. Придбання клієнтури компанії, що поглинається, чи її збутової мережі може слугувати серйозною причиною для придбання не тільки з метою скорочення витрат, але і тому, що охоплення ринку збуту збільшується одноразово, а не розтягується на тривалий період.

Наприклад, основною задачею злиття німецького автомобільного концерну “Даймлер-Бенц” з американським концерном “Крайслер” спочатку була не стільки економія на виробничих витратах, скільки

придбання готової збутової мережі у сфері діяльності партнера і ліквідація дублювання зусиль там, де вони є.

4. Податкова теорія. Скорочення податкових зобов'язань стимулює злиття. Особливо актуально це в Україні, де рівень оподаткування дуже високий і перетворення обороту від реалізації продукції у внутрішньозаводський оборот дає істотну економію. Але, на нашу думку, дану теорію варто розглядати як один із проявів синергії при злитті, тому що податкові виплати підприємства по суті є для інвестора витратами, які генерує куплене ним підприємство і зменшує тим самим прибуток, що залишається в розпорядженні інвестора.

5. Теорія неефективного управління. Некомпетентність менеджменту компанії призводить до того, що її поглинання спрощується (тому що компанії з таким управлінням мають меншу ринкову вартість). Крім того, поглинання стає доцільним і необхідним саме для заміни менеджерів компанії.

На заході слабкі фірми швидко потрапляють у поле зору біржових спекулянтів, які грають на зниження курсу акцій. Компанія, що використовує свої ресурси неефективно і рівень прибутку якої істотно нижче припустимого, може бути поглинута більш вдалим конкурентом. В українських умовах зовнішньому інвестору важко розрізнити звичайний некваліфікований менеджмент (що пояснюється професійною невідповідністю керівного персоналу) і управління в інтересах вищих менеджерів, що приносить втрати підприємству.

В одному випадку поглинання може пройти досить просто для поглинаючої компанії, у другому – менеджмент компанії, що поглинається, докладе всіх зусиль, щоб не допустити втрати джерела особистого прибутку.

6. Теорія диверсифікованості. Ризик об'єднаної структури нижче середньозваженого ризику окремих її частин через диверсифікованість. Це твердження актуальне в тому випадку, коли поєднуються

структури, що діють у різних сферах. Однак дана теорія, на наш погляд, прийнятна тільки у випадку грамотного управління об'єднаною компанією.

Як приклад можна навести об'єднання підприємства, банку, фінансової та страхової компанії в рамках холдингу. Ризик при об'єднанні таких різних суб'єктів повинен здавалося б знизитися. Дійсно, при необхідності банк підтримує підприємство, страхову і фінансову компанію кредитами, а вони, у свою чергу, забезпечують банку стабільне джерело ресурсів – залишки на своїх поточних рахунках і депозитах, знижуючи тим самим ризик несподіваного вилучення внесків з банку. Однак фінансові проблеми, що можуть з'явитися у одного з учасників даного об'єднання, можуть знищити всю групу в цілому.

Очевидно, що процеси об'єднання компаній мають величезний вплив на їх інвестиційну привабливість, тому проблема оцінки інвестиційної привабливості компаній перед початком процесу злиття і поглинання є винятково актуальною.

Незважаючи на те, що дана оцінка має проводитися індивідуально для кожного випадку, необхідно досліджувати ті параметри, на які ми вказали як на головні складові інвестиційної привабливості акцій, тобто ризик і доход (у широкому значенні цього слова).

Після оголошення операцій поглинання можуть настати істотні зміни інвестиційної привабливості акцій поглинаючої компанії і компанії, що поглинається [3, с. 586]. Розглянемо їх більш докладно і зробимо спробу класифікувати (табл. 1).

Отже, поглинання/злиття несе істотні ризики для всіх учасників процесу. Причому ризики можуть виявлятися в одержанні як збитків, так і прибутків.

Акціонери компанії, що поглинається, іноді змушені продавати/обмінювати акції на не вигідних для себе умовах, при цьому позбавляючись доходів і контролю над компанією.

У випадку прямого викупу їх акцій вони перестають бути власниками компанії, одержуючи натомість гроші від реалізації

цінних паперів. Причому прояв ризику полягає в тому, що при такому продажу акцій можна одержати суму як значно більшу, так і істотно меншу тієї, за яку можна було б реалізувати цінні папери у звичайній ситуації.

Для власників великих пакетів акцій поглинання їх компанії може нести істотні вигоди, тому що при виставленні на торги великої кількості акцій (при бажанні акціонера вийти зі складу власників) їх курс неминуче упаде. Крім того, пропонуючи викуп акцій за ціною вище ринкової (для запобігання провалу спроби поглинання), компанія, що поглинає може одночасно забезпечити власнику такий дохід, який він не зміг би одержати у вигляді дивідендних виплат.

Якщо ж компанія-“мішень” знаходилася у поганому фінансовому стані і її акціонери могли позбавитися своєї власності в результаті банкрутства, то їх вигоди очевидні. Для поглинаючої ж компанії доцільність такого придбання залежить від його можливостей по відновленню платоспроможності купленої компанії і розмірів доходу у випадку поліпшення її стану.

У випадку обміну акцій співвідношення власників поглинаючої компанії і компанії, що поглинається, як правило, встановлюється не на користь останніх, що так само позбавляє їх контролю за новою корпорацією.

В українських умовах у цьому випадку можливі проблеми з реалізацією прав власників компанії, що поглинається, які стають дрібними акціонерами чи втрачають контрольний пакет. Такі ризики можуть виявлятися у невиплаті дивідендів, у відмові видачі документів, що підтверджують право власності на нові акції і т.ін. У випадку появи на ринку інформації про порушення прав акціонерів чи пред'явлення судових позовів до поглинаючої сторони курс акцій нової компанії може упасти. Це спричинить втрати як для “загарбника”, так і для “мішені”.

Дивідендна політика нової компанії може бути більш консервативною, ніж компанії-“мішені”, внаслідок чого доходи їх власників зменшуються в порівнянні з тим, що вони могли б одержати від старої компанії. Втрата контролю спричиняє для власників контрольних пакетів акцій втрату можливості одержання позадивідендного доходу, після поглинання він буде привласнюватися іншими власниками.

Зміни інвестиційної привабливості акцій поглинаючої компанії і компанії, що поглинається

Компанія	Ризики	Негативні наслідки настання ризиків (збиток)	Позитивні наслідки настання ризиків (доход)
Компанія, що поглинається	<ol style="list-style-type: none"> 1. Ризик втрати контролю в управлінні компанією при недружньому поглинанні. 2. Ризик змушеного обміну/продажу неконтрольного пакета акцій на невігідних умовах 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Неможливість використання каналів позадивідендного одержання доходу. 2. Збитки від зміни дивідендної політики нової компанії в порівнянні з запланованими дивідендами по акціях компанії, що поглинається. 3. Встановлення невігідного курсу обміну акцій. 4. Порухення прав акціонера (на участь в управлінні й одержанні дивідендів) компанії при збереженні ним неконтрольного пакета. 5. Втрата статусу співвласника незалежної компанії 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Порятунком від банкрутства, внаслідок якого акціонери повністю втратили б свої кошти. 2. Підвищення можливості впливу на управління компанією у випадку більш дружнього ставлення до дрібних акціонерів з боку поглинаючої сторони. 3. Встановлення вигідного курсу обміну акцій
Спільні для поглинаючої компанії і компанії, що поглинається, ризики і доходи	<ol style="list-style-type: none"> 1. Ризик зміни курсової вартості акцій. 2. Ризик можливості реалізації запланованих переваг від поглинання 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Падіння курсу акцій компанії, що поглинається, чи поглинаючої компанії на ринку. 2. Погіршення ринкових позицій і фінансового стану на період до завершення процесу поглинання 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Збільшення ринкової сили, прояв ефекту економії від скорочення витрат, зростання диверсифікованості. 2. Зростання курсу акцій. 3. Зростання прибутковості і дивідендних виплат компанії
Поглинаюча компанія	<ol style="list-style-type: none"> 1. Ризик неправильної оцінки вигод від поглинання. 2. Ризик невдачі поглинання 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Переоцінка акцій компанії, що поглинається. 2. Зайві витрати на поглинання. 3. Придбання фінансово неспроможного підприємства. 4. Послаблення позицій поглинаючої компанії на ринку і його фінансового становища після завершення поглинання 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Зростання ринкової вартості поглинаючої компанії внаслідок придбання за низькими цінами ефективно діючої компанії, недооціненої на ринку

Ще одним проявом ризику може бути невігідне встановлення курсу обміну (конверсії) акцій, особливо якщо поглинання відбувається на нерозвинутому ринку цінних паперів (динаміка цін якого залежить більше від політичних факторів, і обсяг попиту, що збільшився, на акції компанії-“мішені” не здатний сильно підвищити курс акцій), чи якщо компанія не в змозі захиститися від ворожого поглинання.

У результаті впливу всіх цих факторів інвестиційна привабливість акцій нової компанії для акціонерів фірми, що поглинається, знижується.

Позитивний результат для власників компанії, що поглинається, може полягати в тому, що замість її акцій вони одержують більш ліквідні чи доходні папери, придбання яких звичайним шляхом було б можливе за менш привабливими цінами.

Можлива також ситуація, коли поглинаюча компанія забезпечує більшу дивідендну прибутковість по своїх акціях, ніж компанія-“мішень”, чи дає можливість її акціонерам одержувати частину позадивідендного доходу. У цих випадках обмін збільшує добробут власників компанії, що поглинається.

На нашу думку, для дрібних акціонерів в Україні одержання доходу від поглинання більш імовірно, ніж для власників контрольного пакета, особливо у випадку, якщо поглинаюча компанія дотримується їх прав на одержання дивідендного доходу, адже правами на управління вони користуються рідко і можливості одержання позадивідендного доходу для них не існує.

Істотним проявом ризику змушеного обміну/продажу як контрольного, так і дрібного пакета акцій є втрата соціального статусу співвласника незалежної компанії. Однак у деяких випадках (особливо при обміні неконтрольного пакета цінних паперів) новий статус одного з власників великої компанії може бути більш вигідним для інвестора.

Для компанії, що поглинається, вигоди, одержувані від угоди, визначаються в зростанні ринкової сили нової компанії, підвищенні її диверсифікованості, появі ефекту економії від скорочення витрат, внаслідок чого підвищується ефективність діяльності компанії, а, отже, зростає її ринкова вартість. Але в період поглинання можливі і несприятливі зміни цін на акції компанії-“загарбника”, особливо якщо на ринку існують несприятливі прогнози щодо можливості поглинання, чи сумніви в його доцільності. Неправильно оцінивши вигоди від запланованої операції і пов’язані з нею ризики (наприклад, купуючи компанію, на поліпшення фінансового стану якої вимагаються значні ресурси, а результати такої “підтримки” можуть відбитися на показниках покупця), що поглинаюча компанія може зіткнутися зі зниженням своєї ринкової вартості, у такий спосіб операція завдасть шкоди її акціонерам. Відволікаючи ресурси на придбання компанії, поглинаюча компанія, як правило, сама стає менш фінансово стійкою і вразливою для поглинання з боку інших компаній внаслідок зниження ціни на свої акції. Позики, призначені для фінансування поглинання, можуть різко збільшити витрати такої компанії і зменшити її прибутки і дивіденди. Вигоди від поглинання, що можуть одержати акціонери

“мішені”, є збитками для акціонерів “загарбника” (наприклад, придбання/обмін акцій із завищеною вартістю).

Для українських умов, коли власники використовують в основному позареалізаційні джерела одержання доходу, досить складно розрахувати граничну ціну, за якою вороже поглинання буде вигідне компанії-“загарбнику”. Для правильного визначення такої ціни необхідно володіти всією повнотою інформації про розміри доходів (більша частина яких не відображається офіційно) і способів його виведення з підприємства, а такі дані, як правило, має тільки власник.

Для операцій злиття в цілому актуальні всі перераховані в таблиці види ризику і можливості одержання доходу, однак сам процес припускає його добровільність з боку компаній, що беруть участь в угоді. Внаслідок невдачі операції злиття ризик стає однаково актуальним для всіх сторін цієї операції. З’являються додаткові проблеми, що збільшують цей ризик як конфлікт корпоративних культур і розподіл повноважень в об’єднаній компанії.

Світовий досвід показує, що протягом декількох тижнів після оголошення поглинання ціна компанії, що поглинається, підвищувалася, а покупців – знижувалася. При цьому недружнє поглинання набагато збільшувало ціну компанії, що купується, ніж заздалегідь погоджену. Під впливом роздутих очікувань і реклами курс паперів об’єднаної компанії може на якийсь час різко зрости. При добровільному злитті значних приростів курсів акцій звичайно не відбувається. Причина зростання вартості паперів для компаній, що поглинаються, у тім, що у випадку наявності декількох покупців між ними починається конкуренція (насамперед, цінова), у результаті якої виграють акціонери компанії-“мішені”. Крім того, остання може докласти зусиль щодо збільшення курсу власних акцій на ринку з метою недопущення недружнього поглинання. Придбання великих пакетів акцій у поєднанні з інформацією про поглинання зазвичай приводить до зростання цін на фондовому ринку.

Збільшуючись, курс акцій компанії, що поглинається, у випадку невдачі поглинання приносить прибуток і поглинаючій компанії, якщо вона реалізує вже придбані цінні папери.

Результати досліджень, проведених фахівцями на західних ринках цінних паперів, будуть актуальні і практично прийнятні для України при дотриманні наступних умов:

- при розширенні ринку акцій (за кількістю емітентів, акції яких присутні на ринку);
- при підвищенні ліквідності ринку;
- при збільшенні ступеня розпилення акцій серед власників (на даний момент контрольний пакет підприємства за оцінками учасників ринку наближається до 50 % статутного капіталу, що ускладнює процес недружнього поглинання, а часто робить його неможливим).

Якщо злиття і поглинання ведуть до розширення компанії (принаймні, її активів), то інші два способи реорганізації – поділ і виділення компанії – зменшують її.

Поділом компанії визнається припинення діяльності товариства з передачею всіх його прав і обов'язків відповідно до розподільчого балансу двом чи більш знову створюваним компаніям.

Виділенням компанії визнається створення однієї чи декількох компаній із передачею їм частини прав і обов'язків реорганізовуваної компанії без припинення діяльності останньої відповідно до розподільчого балансу.

Такі зміни спрямовані на підвищення ефективності бізнесу, коли його неможливо домогтися в рамках старої компанії. В українській практиці підвищення ефективності досягається, в основному, шляхом оптимізації оподаткування чи дроблення компанії на “життєздатну” частину (із задовільним фінансовим станом), і частину, що не в змозі нормально функціонувати і згодом може бути піддана процедурі банкрутства. У знову створене підприємство переводять якісні активи, здатні приносити дохід, висока оцінка цих

активів дозволяє зосередити там же велику частину “старого” капіталу. Потенційному банкруту, що залишився, дістаються, як правило, зобов'язання перед кредиторами і непрацюючі активи. Таким чином акціонери рятують велику частину вкладених засобів і згодом можуть навіть збільшити капітал працюючого товариства за допомогою нової емісії. Різко покращені фінансові показники дозволяють розповсюдити цю емісію не тільки серед існуючих акціонерів, але і залучити нових інвесторів.

Поділ компанії на кілька частин з утворенням нових юридичних осіб іноді є життєво необхідною процедурою. На думку експертів, у нестабільному економічному середовищі проблеми, породжувані структурами управління лінійно-функціонального типу, загострюються і стають критичними; система перестає відповідати зовнішнім економічним умовам і не забезпечує виконання задач, що стоять перед компанією. А створення дочірніх компаній на базі окремих структурних підрозділів компанії дозволяло в найкоротший термін приступити до реального реформування структури управління.

Мінусами при проведенні поділу підприємства є збільшення оподаткування (внаслідок появи додаткової виручки, що раніше була внутрішньозаводським оборотом), витрати на реєстрацію нових підприємств, оформлення ліцензій, відкриття банківських рахунків тощо. Крім того, відбувається збільшення витрат на персонал (через необхідність найму додаткових кадрів для сфер бухгалтерії і управління).

Можлива також і наявність проблем, пов'язаних із протидією персоналу й окремих акціонерів. Крім того, якщо відносно старої компанії, зазвичай, існує інформація про дивідендну політику, стиль менеджменту та інші фактори, які дозволяють прогнозувати прибутковість її акцій, то по відношенню до нових компаній такі дані відсутні, що вносить додаткову невизначеність у дослідження інвестиційної привабливості їх

акцій і оцінку вартості материнської і дочірньої компаній.

Таким чином, можна зробити висновок, що реорганізація компанії впливає на інвестиційну привабливість акцій, тому інвестору необхідно прогнозувати можливості проведення реорганізації, її наслідки для об'єкта інвестування, а також вплив цих наслідків на ризики і доходи по акціях.

Список літератури

1. Закон України “Про підприємства в Україні” від 27 березня 1991 р. № 887-ХІІ.
1. Кравченко Р. Охорона прав акціонерів на інформацію // Журналъ для акціонеровъ. – 2002. – № 4. – С. 44-48.
2. Ченг Ф.Л, Фіннерті Д.І. Фінанси корпорацій: теорія, методи і практика: Пер. з англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – XVIII, 686 с.

Summary

The article examines the theory behind the investment appeal of a company undergoing reorganization, the change in the investment appeal of the absorbing company's shares and those of the company being absorbed.

Ярошенко С.П. Інвестиційна привабливість компанії в умовах реорганізації / С.П. Ярошенко, В.М. Серета // Вісник Української академії банківської справи. - 2002. - № 2. - С. 71–75.