

М. В. Литовченко,  
аспірант кафедри фінансів, Чернігівський державний інститут економіки і управління

# УДОСКОНАЛЕННЯ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ З УРАХУВАННЯМ АКТИВІЗАЦІЇ ПРОЦЕСІВ ЗЛИТТЯ І ПОГЛИНАННЯ ПІДПРИЄМСТВ В УКРАЇНІ

*У статті розглядаються питання удосконалення державного регулювання процесів злиття і поглинання суб'єктів господарювання шляхом визначення пріоритетів інвестиційної діяльності в Україні. Зокрема, акцент зроблено на необхідності створення державного інвестиційного банку з метою залучення іноземних фінансових інвестицій та спрямування їх на потреби розвитку конкурентоспроможних та імпортозаміщуючих галузей. Вказано на можливість підвищення рівня захищеності національних компаній від ворожих злиттів та поглинань.*

*In the article the questions of improvement the government control for enterprises confluence and absorption are examined by determination of priorities of investment activity in Ukraine. In particular, it was accented to the necessity of creation state participating investment bank in order to foreign financial investments attraction and its aspiration for the development of competitive and importchanging industries. The possibility of increasement the security level of national companies from hostile mergers and acquisitions is specified.*

*Ключові слова: державне регулювання інвестиційної діяльності, державний інвестиційний банк, захист від ворожих поглинань, злиття, інвестиції, поглинання.*

*Keywords: government control of investment activity, state participating investment bank, protection from hostile absorptions, mergers, investment, acquisitions.*

## ВСТУП

Процеси злиття і поглинання суб'єктів господарювання сприяють закріпленню невідгінного місця країни у міжнародному поділі праці. Неспроможність країни забезпечити ефективне державне регулювання економічних процесів зумовила їх стихійне спрямування у напрямі "найменшого спротиву". Тобто інтерес іноземних виробників до відносно дешевої вітчизняної сировини дозволив відповідним підприємствам завоювати частину сировинного ринку, а більш вигідні за співвідношенням ціна/якість імпортовані товари швидко завоювали споживчий ринок України. Таким чином, сформувалися передумови для закріплення за Україною ролі сировинної бази та ринку збуту для продукції зарубіжних суб'єктів господарювання. У свою чергу, регулювання інвестиційної діяльності повинно бути пов'язане переважно з економічними методами стимулювання залучення інвестицій у окремі галузі та сфери економіки, що дозволить перенаправити інвестиційні ресурси на розвиток виробництв, продукція яких має високу частку доданої вартості. Саме тому наукові дослідження даного напрямку є надзвичайно актуальними в час пошуку пріоритетів економічної політики держави.

## ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Метою статті є обґрунтування напрямів удосконалення державного регулювання інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання в Україні.

## РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ

У вітчизняних наукових публікаціях вже напрацьовані підходи до розмежування іноземних інвестицій за їх наслідками для економічної безпеки України. Так, С.М. Лакіш запропонована методика оцінки якості прямих іноземних інвестицій, визначальними факторами якої є ділова репутація інвестора, його плани щодо розвитку об'єкта інвестування, сфера вкладення коштів, результати інвестування та інноваційність проекту. При цьому автор поділяє галузі вкладення іноземних інвестицій на пріоритетні, важливі та інші, не конкретизуючи критеріїв їх важливості та пріоритетності [5, с. 12]. Важливість даного аспекту оцінки прямих іноземних інвестицій важко переоцінити, адже пріоритетні галузі з точки зору одного суб'єкта можуть бути оцінені інакше іншими, особливо якщо ці суб'єкти є державними органами з регулювання різних сфер економічної діяльності. Підтверджуючи дану тези, К.Т. Лиу зазначає: "національна торго-

вельна політика і національна політика в галузі прямих іноземних інвестицій, як правило, розробляються окремо, у багатьох випадках з урахуванням різних цілей, і здійснюються різними, зазвичай слабо пов'язаними установами. Непослідовність політики, що проводиться, може призводити до виникнення ситуації, коли спостерігається взаємна нейтралізація впливу торговельної політики і політики в галузі прямих іноземних інвестицій або ж вони можуть навіть призводити до зворотних результатів" [6, с. 8].

Вважаємо, що в основу розподілу галузей з метою регулювання іноземного інвестування повинні бути покладені передусім критерії розвитку національної економіки та забезпечення економічної безпеки. На основі даного підходу слід обмежувати іноземні інвестиції в сировинні, енергетичні підприємства та у фінансову сферу. Натомість важливо, щоб зменшення інвестиційних надходжень у дані сфери національної економіки компенсувалося за рахунок внутрішніх джерел. Важливо також зберігати суттєву частку національної власності в галузях, які в перспективі можуть визначати покращення структури зовнішньоекономічної діяльності України.

Подібні підходи присутні в державному регулюванні іноземних інвестицій різних країн світу. Є.Є. Веселкова зазначає, що державне регулювання іноземного інвестування в США, Великобританії, Франції та Німеччині спрямоване на активізацію залучення інвестиційних ресурсів з-за кордону, але, разом з тим, держави намагаються не допустити встановлення контролю іноземцями над окремими галузями економіки [1]. В США, наприклад, з 1974 року діє закон "Про вивчення іноземних інвестицій", згідно якого державні органи проводять ґрунтовний аналіз наслідків іноземного інвестування. Потреба у прийнятті даного нормативно-правового акта була зумовлена усвідомленням того, що іноземні інвестиції суттєво впливають на економіку країни та національну безпеку [4]. Регулювання іноземних інвестицій у Китаї має яскраво виражене галузеве та регіональне спрямування, про що свідчить впровадження наступних нормативних актів: "Каталог галузевого орієнтування зарубіжних інвестицій", "Каталог галузей виробництва, які лідирують, для зарубіжних інвестицій у середній та західній частині Китаю" [7].

У законодавчих актах України відсутні суттєві обмеження інвестиційної діяльності нерезидентів та не передбачені заходи щодо галузевого чи регіонального спрямування інвестиційних ресурсів. Отже, можемо відмітити загальну неврівноваженість в Україні основних принципів державного регулювання іноземного інвестування, які впливають зі світової практики. Відсутність чіткої державної політики стимулювання іноземних інвестицій зумовила несприятливу галузеву структуру іноземного інвестування, а порушення наданих гарантій прав інвесторів погіршило перспективи подальшого залучення коштів у розвиток несировинних виробництв.

Вищезазначене дозволяє констатувати потребу в удосконаленні державного регулювання інвестиційної діяльності в Україні в напрямі галузевої диференціації. Відповідні рекомендації щодо державного регулювання іноземних інвестицій у стратегічно важливих галузях національного господарства запропоновані Б.Е. Головашем:

- закріплення за державою "золотої акції", для участі у прийнятті стратегічних рішень інвестора;
- перехід на паритетні форми корпоративної інтеграції (стратегічні альянси, кластери);
- контроль за максимальною часткою нерезидентів у статутному капіталі;
- сприяння транснаціоналізації підприємств;
- залучення до міжнародної кооперації [2, с. 12].

Слід відзначити, що запропоновані заходи з удосконалення державного регулювання є потенційно малоефектив-

ними. Закріплення за державою "золотої акції", на нашу думку, неефективне в контексті забезпечення контролю над підприємствами стратегічно важливих галузей, оскільки приватизація переважної більшості з них уже відбулася і можливість повернення контролю неадміністративними методами слід вважати сумнівною.

В умовах відсутності контролю над значною кількістю стратегічно важливих суб'єктів господарювання більш доцільним слід вважати запровадження заходів з використання результатів діяльності даних підприємств на користь розвитку національної економіки при мінімальному обмеженні прав інвесторів. Такими заходами можуть бути вимоги щодо вкладення частини прибутку від діяльності зазначених підприємств у виробництво продукції з високою доданою вартістю на території України. Практична реалізація даної пропозиції можлива за рахунок використання економічних методів державного регулювання: податкові пільги та податкові канікули при інвестуванні прибутку у підприємства визначених видів діяльності, підвищенні ставки оподаткування при використанні прибутку на інші цілі.

Окрему увагу слід приділити розвитку виробництв, які можуть сприяти покращенню структури зовнішньоекономічної діяльності України, тобто продукція яких матиме одночасно високу додану вартість та попит на зовнішньому ринку, а також імпортозаміщуючих виробництв.

Можливість реалізації політики розвитку національних конкурентоспроможних та імпортозаміщуючих виробництв ми бачимо у запровадженні комплексу заходів державного регулювання інвестиційної діяльності, які повинні бути спрямовані на розв'язання наступних завдань:

- стимулювання створення та розвитку підприємств відповідних видів діяльності;
- сприяння внутрішнім злиттям і поглинанням підприємств з метою розвитку потужних вітчизняних корпорацій;
- підтримка експансії відповідних суб'єктів господарювання на зовнішні товарні ринки та зовнішній ринок злиттів і поглинань з метою поглинання іноземних підприємств і організацій;
- законодавче забезпечення захисту вітчизняних підприємств від поглинання іноземними корпораціями.

Вирішення перелічених завдань можливе лише за умови забезпечення достатнього обсягу інвестицій для фінансування розвитку пріоритетних сфер економіки. Внутрішніми джерелами інвестиційних ресурсів можуть бути кошти домогосподарств та вітчизняних підприємств.

Таким чином, проблема переорієнтації ресурсів банківської системи України на інвестування розвитку вітчизняної економіки значною мірою пов'язана із об'єктивним факторами і сподіватися на її вирішення в найближчій перспективі не доводиться. Тому вважаємо за доцільне обґрунтувати рекомендації щодо залучення іноземних інвестиційних ресурсів у фінансування розвитку конкурентоспроможних та імпортозаміщуючих галузей економіки України. Враховуючи необхідність збереження національного характеру виробництва в даних галузях, передусім слід сконцентрувати увагу на механізмах залучення портфельних інвестицій з-за кордону.

Низький рівень розвитку вітчизняного фондового ринку не сприяє розвитку іноземного портфельного інвестування в Україні. Таким чином, залучення іноземних фінансових інвестицій у достатніх обсягах на даний час можливе переважно на зовнішніх ринках. У свою чергу, потреба збереження національної власності на підприємства зумовлює необхідність використання таких механізмів залучення інвестицій, за яких інвестори не брали би прямої участі у визначенні об'єктів розміщення коштів.

Вищезазначене дозволяє констатувати доцільність створення державної фінансової установи, на яку були б покла-

дені функції залучення інвестиційних ресурсів на внутрішньому та зовнішніх фінансових ринках та їх спрямування на розвиток національної економіки. В цьому контексті пропонуємо створення державного інвестиційного банку з покладенням на нього відповідних функцій.

Створення інвестиційного банку, який концентрував би інвестиційні ресурси та спрямовував їх у розвиток національної економіки, сприятиме досягненню наступних переваг:

- державна власність дозволить повною мірою контролювати та спрямовувати діяльність інвестиційного банку;

- функціонування установи саме у форматі банку дозволить використовувати напрацьований досвід банківської діяльності та залучити відповідний досвідчений висококваліфікований персонал;

- статус державного банку сприятиме зростанню зацікавленості інвесторів з причин наявності урядових гарантій забезпечення їх інтересів та підвищення ліквідності зобов'язань даної установи;

- залучення іноземних інвестицій шляхом поширення цінних паперів державного інвестиційного банку дозволить уникнути встановлення прямого контролю нерезидентів над вітчизняними підприємствами;

- опосередкована участь інвесторів у визначенні напрямів розміщення залучених ресурсів зумовить можливість фінансування діяльності широкого кола підприємств, в тому числі і ризикових.

Створення та діяльність державного інвестиційного банку потребує розробки та прийняття відповідного Закону України "Про державний інвестиційний банк".

Реалізація наведених вище пропозицій щодо удосконалення державного регулювання інвестиційної діяльності в Україні з метою сприяння розвитку потужних конкурентоспроможних вітчизняних корпорацій потребує також загальних заходів з підвищення інвестиційної привабливості національної економіки. Серед основних проблем активізації інвестиційної діяльності в Україні виділяють високий ризик інвестування, який зумовлений як об'єктивними економічними факторами, так і непослідовністю та непередбачуваністю державної регуляторної політики. Причому нестабільність державного регулювання є непродуктивним чинником, який важко нівелювати.

Нестабільність економічної ситуації, невизначеність стратегічних пріоритетів розвитку національної економіки та вплив політичних чинників на діяльність державних органів не дозволяють припускати можливість досягнення високого рівня стабільності та послідовності державної регуляторної політики у довгостроковому періоді. З огляду на це нами обгрунтовані основні принципи внесення змін до регуляторної політики держави на майбутнє:

- принцип гарантії права власності — його недотримання є прямою загрозою економічній безпеці країни з ринковою економікою;

- принцип стаженості та поступовості — жодні зміни державного регулювання економіки не повинні відбуватися раптово, а тим більше — несподівано;

- принцип консультативності та компромісності — зміни в державній політиці, які зачіпають економічні права та свободу фізичних та юридичних осіб, повинні приймати-



**Рис. 1. Імперативи та напрями удосконалення державного регулювання інвестиційної діяльності в Україні з метою забезпечення формування потужних конкурентоспроможних вітчизняних корпорацій\***

\* Власна розробка автора.

ся на основі компромісу інтересів;

- принцип спрямованості до єдиної стратегічної мети — державне регулювання економіки повинне підпорядковуватися потребі досягнення єдиної стратегічної мети.

Вважаємо, що врахування запропонованих принципів при обгрунтуванні необхідності перегляду методів державного регулювання економіки зумовить підвищення інвестиційної привабливості національної економіки для внутрішніх та зовнішніх інвесторів та стане передумовою економічного зростання.

Систематизуємо комплекс обгрунтованих вище пропозицій щодо удосконалення державного регулювання інвестиційної діяльності в стратегічних та пріоритетних галузях національної економіки з метою забезпечення формування потужних конкурентоспроможних вітчизняних корпорацій (рис. 1).

Таким чином, нами запропоновано комплекс заходів з удосконалення державного регулювання процесів злиття і поглинання суб'єктів господарювання у антимонопольному та інвестиційному законодавстві. Реалізація наведених заходів дозволить нівелювати непродуктивний вплив попереднього досвіду корпоративної консолідації на національну економіку та реалізувати потенціал процесів злиття і поглинання у стимулюванні економічного зростання країни. Проте перелік пропозицій був би неповним без ліквідації недоліків вітчизняного законодавства у самому процесі взаємодії суб'єктів злиття і поглинання. Основним із таких не-

доліків, який має вагоме значення для збереження національного характеру виробництва, на нашу думку, є неможливість використання в Україні загальнозживаних у світовій практиці методів захисту акціонерних товариств від ворожого поглинання.

Потреба у особливих методах захисту від ворожого поглинання акціонерних товариств зумовлена розпорошеністю акціонерної власності та простотою формування контрольного пакета акцій через їх придбання на відкритому ринку. Грунтовне дослідження регламентації основних способів захисту від ворожого поглинання в українському законодавстві було проведено Ю.Є. Ковним. Він зробив висновки про відсутність у вітчизняному законодавстві перешкод для застосування суб'єктом-ініціатором поглинання основних стратегій ворожих поглинань та одночасну складність захисту підприємств, що поглинаються, від таких дій [3, с. 100—164].

Слід відзначити, що можливість застосування у вітчизняних умовах стратегій захисту акціонерних товариств, які мають превентивний характер (запроваджується підприємством ще до виникнення загрози поглинання), неможливе або недоцільне через особливості законодавчого регулювання. В той же час, можливі згідно законодавства стратегії відносяться переважно до заходів реагування на загрозу поглинання, що вже виникла, та обмежуються об'єктивними чинниками фінансових можливостей підприємств та рівнем розвитку фондового ринку.

З огляду на вищезазначене, необхідно удосконалювати вітчизняне законодавство в напрямі розширення можливостей застосування превентивних стратегій захисту акціонерних товариств від ворожих поглинань. Важливими передумовами підвищення рівня захищеності національних підприємств від ворожих поглинань мають бути:

— перегляд законодавчих норм щодо кількості голосів на одну привілейовану акцію — пропонуємо передбачити можливість надання більшої кількості голосів власникам окремих типів привілейованих акцій при прийнятті рішень на загальних зборах акціонерів;

— дозвіл на встановлення кваліфікованої більшості голосів, необхідних для прийняття найважливіших рішень щодо діяльності товариства, на рівні, вищому за 3/4;

— можливість визначення у статуті роздільної процедури зміни складу спостережної ради акціонерного товариства.

Важливим для захисту вітчизняних акціонерних товариств від ворожих поглинань може бути також закріплення у Законодавстві можливості резервування емісії акцій, тобто проходження процедур реєстрації та отримання дозволу на емісію, який би діяв протягом певного періоду, без вказання конкретної дати її проведення. Резервування емісії дозволило б вітчизняним акціонерним товариствам використовувати її в якості заходу реагування на загрозу поглинання, яка виникла, що спростило б можливість використання таких стратегій захисту, як залучення "білого лицаря" та рекапіталізація.

Впровадження в практику законодавчого регулювання зазначених пропозицій дозволить реалізувати ефективну комплексну державну політику у сфері регулювання процесів злиття і поглинання, а також створить передумови для зміни структури зовнішньоекономічної діяльності України, збереження національного характеру виробництва у стратегічних і пріоритетних галузях та продуктивного розвитку національної економіки.

## ВИСНОВКИ

Виявлені в результаті проведеного аналізу особливості впливу процесів злиття і поглинання на національну економіку дозволили окреслити імперативи удосконалення та визначити основні напрями їх державного регулювання.

Необхідність стимулювання притоку інвестиційних ресурсів та збереження національного характеру виробництва зумовлює доцільність розвитку механізмів залучення непрямих фінансових інвестицій у національну економіку. Можливість практичної реалізації даної потреби вбачаємо у створенні державного інноваційного банку. Основними його функціями повинні стати залучення інвестиційних ресурсів шляхом продажу гарантованих державою довгострокових боргових цінних паперів на внутрішньому та зовнішньому ринках та спрямування акумульованих коштів на інвестування у конкурентоспроможні та імпортозаміщуючі виробництва на території України.

Пропозиції з удосконалення державного регулювання процесів злиття і поглинання у антимонопольній та інвестиційній сферах повинні знайти відповідне відображення у нормативно-правових актах України. Нами визначено комплекс необхідних заходів, які полягають у: внесенні змін до Закону України "Про захист економічної конкуренції", розробці та прийнятті Закону України "Про державний інвестиційний банк України", запровадженні комплексу інвестиційних пільг та преференцій. Основою даного процесу повинно стати визначення переліку стратегічних та пріоритетних галузей національної економіки на рівні Кабінету Міністрів України.

Враховуючи комплексний характер процесів злиття і поглинання, які поєднують у собі елементи інвестиційної діяльності та ринкової концентрації, їх державне регулювання повинне проявлятися передусім у антимонопольній та інвестиційній політиці держави та мати відповідне відображення в нормативних актах.

## Література:

1. Веселкова Е.Е. Правовое регулирование инвестиционной деятельности в РФ и зарубежных странах: сравнительно-правовой аспект: автореф. дис. на соискание уч. степени канд. юрид. наук: спец. 12.00.03 "Гражданское право; предпринимательское право; семейное право; международное частное право" / Е.Е. Веселкова. — Москва, 2006. — 17 с.
2. Головаш Б.Е. Инвестиционный механизм интеграции Украины в европейский простір: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: спец. 08.00.02 "Світове господарство і міжнародні економічні відносини" [Електронний ресурс] / Б.Е. Головаш. — Тернопіль, 2010. — 20 с.
3. Ковний Ю.Є. Організаційно-економічні методи регулювання процесів поглинання суб'єктів господарювання: дис. ... канд. екон. наук: 08.02.03 / Ковний Ю.Є. — Л., 2006. — 194 с.
4. Кокоева Л.Т., Багаева А.А. Регулирование инвестиционной деятельности в зарубежных странах / Л.Т. Кокоева, А.А. Багаева // Труды молодых ученых. Юриспруденция. — 2009. — № 4 [Електронний ресурс]. — Режим доступу до ресурсу: <http://tmy.mwport.ru/files/2004-4-jur-03.pdf>
5. Лакіш С.М. Організаційно-економічний механізм залучення прямих іноземних інвестицій в економіку України: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: 08.00.03 "Економіка та управління національним господарством" [Електронний ресурс] / С.М. Лакіш. — Львів, 2008. — 20 с.
6. Лиу Конг Тхань. Формування механізму міжнародного регулювання іноземних інвестицій у процесі глобалізації економіки: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: 08.05.01 "Світове господарство і міжнародні економічні відносини" [Електронний ресурс] / Лиу Конг Тхань. — Київ, 2002. — 17 с.
7. Порядок вложения иностранных инвестиций на территории КНР [Електронний ресурс]. — Режим доступу до ресурсу: <http://russian.china.org.cn/links/txt/2008-02/05/content-9655740.html>

*Стаття надійшла до редакції 28.11.2011 р.*