Олена В. Шатілова

СУЧАСНИЙ СТАН ТА ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ УКРАЇНСЬКОГО РИНКУ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЮ

У статті розглянуто актуальні проблеми функціонування корпоративного сектору економіки України. Охарактеризовано стан українського ринку корпоративного контролю. Визначено основні тенденції розвитку вітчизняного ринку корпоративного контролю.
Ключові слова: *корпоративне управління; модель корпоративного управління; корпоративний контроль.*
Табл. 1. Літ. 17.

Елена В. Шатилова

СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ И ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ УКРАИНСКОГО РЫНКА КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ

В статье рассмотрены актуальные проблемы функционирования корпоративного сектора экономики Украины. Охарактеризовано состояние украинского рынка корпоративного контроля. Определены тенденции развития отечественного рынка корпоративного контроля.
Ключевые слова: *корпоративное управление; модель корпоративного управления; корпоративный контроль.*

Olena V. Shatilova[1]

CURRENT STATE AND DEVELOPMENT TRENDS OF UKRAINIAN CORPORATE CONTROL MARKET

The contemporary problems of Ukrainian economic corporate sector functioning are observed. The current state of the Ukrainian corporate market is described. Trends of the domestic corporate control market development are determined.
Keywords: *corporate management; corporate management model; corporate control.*

Постановка проблеми. Після завершення масової приватизації в Україні значно активізувалися процеси перерозподілу прав на контроль над підприємствами. Проте зважаючи на недостатній рівень розвитку інститутів корпоративного управління і фондового ринку, цивілізоване функціонування ринку корпоративного контролю нерідко підміняється незаконними схемами перерозподілу власності, що, у свою чергу, призвело до втрати позицій України у світових рейтингах інвестиційної привабливості та конкурентоспроможності.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. На сьогоднішній день ринок корпоративного контролю є предметом наукових досліджень багатьох вітчизняних і зарубіжних вчених. Характерні ознаки становлення і розвитку ринку корпоративного контролю розглядаються у працях Н. Бутенко [3], С. Гомцян [2], В. Євтушевського [3], Ю. Іванова [5], Ю. Ігнатішина [5], К. Ковальської [3], Г. Манне [17], Б. Москвіна [7; 8], Г. Назарової [9], А. Черпак [16] та інших науковців і практиків. У працях цих вчених подаються визначення основних понять, описується структура та функції ринку корпоративного контролю. Проте, не зважаючи на досить високий ступінь теоретичних доробок у цьому напрямі, проблема дослідження специфіки розвитку корпоративного сектору економіки України потребує більш детального вивчення.

[1] Vadym Hetman Kyiv National Economic University, Ukraine.

© Олена В. Шатілова, 2015

Метою дослідження є визначення сучасного стану та перспектив розвитку українського ринку корпоративного контролю.

Основні результати дослідження. Ринок корпоративного контролю поєднує різні інтеграційні процеси (дружнього та недружнього характеру), що в результаті призводить до одержання можливості управляти та розпоряджатися або активами підприємства, або підприємством загалом. Процес дружнього переходу корпоративного контролю відбувається через угоди злиттів, поглинань (приєднань), виділу, поділу та перетворення, а процес недружнього переходу корпоративного контролю – через недружні поглинання, рейдерство та грінмейл. Перехід контролю може мати як формальний, так і неформальний характер. Контроль над підприємством може здійснюватись у формі: володіння чи управління акціями; вирішального впливу на формування складу, результати голосування та рішення органів управління; укладення договорів і контрактів, які дають можливість впливати на діяльність підприємства; заміщення керівних посад в органах управління; обіймання більше 50% посад в органах управління підприємством [10].

На сьогодні Україна стає все більш помітним гравцем на світовому ринку корпоративного контролю. Про це свідчить збільшення обсягів вітчизняного ринку корпоративного контролю у 2013 р., в умовах зниження обсягів світового ринку корпоративного контролю (табл. 1).

Таблиця 1. **Співвідношення обсягів вітчизняного і світового ринків корпоративного контролю за 2010–2013 рр.***

Рік	Обсяг ринку корпоративного контролю України, млрд дол. США	Динаміка, %	Обсяг світового ринку корпоративного контролю, млрд дол. США	Динаміка, %	Частка вітчизняного ринку корпоративного контролю в світовому ринку корпоративного контролю, %
2010	7,3	-	209	-	3,49
2011	6	+ 17,8	217,8	+ 4,21	2,75
2012	5	– 16,7	228,9	+ 5,096	2,18
2013	8	+ 37,5	221,5	– 3,23	3,61

* складено за даними [12; 13; 15].

Обсяг ринку корпоративного контролю України в 2013 р. зріс на 8,75% порівняно з 2010 р., не дивлячись на поступове зниження обсягів угод злиттів та поглинань у 2011 та 2012 роках [13]. На світовому ринку корпоративного контролю темп зростання обсягів ринку у 2010–2012 рр. був нижчим за темп зростання ринку України та у 2013 р. завершився зниженням обсягу угод на 3,23% порівняно з 2012 роком [15].

Основу ринку корпоративного контролю складає фондовий ринок (на біржах укладається певна частка офіційних угод з акціями компаній), але ринок корпоративного контролю може існувати і без нього, адже право на контроль може переходити й іншим шляхом. Тобто, ринок корпоративного контролю є інституціональною надбудовою фондового ринку.

Так, у 2013 р. в Україні частка регульованого фондового ринку склала 28,17% (474,63 млрд грн) від сукупного обсягу операцій на регульованому та нерегульованому ринках, що становить 2,53 трлн грн, решта ж угод з переходу

прав контролю над підприємствами на загальну суму 1,69 трлн грн відбулися поза межами фондового ринку [12]. Така тенденція є умовно позитивною, адже обсяг організованого фондового ринку України у 2013 р. збільшився вдвічі порівняно з 2012 р., показник якого становив 263,67 млрд грн [12].

При цьому, варто визнати, що модель ринку корпоративного контролю в Україні нині перебуває на стадії становлення, а її сучасний стан не дозволяє навіть з великими припущеннями оцінювати її тяжіння до будь-яких усталених, «класичних» зразків

Аналіз функціонування українського ринку корпоративного контролю показав, що йому притаманні ознаки як англо-американської моделі корпоративного контролю, що спирається на безумовний пріоритет прав акціонерів (власників корпорацій) і контроль через фондовий ринок, так і німецько-японської моделі корпоративного контролю, де більша частка ринкових угод з купівлі/продажу активів компаній відбувається через посередництво банківських установ.

Визначальним чинником в аналізі такого роду систем є структура власності. Якщо власність розпорошена, то виникає ситуація «сильні менеджери – слабкі власники». Реальний контроль над підприємством здійснюють менеджери, акціонери ж несуть значні ризики, пов'язані з потенційно недобросовісною поведінкою управлінців. Така структура власності характерна для підприємств в англосаксонських країнах [10, *84*; 11, 6]. Якщо ж власність концентрована, виникає ситуація на кшталт «слабкі менеджери – слабкі міноритарні власники – сильні мажоритарні (контролюючі) акціонери (власники)». Контроль над підприємством належить великим акціонерам, які мають не тільки інтерес, але й можливість повністю підпорядкувати менеджерів. Ризики ж, пов'язані з корпоративним контролем, несуть міноритарні акціонери, інтереси яких можуть бути порушені. Така структура власності характерна для німецьких та японських підприємств [10, *84*; 11, *7–8*].

Характерними ознаками українського ринку корпоративного контролю є: висока концентрація частини капіталу підприємств при високому розшарованні іншої його частини, вузький набір фондових інструментів, наявність елементів перехресного володіння підприємствами та формування складних корпоративних мереж різного типу. Це зумовлює труднощі при прийнятті державно-управлінських рішень у сфері забезпечення умов ефективного функціонування вітчизняного ринку корпоративного контролю [14, *120*].

Такий стан ринку пояснюється протиріччям українського законодавства, орієнтованого на англо-саксонську модель корпоративного управління з наявною структурою висококонцентрованої власності, що склалася після проведення масової приватизації. У результаті вітчизняні компанії й досі несуть витрати, характерні для аутсайдерської системи корпоративного контролю і водночас не можуть отримати вигоди, властиві для інсайдерської структури власності. Це протиріччя загострюється внаслідок надзвичайно слабкого інституційного середовища функціонування ринку корпоративного контролю, зокрема: відсутністю належного корпоративного законодавства та дієвої системи правозастосування, інформаційної непрозорості діяльності українських підприємств, невизначеності розподілу функцій і компетенції уповноважених

органів влади тощо. По суті, розвиток ринку корпоративного контролю в сучасних умовах України випереджає процес становлення державних інститутів, покликаних забезпечувати його ефективність, гарантувати недоторканність права власності, прозорість і захищеність угод. За цих обставин функціонування легального, цивілізованого ринку корпоративного контролю в нашій країні заміщується різноманітними, часто кримінальними схемами перерозподілу економічної влади. При цьому саме доступ до внутрішньої, інсайдерської інформації про діяльність підприємства стає визначальним чинником прийняття рішень щодо започаткування такого роду схем. Інсайдерська інформація нерідко використовується підприємствами-загарбниками як інструмент корпоративного шантажу керівництва підприємства-цілі та дестабілізації умов його нормального функціонування. Завдяки цьому досягається штучне заниження капіталізації підприємства, отже, створюється реальне підґрунтя для придбання його активів за вигідною для загарбників ціною.

Відповідно, основними формами поведінки підприємства на вітчизняному ринку корпоративного контролю є захисна, атакуюча поведінка та відмова від захисту [7, *180*; 8].

Захисна поведінка підприємства на ринку корпоративного контролю реалізується шляхом застосування комплексу організаційно-економічних заходів, спрямованих на попередження, протидію та подолання наслідків небажаних для підприємства угод. Основними мотивами такої поведінки є: збереження прав власності на активи підприємства з боку власників, збереження власних позицій на підприємстві з боку виконавчого органу та збереження робочих місць для персоналу.

Атакуюча поведінка підприємства на ринку корпоративного контролю реалізується шляхом укладання дружніх інтеграційних угод, таких, як злиття і поглинання та недружніх інтеграційних угод (корпоративних захоплень), до яких відносяться недружні поглинання, рейдерство та грінмейл. Серед основних мотивів такої поведінки слід виділити такі: розширення частки ринку, зниження рівня конкуренції, вихід на новий ринок, отримання контролю над ресурсами (земля, будівлі, фінансові, людські ресурси тощо), диверсифікація активів, збільшення власних потужностей, скорочення витрат діяльності, отримання вигоди від перепродажу активів за в декілька разів більшою ціною, ніж вони були придбані, збагачення нових власників від отримання корпоративного контролю над підприємством, власні мотиви менеджерів.

У випадку, коли вартість захисту не відповідає можливостям підприємства, такий захист може бути визнаний недоцільним з боку власників та/або менеджерів підприємства, що стало об'єктом корпоративного захоплення. Керівництво підприємства-цілі може прийняти рішення про відмову від подальшого захисту та сісти за стіл перемовин з представниками підприємства-загарбника з метою визначення умов переходу корпоративного контролю. Основними мотивами відмови від захисту є: збереження фінансових ресурсів, неможливість захисту підприємства, бажання зберегти частину активів або впливу на них.

Переважна більшість інтеграційних угод на ринку корпоративного контролю України останнім часом була реалізована в таких секторах економіки:

фінанси, медіа, фармацевтика та машинобудування [1]. Зокрема, в період 2009–2013 рр. у різних підгалузях машинобудування було здійснено 11 угод дружніх злиттів та поглинань [1]. Особливостями проведення дружніх інтеграційних угод на вітчизняному ринку корпоративного контролю у галузі машинобудування є: високий рівень успішності укладених угод (72,8%); привабливість активів галузі для вітчизняних інвесторів; низький рівень зацікавленості підприємствами з боку іноземних інвесторів, зумовлений закритістю української галузі машинобудування та невизначеністю вітчизняного фондового ринку [8]. За аналізований період такі підприємства, як ПрАТ «АТЕК», ПАТ «Миколаївський суднобудівний завод «Океан», ТОВ «Механістичний завод «Сонет», ДП «Балаклавський судноремонтний завод «Металіст» (ліквідований у 2009 р.), ПАТ «Електроприлад», КП «Київтрактордеталь» ім. Івана Лепса (нині – ТОВ «Виробниче підприємство «КТД», не функціонує), ПАТ «Харківський ордена «Знак Пошани» машинобудівний завод «Червоний жовтень», ПАТ «Дрогобицький машинобудівний завод», ДП «Завод «Арсенал» (нині не функціонує), ДП «Київський авіаційний завод «Авіант» (нині – ДП «Серійний завод «Антонов», філія ДП «Антонов»), ПАТ НВП «Більшовик» та ПрАТ «Ремонтно-механічний завод «Модуль» стали об'єктами корпоративних захоплень [1]. Із 12 досліджених найбільш значущих корпоративних захоплень, проведених у період 2007–2013 рр., 6 угод (тобто 50%) відносяться до недружніх поглинань, 5 угод (41,7%) мають ознаки рейдерства та 1 угода (8,3%) – ознаки грінмейлу, що свідчить про відсутність добросовісної конкуренції в галузі, порушення законодавства та застосування сили підприємствами-загарбниками під час проведення угод на ринку корпоративного контролю України.

Узагальнюючи проведене дослідження можна виділити такі тенденції розвитку українського ринку корпоративного контролю:

1. Загальна трансформація ідеології угод злиттів та поглинань, що передбачає не лише об'єднання активів підприємств, а й створення «доданої вартості» за рахунок поєднання фахівців, технологій, інтелектуальних прав, компетенцій тощо.

2. Пришвидшення термінів інтеграційних процесів. Якщо 30 років тому укладання договорів займало дуже багато часу, сьогодні є випадки, коли угоди реалізуються протягом 2–3 тижнів.

3. Нівелювання таких, характерних для XX ст., рівнів інтеграційного процесу, як створення стратегічного альянсу, спільного підприємства, консорціуму, які забезпечували органічне співіснування різних бізнесів. Сьогодні задля економії часового ресурсу та задоволення інтересів акціонерів інтеграційні процеси найчастіше реалізуються у формі поглинань.

4. Зміна цілей проведення інтеграційних процесів. Нерідко основною метою поглинання сьогодні стає отримання права на контроль над підприємством з метою його подальшого перепродажу або навіть ліквідації (для усунення конкурента).

5. Збільшення питомої ваги горизонтальних інтеграційних угод з метою консолідації ринку і збільшення власних виробничих потужностей.

6. Приведення вітчизняного ринку корпоративного контролю та фондового ринку до міжнародних стандартів в контексті євроінтеграції, що дозво-

лить вітчизняним підприємствам залучити додаткові інвестиції на зарубіжних ринках корпоративного контролю.

Висновки. Проведений аналіз специфіки функціонування українського ринку корпоративного контролю довів, що він знаходиться на стадії трансформації. Зважаючи на позитивні тенденції до збільшення обсягів ринку, в першу чергу, суттєвого вдосконалення потребують чинні механізми державного регулювання цього ринку, адже перерозподіл економічної влади всередині корпоративного сектору національної економіки часто реалізується шляхом проведення корпоративних захоплень з метою здобуття контролю над капіталом підприємств та виведення активів із володіння законними власниками.

Перспективними напрямами подальших досліджень є аналіз специфіки формування окремих сегментів ринку корпоративного контролю, вивчення особливостей поведінки підприємств різних форм власності на ринку корпоративного контролю та розробка організаційно-економічного забезпечення захисту підприємств від корпоративних захоплень.

1. Аналітика угод злиттів та поглинань // Інформаційне агентство Fixygen – фондовий ринок // www.fixygen.ua.

2. *Гомцян С.В.* Правила поглощения акционерных обществ: сравнительно-правовой анализ: Монография. – М.: Волтерс Клувер, 2010. – 320 с.

3. *Євтушевський В.А., Ковальська К.В., Бутенко Н.В.* Стратегія корпоративного управління: Монографія. – К.: Знання, 2007. – 287 с.

4. Злиття та поглинання – 2013 // ua.comments.ua.

5. *Иванов Ю.В.* Стратегия и тактика трансформации бизнеса: Монография. – М.: Альпина Паблишер, 2001. – 244 с.

6. *Игнатишин Ю.В.* Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы. – СПб.: Питер, 2005. – 208 с.

7. *Москвін Б.Ю.* Визначення сутності поняття «поведінка підприємств» на ринку корпоративного контролю України // Вісник Хмельницького національного університету.– 2014.– №2. – С. 178–183.

8. *Москвін Б.Ю.* Дослідження особливостей поведінки машинобудівних підприємств на вітчизняному ринку корпоративного контролю // Ефективна економіка.– 2014.– №10 // www.economy.nayka.com.ua.

9. *Назарова Г.В.* Структура власності в моделях корпоративного контролю промисловості // Фінанси України.– 2003.– №9. – С. 62–70.

10. *Педько А.Б.* Власність, контроль і конфлікт інтересів в акціонерних товариствах: Монографія. – К.: Києво-Могилян. академія, 2008. – 325 с.

11. *Переверзєв О.М.* Господарсько-правове забезпечення корпоративного контролю в акціонерних товариствах: Автореф. дис... канд. юрид. наук: спец. 12.00.04 – Господарське право; господарсько-процесуальне право. – Донецьк, 2004. – 20 с.

12. Річний звіт НКЦПРФ за 2013 рік: рух ринку цінних паперів для світових стандартів для економічного зростання держави // Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку // www.nssmc.gov.ua.

13. Рынок слияний и поглощений в 2013 году вырос в два раза // economics.lb.ua.

14. *Сафронова О.* Завдання та принципи державного регулювання ринку корпоративного контролю в Україні // Вісник Національної академії державного управління.– 2010.– №4. – С. 117–124.

15. Світовий ринок злиттів і поглинань впав до рівня 2005 року // ukr.lb.ua.

16. *Черпак А.Є.* Розвиток корпоративного контролю в умовах трансформації економіки: Автореф. дис... канд. екон. наук: спец. 08.06.01 – Економіка, організація і управління підприємствами. – К., 2006. – 20 с.

17. *Manne, H.G.* (1965). Mergers and the Market for Corporate Control. Journal of Political Economy, 73: 108–112.

Стаття надійшла до редакції 2.03.2015.