

А.В. Катаєв, А.В. Дубодєлова, О.В. Юринець
Національний університет “Львівська політехніка”,
кафедра менеджменту організацій

ОБҐРУНТУВАННЯ КОЕФІЦІЄНТІВ ОБМІНУ АКЦІЙ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ ПІД ЧАС ЇХ РЕОРГАНІЗАЦІЇ ШЛЯХОМ ЗЛИТТЯ

© Катаєв А.В., Дубодєлова А.В., Юринець О.В., 2010

Розглянуто питання розрахунку коефіцієнтів обміну акцій під час реорганізації акціонерних товариств шляхом злиття на основі різних показників, які характеризують результативність діяльності товариства, та проаналізовано основні проблемні моменти, які мають бути враховані під час здійснення цих розрахунків та практичному застосуванні отриманих результатів.

Ключові слова: реорганізація, злиття, коефіцієнти обміну, акціонерне товариство, акції.

The article deals with the problem of calculation of share exchange coefficient in the process of reorganization of joint-stock company by way of merger on the basis of different economic indices, which characterize the effectiveness of the joint-stock company activity and analyze the main problems, which must be taken into consideration in the process of these calculations and in the practical use of achieved results.

Key words: reorganization, mergers, share exchange coefficient, joint-stock company, shares.

Постановка проблеми

Реорганізація акціонерних товариств (АТ) шляхом злиття є потужним інструментом стрибкоподібного збільшення вартості товариств та нарощування їхньої фінансової потужності. Важливим питанням підготовки та проведення реорганізації є визначення коефіцієнтів обміну акцій під час реорганізації. Ці коефіцієнти визначатимуть частки акціонерів товариств, які беруть участь у злитті, у статутному капіталі нового товариства. Виваженість коефіцієнтів обміну є запорукою того, що інтереси більшості акціонерів цих компаній будуть дотримані, а це спрощуватиме проходження реорганізаційних процедур та мінімізуватиме ймовірність потенційно можливих конфліктів, пов'язаних з несправедливістю обміну. Складність проблеми визначення коефіцієнтів обміну при злитті обумовлюється тим, що тут зачіпаються майнові інтереси акціонерів. Ускладнюється ця проблема наступними чинниками. Існує значна кількість потенційних “баз розрахунку” коефіцієнтів обміну. Жорстка регламентація процесів реорганізації в Україні обумовлює необхідність враховувати додаткові обмеження у разі визначення коефіцієнтів обміну. Методики визначення коефіцієнтів за тою чи іншою базою не достатньо адаптовані для умов України.

Аналіз останніх досліджень і публікацій

Визначення коефіцієнтів обміну акцій під час злиття товариств висвітлюються як в іноземних, так і в вітчизняних наукових виданнях [див., наприклад, 1–5]. Однак, при розгляді підходів і методик, які містяться, зокрема, у іноземних джерелах слід враховувати те, що у західній теорії і практиці злиття означає об'єднання двох (або більше) компаній так, що одна з компаній стає правонаступником іншої (інших), а інша (інші) компанія припиняється [див., наприклад, 2, с. 23–25]. Але за законодавством України, яке чітко визначає зміст різних форм реорганізації [див., наприклад, 7, с. 106–108; 8, с. 56, 59], наведене вище визначення злиття відповідає поняттю приєднання. Адже “приєднанням акціонерного товариства визнається припинення акціонерного товариства (кількох товариств) з передачею ним (ними) згідно з передавальним актом усіх його (їх) прав та обов'язків іншому акціонерному товариству- правонаступнику” [9, с. 84, п. 1]. А злиттям

визнається “виникнення нового акціонерного товариства- правонаступника з передачею йому згідно з передавальними актами всіх прав та обов'язків двох або більше акціонерних товариств одночасно з їх припиненням” [9, с. 83, п. 1]. Розбіжність трактувань є не лише “термінологічною, але й вимагає певних уточнень методики розрахунку коефіцієнтів обміну акцій при злитті порівняно з їхнім розрахунком при приєднанні. Крім того, при застосуванні “західних” методик необхідно враховувати, як зазначалось раніше, певні додаткові обмеження, пов'язані з необхідністю забезпечення вимог до статутного капіталу АТ, дотримання умов “кратності пакетів акцій” та “неподільності акцій”. Дотримання цих умов регламентовано в Україні положенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку про порядок реєстрації випуску акцій під час реорганізації акціонерних товариств [10, пп. 1.10; 2.5].

Постановка цілей

Розгляд проблемних моментів та способів їх вирішення при визначенні, з використанням різних баз та методик розрахунку, коефіцієнтів обміну акцій під час реорганізації акціонерних товариств шляхом злиття в Україні.

Виклад основного матеріалу

Світова фінансова криза призвела до зменшення процесів інтеграції компаній шляхом злиття або поглинання як у світі, загалом, так і в Україні, зокрема. Однак, очевидно, що по мірі виходу з кризи кількість угод зі злиття і поглинання зростатиме. Запорукою цьому є те, що, як зазначалось, злиття дає можливість в стислі терміни різко наростити фінансову потужність товариства, що є і залишатиметься актуальним для багатьох акціонерних товариств України, та істотно підвищити вартість товариства. Основним чинником такого підвищення є не тільки “арифметичне” збільшення вартості через створення нової компанії з декількох, але, насамперед, завдяки отриманню синергетичного ефекту, завдяки якому ринкова (або внутрішня) вартість створеного під час злиття АТ перевищуватиме суму вартостей АТ-в, які брали участь в цій реорганізації. Успішність реорганізації та отримання бажаних результатів, зокрема синергетичного ефекту, залежить від ґрунтовності вибору “партнерів” для реорганізації та зваженості фінансово-економічного обґрунтування доцільності реорганізації, а також розгляд чинників потенційної синергії та її вартісну оцінку; ретельності проведення реорганізаційних процедур; дієвості налагодження і оптимізації виробничо-господарської діяльності реорганізованого товариства.

Зрозуміло, що забезпечення злагодженого розроблення планів реорганізації та її подальшого проведення вимагає максимального узгодження інтересів акціонерів товариств, які планують здійснити реорганізацію. Одним з визначальних чинників такого узгодження є обґрунтування таких коефіцієнтів обміну акцій товариств, що реорганізуються, на акції новостворюваного товариства, які задовольнятимуть більшість акціонерів. Недосягнення згоди у питанні коефіцієнтів обміну може унеможливити реорганізацію як таку.

Обґрунтування коефіцієнтів обміну акцій є складним процесом, який передбачає вибір однієї чи декількох баз розрахунку коефіцієнтів обміну, розрахунок коефіцієнтів обміну за цією базою (базами), у разі обрання декількох баз розподілу – з'ясування механізму зведення коефіцієнтів, визначених за цими базами до “єдиного коефіцієнта”¹. Складність визначення коефіцієнтів обумовлюється, як зазначалось, тим, що ці коефіцієнти безпосередньо “торкаються” інтересів акціонерів.

Для акціонерних товариств України, які планують здійснити злиття, розрахунок коефіцієнтів додатково дещо ускладнюється з огляду на деякі обставини.

Насамперед під час визначення коефіцієнтів необхідно, як зазначалось, дотриматись умов, передбачених законодавством України і, зокрема, “Положенням про порядок реєстрації випуску акцій під час реорганізації товариств” [10].

¹ Відзначимо, що кожен з учасників майбутнього злиття може бути зацікавлений у використанні вигідного саме для нього показника для розрахунку коефіцієнта обміну акцій. Відтак, під час переговорів має бути знайдено компроміс, який задовольнятиме більшість з учасників.

Крім того, для більшості АТ України питання оцінки та нарощування вартості товариства та його акцій донедавна були, значною мірою, другорядними, через не представленість акцій цих товариств на фондовому ринку. Однак для тих АТ, які найближчим часом перетворяться у публічні акціонерні товариства² (а це може бути значна частина з зареєстрованих сьогодні в Україні близько 17 тисяч товариств) і які будуть “вимушені” виводити свої акції на фондовий ринок³ ситуація істотно зміниться. Зростатиме необхідність ширшого застосування під час визначення коефіцієнтів обміну ринкових індикаторів діяльності товариства, що вимагатиме адаптації до українських реалій методик визначення коефіцієнтів на основі цих показників, з одного боку, та, з іншого, долання стереотипних прив’язаностей до таких показників, як статутний та власний капітал.

По-третє – як частковий наслідок другої обставини – посилюватиметься необхідність здійснення певної корекції розрахованих коефіцієнтів обміну з огляду на прогностні значення певних ринкових індикаторів.

Повертаючись до питання вибору бази розрахунку коефіцієнтів обміну, зазначимо, що у її якості може використовуватись: ринкова (або внутрішня) ціна акцій; ринкова (або внутрішня) вартість акціонерного капіталу; показник “чистий прибуток на акцію” (EPS); показник “відношення ціни акції до чистого прибутку на акцію” (P/E); сума власного капіталу; статутний капітал.

Найбільш потенційно “справедливими” базами розрахунку з цього переліку можуть бути визнані два перших показники – вартість акції та вартість акціонерного капіталу. Фактично, обидва цих показники можна вважати тотожними, особливо якщо акції товариств систематично торгуються на біржі, а, відтак, є можливість оперувати справедливою ринковою вартістю цих акцій. У цьому випадку, використання будь-якого з зазначених двох показників для розрахунку коефіцієнтів обміну акцій відрізнятиметься лише певними нюансами методики. Разом з тим, обидва цих показники можуть використовуватись паралельно, якщо йдеться не про ринкову, а про внутрішню (розрахункову) їхню вартість. Пояснюється це тим, що внутрішня вартість акцій та внутрішня вартість акціонерного капіталу можуть визначатись різними методами. Для акцій це може бути дивідендний підхід. Для акціонерного капіталу – метод дисконтованих грошових потоків, метод подібних угод або компаній аналогів (з застосуванням мультиплікаторів), або – найменш точна, але найбільш спрощена оцінка – методом капіталізації прибутку.

Статутний капітал як база розрахунку коефіцієнтів обміну є найменш точним показником, який зазвичай, не відображає ефективність діяльності товариства та її оцінку ринком. Згадується тут цей показник як данина недавнім часам, коли посадовці ДКЦПФР займали позицію (і сповідували її у своїй практичній діяльності), за якою, ніякий інший показник для розрахунку коефіцієнтів обміну акцій крім “статутного капіталу” не може використовуватись.

Застосування цих показників – баз розрахунку коефіцієнтів обміну розглянемо на умовному прикладі. Два товариства “А” і “В” планують здійснити злиття і утворити АТ “Нове”. Вихідні дані по товариствах А і В та прогностні значення по АТ “Нове” наведені в табл. 1.

Таблиця 1

Умовний приклад: вихідні дані та прогноз показників АТ “Нове”

№	Показники	АТ “А”	АТ “В”	АТ “Нове”
1	Статутний капітал, тис. грн..	500	1000	1500
2	Номинал акції, грн..	1	2	1
3	Кількість акцій, тис. шт.	500	500	1500
4	Власний капітал, тис. грн..	3000	2000	5000
5	Чистий прибуток, тис. грн..	450	350	800
6	Вартість акціонерного капіталу, тис. грн..	4500	2800	7300
7	Ринкова ціна акції, грн./акцію	9,0	5,6	4,87
8	EPS, грн./акцію	0,9	0,7	0,53
9	P/E, коеф.	10	8	9,125

² Згідно з Законом України "Про акціонерні товариства" всі АТ мають бути реорганізовані в публічні АТ або у приватні АТ не пізніше 29 квітня 2011 року [Див.: 9, Прикінцеві та перехідні положення]. Чисельність акціонерів у приватному АТ не може перевищувати 100 осіб [9, с. 5].

³ [Див., 9, с. 24].

Прогноз значень для АТ “Нове” здійснювався так. Статутний капітал⁴, власний капітал, чистий прибуток та вартість акціонерного капіталу визначались як сума відповідних показників АТ А і АТ В. При цьому для спрощення нехтувалась можлива синергія, яка могла б призвести до збільшення чистого прибутку та вартості компанії. Номінал акції АТ “Нове” було задано⁵. Кількість акцій визначалась як відношення статутного капіталу АТ “Нове” до номіналу його акцій. Ринкова ціна акції визначалась як відношення вартості акціонерного капіталу до кількості акцій. Р/Е розраховувалось як відношення ринкової ціни акцій до EPS.

З огляду на методику визначення коефіцієнтів обміну, бази розрахунку коефіцієнтів обміну можуть бути зведені у дві групи. Перша група – показники, які безпосередньо дозволяють визначити частку у новому товаристві, яку отримають акціонери товариств, що беруть участь у злитті. Це – статутний капітал, власний капітал, ринкова (або внутрішня) вартість акціонерного капіталу (див. рядки 2.1. та 3.1, табл. 2). Розрахунок коефіцієнтів обміну для цих показників розглянемо на основі показника вартість акціонерного капіталу. Визначаємо частку вартості акціонерного капіталу кожного з АТ у вартості акціонерного капіталу АТ “Нове”⁶, кількість акцій нового товариства, які отримають акціонери товариств А і В визначаємо як добуток відповідної частки на планову кількість акцій АТ “Нове”. Відношення отриманих значень “кількості нових акцій” до базової кількості акцій дає значення коефіцієнтів обміну.

Друга група показників (баз розрахунку) більше прийнятна для визначення коефіцієнтів обміну при приєднанні, коли одне (декілька) АТ приєднується до іншого, і акції АТ яке (які) приєднується міняються на акції того АТ, до якого відбувається приєднання (див. показники 1, 4, 5, табл. 2). Застосування цих показників під час злиття можливе, але потребує певних модифікацій розрахунку. Розрахунок коефіцієнтів обміну акцій для цих показників розглянемо на прикладі показника “вартість акції”. Обираємо одне з двох (декількох) АТ, яке буде виступати як “базове”. В умовному прикладі це – АТ А. Визначаємо відношення вартості акцій АТ В до вартості акцій АТ А (рядок 1.1, табл. 2). Ще раз підкреслимо, що при приєднанні це й був би коефіцієнт обміну акцій В на акції А. Однак при злитті цей коефіцієнт ми можемо використати для визначення “обмінної кількості” для АТ В. Якщо сума “обмінних” кількостей акцій для акціонерів АТ А і АТ В є такою, що дозволяє при діленні на неї статутного капіталу отримати більш-менш прийнятне ціле значення номіналу акції АТ “Нове”, розрахунок можна вважати завершеним. Однак, найшвидше такий результат ми не отримаємо. У цьому разі, беремо планову кількість акцій АТ “Нове” (з огляду на його статутний капітал та обраний номінал акції), знаходимо відношення цієї кількості акцій до сумарної “обмінної” кількості (в прикладі це – 811,111) і на отриманий коефіцієнт перемножуємо “обмінні” кількості акцій для АТ А і АТ В. Коефіцієнти обміну акцій далі знаходимо як і для показників першої групи.

Розглянемо тепер результати, отримані у табл. 2 та проаналізуємо ще декілька моментів. Передусім, зазначимо, що у “чистому” вигляді жоден з наведених в табл. 2 результатів розрахунку коефіцієнтів обміну не зможе бути використаним. Адже, кількість акцій, які мають отримати акціонери обох товариств є не цілим числом (див. рр.. 1.3.; 2.2; 4.3.; 5.3.). Відповідно, порушується принцип неподільності акцій, який діє в Україні і передбачає неможливість спільного володіння декількома особами однією акцією. Ще істотношою проблемою є те, що отримані значення коефіцієнтів обміну (які у таблиці свідомо наведені з точністю до четвертого знака після коми), не дозволяють обміняти всі пакети акцій, які належать акціонерам двох товариств на ціле число нових акцій, тобто порушується принцип кратності пакетів акцій [10, 2.5]. Виходом з цієї ситуації може бути або коригування коефіцієнтів обміну, або деномінація акцій.

⁴ Відповідає вимозі ДКЦПФР щодо того, що "сума розмірів статутних фондів усіх товариств до реорганізації ... повинна дорівнювати сумі розмірів статутних фондів усіх товариств, що створені шляхом реорганізації" [10, п. 1.10].

⁵ Обране значення відповідає вимозі ДКЦПФР згідно з якою "Номінальна вартість акцій акціонерного товариства, створеного шляхом злиття, має бути кратною номінальній вартості акцій... кожного засновника в статутних фондах товариств, що реорганізуються" [10, п. 2.5].

⁶ Саме ці значення і відобразять частку акціонерів кожного зі "старих" АТ в новому.

Умовний приклад: коефіцієнти обміну

№	Показники	АТ А	АТ В	АТ Нове	Вартість акціонерного капіталу тис. грн.		
					А	В	АТ Нове
1	Ринкова вартість акцій:						
1.1.	Співвідношення за показником	1	0,6222				
1.2.	"Обмінна" кількість акцій	500	311,11	811,11			
1.3.	Кількість акцій	924,66	575,34	1500			
1.4.	Коеф. обміну	1,8493	1,1507				
1.5.	Частка	61,64%	38,36%	61,64%	4500,00	2800,00	7300,00
2	Вартість акціонерного капіталу:						
2.1.	Співвідношення за показником	0,616	0,384				
2.2.	Кількість акцій	924,66	575,34	1500			
2.3.	Коеф. Обміну	1,8493	1,1507				
2.4.	Частка	61,64%	38,36%	61,64%	4500,00	2800,00	7300,00
3	Власний капітал:						
3.1.	Співвідношення за показником	0,60	0,40				
3.2.	Кількість акцій	900,0	600,0	1500			
3.3.	Коеф. Обміну	1,80	1,20				
3.4.	Частка	60,00%	40,00%	60,00%	4380,00	2920,00	7300,00
4	EPS:						
4.1.	Співвідношення за показником	1	0,7778				
4.2.	"Обмінна" кількість акцій	500	388,89	888,89			
4.3.	Кількість акцій	843,75	656,25	1500			
4.4.	Коеф. Обміну	1,6875	1,3125				
4.5.	Частка	56,25%	43,75%	56,25%	4106,25	3193,75	7300,00
5	P/E:						
5.1.	Співвідношення за показником	1,00	0,80				
5.2.	"Обмінна" кількість акцій	500	400	900			
5.3.	Кількість акцій	833,33	666,67	1500			
5.4.	Коеф. Обміну	1,6667	1,3333				
5.5.	Частка	55,56%	44,44%	38,46%	4055,56	3244,44	7300,00
6	Вартість акціонерного капіталу (з "премією"):						
6.1.	Співвідношення за показником	0,573	0,427				
6.2.	Кількість акцій	858,78	641,22	1500			
6.3.	Коеф. Обміну	1,7176	1,2824				
6.4.	Частка	57,25%	42,75%		4179,39	3120,61	7300,00
6.5.					4580,15	3419,85	8000,00

Інший важливий момент стосується оцінки прийнятності тих чи інших коефіцієнтів обміну для акціонерів обох товариств. Прийнятність коефіцієнтів обміну, визначених на основі різних баз розрахунку, доцільно оцінити за допомогою так званої "умови справедливості". Ця умова передбачає, що ринкова (або внутрішня) вартість всього пакета акцій товариства до реорганізацій (або вартість акціонерного капіталу) має бути не меншою, ніж вартість "належного" йому пакета акцій нового товариства після реорганізації". Результати обрахунку цієї умови для умовного прикладу наведені в табл. 2, стовпці "Вартість акціонерного капіталу". Як можемо бачити, для умов злиття, без врахування можливої синергії, застосування коефіцієнтів обміну, визначених на основі власного капіталу, EPS та P/E, не задовольнятиме акціонерів АТ А, адже розрахункове значення вартості акціонерного капіталу, що припадатиме на їхню частку в новому товаристві є меншим, ніж вартість акціонерного капіталу, якою вони володіють до реорганізації. Відповідно, виникає два взаємопов'язаних питання. Перше – за яких обставин, коефіцієнти обміну, визначені на основі EPS

та P/E, могли б бути прийнятними для акціонерів обох товариств? І друге, за існуючих обставин, якими мали б бути ці коефіцієнти обміну, щоб задовольняти акціонерів обох товариств?

Відповіді на обидва ці питання можна знайти, скориставшись підходом до визначення коефіцієнта обміну акцій на основі прогнозних значень P/E. Згідно з цим методом [див. 5, с. 581–582], розробленим для умов приєднання, акціонери товариства, до якого приєднується інше (для нашого прикладу таким товариством можна прийняти АТ А) не програватимуть, якщо коефіцієнт обміну акцій товариства, яке приєднується, на акції товариства, до якого відбувається приєднання, відповідатиме умові:

$$\text{Кобм}^A \leq \frac{E^\Sigma \times (P/E)^N - P_A \times S_A}{P_A \times S_B}, \quad (1)$$

Свою чергою акціонери товариства, яке приєднується, не програватимуть, якщо коефіцієнт обміну за яким їхні акції мінятимуться на акції товариства, до якого відбувається приєднання, відповідатиме умові 2.

$$\text{Кобм}^B \geq \frac{P_B \times S_A}{E^\Sigma \times (P/E)^N - P_B \times S_B} \quad (2)$$

де Кобм – коефіцієнт обміну акцій товариства, що приєднується (В) на акції товариства, до якого відбувається приєднання (А). Індекси А і В вказують на умову прийнятності для акціонерів другого та першого товариств відповідно; E^Σ – чистий прибуток товариства після приєднання; $(P/E)^N$ – очікуване (після приєднання) відношення ціни акції до чистого прибутку на акцію; P_A, P_B – вартість акцій, відповідно, товариств А та В; S_A, S_B – кількість акцій, відповідно, товариств А та В.

Ці дві нерівності дозволяють визначити діапазон значень коефіцієнта обміну, прийнятних для обох товариств.

Для нашого прикладу, з припущенням, що йдеться про приєднання і товариство А – товариство, до якого відбувається приєднання, а АТ В – товариство, яке приєднується, цей діапазон матиме вигляд, наведений в табл. 3. З наведених даних видно, що для значень P/E, менших, ніж 9, не має прийнятних для обох товариств коефіцієнтів обміну. Найменше значення P/E, за якого з'являється такий коефіцієнт обміну, дорівнює 9,125, і коефіцієнт при цьому становитиме 0,6222. Зазначимо, що саме такий коефіцієнт було отримано в табл. 2 для бази розрахунку “ринкова вартість акцій” (р 1.1, табл. 2).

Таблиця 3

Умовний приклад: діапазон можливих значень коефіцієнтів обміну

P/E	6	7	8	9	9,125	10	11	12
Коеф. Обміну, прийнятний для А (\leq)	0,0667	0,2444	0,4222	0,6000	0,6222	0,7778	0,9556	1,1333
Коеф. Обміну, прийнятний для В (\geq)	1,4000	1,0000	0,7778	0,6364	0,6222	0,5385	0,4667	0,4118

Значення коефіцієнтів обміну, отримані для таких баз розрахунку, як EPS та P/E (рр. 4.1. та 5.1, табл. 2), істотно перевищують максимально прийнятне для АТ А значення коефіцієнта обміну для умов P/E = 9,125. Визначене в табл. 2 значення коефіцієнта обміну для акцій АТ В на основі EPS (0,7778) могло б бути прийнятним лише за умови, що після злиття відношення P/E для акцій нового товариства буде більше–рівне 10, у наслідок реально отриманої синергії, або “завдяки” позитивним очікуванням ринку, щодо результатів злиття. Зазначимо, що за умови P/E = 10, вартість акціонерного капіталу АТ “Нове” становила б (за незмінного EPS=0,53) 8000 тис. грн. (10x0,53x 1500). За таких обставин вартість акціонерного капіталу, яка припадала б на частку акціонерів товариства А становила вже 4800 тис. грн., а частка для акціонерів товариства В – 3200 тис. грн. Тобто, для акціонерів обох компаній в цих умовах обмін акцій вже був би доцільним.

Узгодження прийнятних для всіх зацікавлених сторін коефіцієнтів обміну акцій може супроводжуватись прагненням однієї зі сторін отримати певні додаткові преференції. Це типовіший випадок для процесу приєднання, але й у разі злиття таке можливе. Припустимо, що акціонери

товариства В “вмовляють” акціонерів товариства А, надати їм своєрідну “премію” у 20 % під час обміну. Тобто, під час розрахунку коефіцієнтів обміну необхідно припустити, що вартість акцій або акціонерного капіталу АТ В є більшою на 20 %. Зрозуміло, що у цьому разі, зміняться коефіцієнти обміну і частки акціонерів АТ А і АТ В в статутному капіталі АТ “Нове”, при цьому частка акціонерів АТ В зросте (див. рр. 2.4. та 6.4, табл. 2). Для наведених в таблиці показників діяльності нового товариства, очевидно, акціонери АТ А не будуть схильні погодитись на таку “премію” акціонерам товариства В. Та навіть у разі очікування синергії, яка дасть змогу збільшити вартість акціонерного капіталу з 7000 тис. грн. до 8000 тис. грн., акціонери товариства А можуть не погоджуватись з такою “премією”. Дійсно, хоч в цих умовах вартість акціонерного капіталу нового товариства, яка припадатиме на частку акціонерів А і буде дещо більшою, ніж вартість їхнього акціонерного капіталу до злиття – 4580 тис. грн. проти 4500 тис. грн. (див. р. 6.5, табл. 2), але нез’ясованим залишається питання “чи заслуговують акціонери товариства “В” на отримання лівової частки синергетичного ефекту”?

Огляд результатів розрахунків коефіцієнтів обміну акцій, наведених в табл. 3 (рр. 1–5), показує доволі широкий діапазон коливань як коефіцієнтів обміну, так і часток у статутному капіталі нового товариства, на які можуть претендувати акціонери двох старих АТ. Отже, наступним кроком має бути узгодження в переговорному процесі такої бази розрахунку (і відповідних коефіцієнтів), які максимально задовольнятимуть інтереси обох сторін. Як варіант, доволі широко вживаний у практиці, результуючі коефіцієнти обміну можуть бути знайдені як середньозважені значення результатів використання декількох баз розподілу. Очевидно, що і перелік цих баз розподілу, і їхня вагомість мають бути узгоджені всіма сторонами процесу злиття.

Висновки

Обґрунтування коефіцієнтів обміну акцій є важливим елементом процесу реорганізації акціонерних товариств шляхом злиття. Розраховувати ці коефіцієнти доцільно на основі широкого спектра показників, зокрема, ринкових індикаторів ефективності діяльності товариства. Отримані результати вимагатимуть певного корегування для забезпечення дотримання законодавчих вимог, зокрема, неподільності акцій і кратності пакетів акцій, та аналізу і оцінки, з використанням сучасних підходів і методик, прийнятності цих коефіцієнтів для всіх зацікавлених осіб, з урахуванням як наявного, так і прогностичного рівня ефективності товариства. Визначені таким способом коефіцієнти слугуватимуть орієнтирами для обрання остаточного варіанта коефіцієнтів обміну акцій під час переговорів між товариствами-учасниками злиття.

Перспективи подальших досліджень

У подальшому планується дослідити вплив реорганізації шляхом злиття та приєднання на підвищення ефективності діяльності акціонерних товариств та оцінку такого підвищення через призму індикаторів фондового ринку для товариств, які оберуть форму публічних акціонерних товариств.

1. Бригхем Ю., Эрхард М. *Финансовый менеджмент: Пер. с англ.* – СПб.: Питер, 2005. – 960 с.
2. *Искусство слияний и поглощений / Стенли Фостер Рид, Александра Рид Лажу: Пер. с англ.* – М.: Альпина бизнес Букс, 2007. – 960 с.
3. Терещенко О.О. *Фінансова санація та банкрутство підприємств: Навч. посібник.* – К.: КНЕУ, 2000. – 412 с.
4. Феррис К., Пешеро Б. *Оценка стоимости компаний: как избежать ошибок при приобретении: Пер. с англ.* – М.: Издательский дом “Вильямс”, 2003. – 256 с.
5. Ченг Ф. Ли, Джозеф И. Финнерти. *Финансы корпораций: теория, методы и практика: Пер. с англ.* – М.: ИНФРА-М, 2000. – 686 с.
6. Эванс Ф., Бишоп Д. *Оценка компании при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях: Пер. с англ.* – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 332 с.
7. Цивільний кодекс України. 8. Господарський кодекс України. 9. Закон України “Про акціонерні товариства”. 10. Положення про порядок реєстрації випуску акцій під час реорганізації товариств. Затверджене рішенням ДКЦПФР № 221 від 30.12.98 р. зі змінами і доповненнями.