

*В. В. Передерій,
к. е. н., Національний авіаційний університет*

ІНОЗЕМНИЙ ДОСВІД ВИКУПУ ВЛАСНИХ АКЦІЙ ЯК ШЛЯХ ДО ЕФЕКТИВНОГО УПРАВЛІННЯ КОРПОРАЦІЯМИ В УКРАЇНІ

*V. Perederii,
ph. d. in Economics, National aviation university*

FOREIGN EXPERIENCE OF BUYBACKS OPERATIONS AS WAY TO EFFECTIVE CORPORATION MANAGEMENT IN UKRAINE

В статті розглянуто основні причини викупу акціонерними товариствами зарубіжних країн власних акцій та пов'язані з цим можливості. Розглянуті передумови адаптації міжнародного досвіду до вітчизняних підприємств та запропоновані основні напрями забезпечення ефективного управління корпораціями в Україні.

In the article principal reasons of buybacks operations and related to it possibilities are considered. The preconditions of international experience adaptation to the domestic enterprises were analyzed and provisions of the main areas of effective management of corporations in Ukraine were proposed.

Ключові слова: *акція, викуп акцій, корпорація.*

Key words: *share, share repurchase, corporation*

Постановка проблеми

Кошти, які компанії всього світу направляють на викуп власних акцій, перевищують затрати на інноваційні проекти і персонал, які вважаються основними мотивами росту сучасних корпорацій. Подібна тенденція спостерігається в усіх галузях економіки. Власні акції викуповують як фінансові корпорації, так і виробничі фірми. Даний інструмент може використовуватися для підвищення капіталізації, захисту від недружнього поглинання та зміни складу акціонерів. Крім того, всі його переваги можуть бути застосованими і українськими компаніями, оскільки не встановлено жодних обмежень для його використання в наших умовах.

Аналіз досліджень і публікацій

Дослідженням даної проблеми займаються переважно іноземні науковці. Серед них слід виділити С. Янга, К. Дженсена, Р. Добса, В. Рехма та ін. Серед вітчизняних авторів найбільш детально дане питання розглядали В. Заслужский, М. Карпенко, В. Оленюк, О. Пашкевич, О. Терещенко та ін. [2 – 9].

Цілі

Метою даної статті є з'ясування причин викупу власних акцій підприємствами зарубіжних країн з метою застосування такого досвіду для ефективного управління сучасними вітчизняними корпораціями.

Викладення основного матеріалу

Аналіз світового досвіду свідчить, що, в цілому, ринок позитивно ставиться до викупу власних акцій. Ці кроки сприймаються як свідчення того, що у компанії є серйозні підстави передбачати зростання в майбутньому і незгоду менеджменту з встановленим курсом цінних паперів.

Ринок сприймає менеджмент компанії як привілейованих власників інсайдерської інформації. Тому інвестори вважають логічним викуп акцій, які будуть зростати в ціні. Отже, першою причиною викупу власних акцій є підтримка стабільних котирувань акцій чи сприяння їх росту.

Але, на думку Стівена Янга [9], більшість компаній, акції яких розміщені на фондовому ринку, все ж таки оцінені коректно, і реальне зростання котирувань акцій можливе, якщо фірма планує принципово нові проекти, які забезпечать прорив і дійсно піднімуть ціну бізнесу. Лише у випадку реалізації вищезазначених умов, компанія зможе отримати прибуток від викупу власних акцій. Згідно з дослідженнями автора [2], відразу після оголошення про викуп акцій, котирування зростали в середньому на 2 %. Крім того, програма викупу

акцій може забезпечити стабільне їх зростання протягом тривалого часу. Саме тому, такі заходи компанії розтягують на тривалий період. Тривалість програми, як і сума викупу, визначається організацією самостійно.

Міжнародна практика не передбачає ніяких обмежень на ту частину статутного фонду, яку компанія має намір викупити. Все залежить від кількості вільних коштів на балансі підприємства чи можливості залучення зовнішнього фінансування для реалізації зазначених цілей.

Другою причиною викупу власних акцій є винагородження акціонерів і передача їм частини зароблених компанією коштів. Класичним методом є виплата дивідендів. Але, на думку Стівена Янга, викуп акцій є більш гнучким інструментом, в порівнянні з дивідендами [9]. Навіть одноразове незначне підвищення дивідендів, може призвести до перманентних очікувань акціонерів в майбутньому. Натомість, викуп акцій, як правило, є одноразовою програмою і ніхто не очікує від компанії його продовження. Крім того, компанія може навіть відмовитися від його завершення. Подібні дії, за умови відповідної аргументації інвесторам, не призводять до падіння курсу акцій чи будь-яких інших санкцій. Викуповуючи власні акції, компанія, з одного боку, дає можливість частині акціонерів зафіксувати прибуток і вийти, а з іншого – збільшує вартість для тих акціонерів, які залишилися.

Оскільки викуп, зазвичай, відбувається за ціною вище ринкової, то акціонери, що продають акції, отримують можливість додаткового отримання прибутку. Інші також отримують додаткові переваги, оскільки виплата дивідендів в розрахунку на акцію також зростає. Це дозволяє виділити ядро інвесторів, які придбали акції компанії, з розрахунком на прибуток в довгостроковій перспективі, і відокремити тих, які планують отримати прибуток від перепродажу акцій [6].

Третя причина випуску власних акцій полягає в запобіганні падінню ціни на акції через погіршення показників роботи компанії. Проте, на думку В. Оленюка, реалізація подібної схеми в Україні, на даний час, є неефективною, оскільки викуповувати власні акції задля підтримки їхнього курсу можуть лише ті компанії, акції яких котируються на біржах. А у більшості вітчизняних підприємств вони мають надзвичайно низьку ринкову ліквідність [7].

Четвертою причиною є підвищення основних індексів оцінки підприємства. Операції викупу акцій дозволяють покращувати показники, які вважаються інвестиційними фондами фундаментальними при виборі напрямів вкладень: дохід на одну акцію та чисті активи на одну акцію.

Існує думка, що високе співвідношення цих двох показників свідчить про те, що компанія динамічно розвивається, а низьке – про те, що інвестори класифікують ризики як підвищені, або прибуток нижче середнього в галузі. Проте, дослідження Стівена Янга демонструють, що зростання зазначених індексів не спричиняє росту основних фінансових показників. Наприклад, за інформацією журналу Forbes, компанія Атегсо за останні декілька років викупила 42% своїх акцій, при цьому показник доходу на акцію зростав в середньому на 14% за рік, а чистий прибуток – лише на 1% [3, 9].

П'ята причина полягає в тому, що менеджери компанії не бачать більш вигідних вкладень вільних засобів. Традиційно вважається, що, якщо у компанії виникає надлишок готівки, вона повинна витратити її на придбання нових активів. Але така диверсифікація приносить очікуваний результат у небагатьох випадках. За таких умов, менеджмент компанії може сформулювати наступні альтернативи: спрямувати капітал на придбання нових компаній на ринку, вкласти кошти в нові інвестиційні проекти чи виплатити гроші акціонерам. Як зазначають Р. Добс та В. Рем, серед цих можливих рішень може бути вибране останнє, як найменш ризиковане і найменш витратне для компанії [8].

Шоста причина – це викуп акцій для реалізації програми заохочення менеджменту або забезпечення можливих злиттів і поглинань, а також послідовного продажу акцій стратегічному інвестору. Акції є поширеним у світовій практиці способом нагородження і менеджменту, і рядових співробітників, особливо в американських компаніях. Тому, для їх використання в компенсаційних пакетах для персоналу компанії, необхідно мати у власному розпорядженні достатню кількість акцій, не розмиваючи долі власників.

Акції публічних компаній є доволі ліквідним фінансовим інструментом. Ними можна проводити оплату частки у компанії, що купується. Тому, багато компаній в постійному режимі акумулюють акції на власному балансі, з розрахунком на подальші злиття і поглинання [6].

Сьомою причиною може бути санація балансу. Відображення збитків на балансі може значно ускладнити діяльність підприємств, особливо акціонерних товариств, звітність яких публікується у відкритих джерелах. Вони практично не можуть розраховувати на залучення зовнішнього фінансування, оскільки збиткова компанія не є привабливим об'єктом вкладення для кредиторів чи потенційних інвесторів. Слід враховувати, що за умови зниження реального курсу нижче номіналу, додатковий випуск цих цінних паперів заборонено законодавчо: інвестори зобов'язані купувати акції за ціною, не нижчою номінальної вартості. У підприємства виникають труднощі і з постачальниками, і з клієнтами. Єдиним виходом, в такій ситуації, може стати зменшення статутного капіталу шляхом викупу акцій чи безкоштовної їх передачі до анулювання і отримання санаційного прибутку. Слід зазначити, що в Україні, на даний час, не відпрацьовані чіткі схеми здійснення операцій санації балансу і практика проведення зазначених процедур. Хоча законодавчих перешкод для їх проведення немає.

За рахунок санаційного прибутку відбувається покриття збитків і створення необхідних для подальшої господарської діяльності резервів. Коли збитки таким чином зникнуть з балансу, стає можливим залучення додаткових фінансових ресурсів. Тобто, санація балансу, як правило, є обов'язковою передумовою для подальшого залучення коштів [5].

Восьма причина – це спосіб захисту від небажаних поглинань. Викуп власних акцій дозволяє консолідувати контрольний пакет для протидії «ворожому викупу» чи змінам в складі акціонерів, зберігши компанію зі всіма активами і виробничими потужностями.

Перерозподіливши акції, тобто зменшивши частку одних власників і збільшивши інших, можна сконцентрувати достатній пакет для реалізації власних бізнес-планів. Більше того, в подальшому, володіючи контрольним пакетом акцій, стає можливим проведення реорганізації чи зміни форми власності [4].

Викуп власних акцій – річ достатньо поширена в діяльності вітчизняних акціонерних товариств. Не дивлячись на однакову процедуру скуповування, кожна компанія, що вдалася до цього кроку, переслідує власну мету.

Передусім, викуп власних акцій є найкращим способом захисту від небажаних змін у складі акціонерів і, зрештою, від приходу нового власника. Крім того, така нескладна процедура дає змогу перерозподілити акції між їхніми власниками, а, відтак, посилити чи послабити вплив на підприємство певних груп акціонерів.

Оскільки, на більшості постприватизаційних українських підприємств, акції виявилися розпорошеними між членами трудового колективу, то викуп акцій підприємством виявився простим зосередженням цінних паперів компанії в руках менеджменту або у підконтрольних керівництву осіб.

У 1993–1999 роках доволі поширеним методом збереження контролю над підприємством було зосередження контрольного пакету акцій в руках керівників компанії. Під час приватизації акції фактично зосереджувались у директорів. Вони переконували працівників-акціонерів продати свої частки підприємству, використовуючи різні способи обґрунтування необхідності такого кроку. А підприємство було посередником, через якого акції зосереджувались у наближених до керівництва акціонерів. Такі схеми залишаються актуальними і сьогодні.

Проте, не завжди менеджментом керує тільки бажання стати власником. Керівництву вигідно акумулювати акції безпосередньо на підприємстві, щоб у момент виплати дивідендів не розпорошувати кошти, а виплачувати їх саме тим акціонерам, які будуть їх реінвестувати.

Слід зауважити, що в даних умовах, зосередження акцій на підприємстві – доволі сильний хід менеджменту, який дає змогу, залежно від поставленої мети, усунути тих, хто перешкоджає виконанню бізнес-планів власника компанії, поліпшити фінансові показники чи імідж підприємства. Інколи додатковим джерелом конфліктів можуть бути міноритарні акціонери, якщо вони не поділяють його поглядів на управління компанією.

Одним з найяскравіших прикладів є конфлікт дрібних акціонерів «Світоча» і компанії Nestle, що володіє 94,5% фабрики. Міноритарії хочуть отримувати дивіденди, а статут зобов'язує виплачувати дивіденди не рідше рази на рік. Натомість, власник контрольного пакету прийняв рішення реінвестувати весь прибуток у виробництво, оскільки Nestle планувало подвоїти випуск «Світчем» шоколадної продукції.

Проблема в тому, що члени трудового колективу, для задоволення своїх вимог, схильні активно використовувати адмінресурс, тобто міську виконавчу владу, фіскальні органи, тощо, що суттєво ускладнює власникові досягнення запланованих цілей. У таких випадках, підприємству простіше викупити дрібні пакети акцій. Щоправда, самі міноритарії не завжди погоджуються продати свої частки. Але, як стверджують експерти, все залежить від ціни викупу [7].

В деяких країнах в законодавстві існують положення про так зване «видавлювання» (squeeze-out) – право контролюючого акціонера викупити акції міноритаріїв (і обов'язок акціонерів продати акції, якщо така пропозиція поступила). Як правило, для отримання подібного права, акціонер повинен мати певний мінімум акцій. Наприклад, в Угорщині цей поріг складає 90%, в Італії – 98%, Німеччині – 95%. При цьому держава суворо обмежує право іншими умовами. В Угорщині таке право може бути реалізовано контролюючим акціонером тільки після пропозиції про поглинання, а акції викуповуються за ціною, за якою вони викуповувались в процесі поглинання. В Німеччині ціна акцій визначається незалежним експертом і не повинна бути нижчою за ринкову. Звичайно, в Україні реалізація подібних ініціатив буде неможливою до формування цивілізованого фондового ринку. Для цього необхідно, як мінімум, прогресивне законодавство і високий рівень корпоративної культури [4].

Деякі компанії вже використовують схеми передачі акцій членам трудового колективу з подальшим їх викупом для оптимізації оподаткування, зокрема, для зменшення навантаження на фонд оплати праці. Аби досягти цього, підприємство в одному податковому періоді частково виплачує зарплати акціями, в іншому – їх викуповує. Тут використовують можливості, надані Декретом КМУ «Про прибутковий податок з громадян» (стаття 5 встановлює, що суму доходів, яку спрямовують на придбання акцій підприємства, не включають до сукупного оподаткованого доходу та не обкладають податком на прибуток). На виплату зарплати акціями також не нараховують страхових внесків. Якщо компанія виплачуватиме 95% зарплат акціями, це, за підрахунками експертів, дасть змогу їй зекономити до 40% коштів фонду оплати праці.

Підприємство може також скупили акції в одному звітному періоді і продати їх тим же особам у наступному періоді, але вже за нижчою ціною. Таким чином, фактичний власник акцій не змінюється, а валовий дохід підприємства у попередньому періоді зменшується, що призводить до зменшення податкової бази. Але схем скуповування акцій з метою оптимізації податків поки що не відпрацьовано. Тому, без допомоги консалтингової чи юридичної компанії підприємству навряд чи вдасться здійснити ці процедури так, аби не привернути уваги контролюючих органів.

Західні компанії, що працюють на українському ринку, активно використовують скуповування власних акцій як запобіжний засіб проти падіння їхнього курсу. Але викуповувати власні акції задля підтримки їх курсу можуть лише ті компанії, акції яких котируються на біржах. У більшості українських підприємств ринкова ліквідність акцій дорівнює нулю.

Як зазначає О.Пашкевич, компанії використовують викуп власних акцій як джерело доходів. Передбачаючи впровадження певних проектів, що підвищать вартість акцій, підприємство попередньо їх скуповує, а після реалізації подібних проектів, в умовах зростання вартості акцій, передбачається їх реалізація за вищою ціною [7].

Проте, менеджерам слід враховувати, що програми викупу вигідні і численним консультантам, наприклад, інвестиційним банкам, які отримують значні комісійні, в той час як за виплату дивідендів вони нічого не отримують.

Висновки

Проведені дослідження дозволяють зробити висновок, що викуп власних акцій підприємства є доволі ефективним інструментом використання готівкових коштів. Майбутні фінансові і нефінансові вигоди цілком можуть перевищити вартість викупу, навіть якщо акції були анульовані. Ця процедура технічно доволі проста, але такий крок може мати значні наслідки в майбутньому, як для фінансів підприємства, так і для самих акціонерів. Тому менеджерам необхідно розуміти всі нюанси і ефективно їх використовувати.

Використання вільних коштів не може відбуватися за рахунок коштів, призначених для довгострокових інвестицій. Існує небезпека в тому, що ринок може сприйняти це як сигнал, що у компанії відсутній потенціал зростання. За таких умов необхідним є роз'яснення акціонерам необхідності короткострокового реінвестування з метою отримання додаткових переваг у майбутньому.

Вибір між дивідендами і викупом власних акцій повинен бути узгоджений зі стратегічними цілями компанії. Якщо у корпорації є плани щодо залучення масштабних інвесторів, то доцільнішим є використання викупу акцій, що передбачається незначне, але стабільне зростання і залучення лояльних акціонерів, але більш оптимальним способом передачі готівкового заохочення власникам є виплата дивідендів.

Викуп власних акцій є одним з найефективніших способів захисту від недружнього поглинання. Вигоди полягають в тому, що, по-перше, викуплені акції знаходяться на балансі підприємства, і, хоча вони, відповідно до законодавства, не враховуються у кворумі, але вони залишаються недоступними для конкурентів. По-друге, менеджмент не витрачає власних коштів і, по-третє, має змогу придбати акції за нижчою ціною ніж сторонній інвестор.

Програми викупу власних акцій вигідні і акціонерам. Так, частина з них, яка прийняла рішення щодо їх збереження, мають можливість збільшити частку в статутному капіталі. Крім того є ймовірність зростання ціни акцій після реалізації програми викупу. А акціонери, що вирішили їх реалізувати, отримують вигоду за рахунок економії на сплаті податку, оскільки дивіденди обкладаються вищим податком, ніж дохід від інвестицій.

Література.

1. Закон України «Про господарські товариства» від 19 вересня 1991 року. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1576-12>
2. Карпенко М. Купить свое // Комп&ньоН – 2005 - №41(453) – С.42 – 45
3. Карпенко М. Защита по всем правилам // Комп&ньоН – 2005 - №41(453) – С.46 – 50
4. Карпенко М., Терещенко О. Лечение баланса // Комп&ньоН – 2005 - №41(453) – С.52 – 55
5. Карпенко М., Заслужский В. Купите нас обратно // Комп&ньоН – 2008 - №10(578) – С.41 – 42
6. Пашкевич О. Гра на власних акціях // Галицькі Контракти – 2002 – №49, [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.kontrakty.com.ua/ukr/gc/nomer/2002/49/9.html>
7. Cory Janssen, (2004), “A Breakdown Of Stock Buybacks“, Investopedia [Online], available at: <http://www.investopedia.com/articles/02/041702.asp> (Accessed 10 Nov 2015)
8. Dobbs R. Rehm W., (2005), “The Value of Share Buybacks“, *The McKinsey Quarterly*, [Online], available at: <http://www.cfo.com/article.cfm/4392991> (Accessed 10 Nov 2015)
9. Young S.E., (2005) “Boom time for buybacks“, *The UK Stock Exchange Almanac*, Harriman House, Petersfield, pp 106.

References.

1. The Verkhovna Rada of Ukraine (1991), The Law of Ukraine " On Corporations ", available at: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1576-12> (Accessed 19 September 1991)
2. Karpenko M. (2005), “ Buy yours ”, *Companion*, vol. 41 (453), pp. 42-45
3. Karpenko M. (2005), “ Protecting by all the rules ”, *Companion*, vol. 41 (453), pp. 45-50
4. Karpenko M., Tereshhenko O., (2005), “ The balance treatment ”, *Companion*, vol. 41 (453), pp. 52-55
5. Karpenko M., Zasluzhskij V., (2005), “ Buy us back ”, *Companion*, vol. 41 (453), pp. 41-42
6. Pashkevych O., (2002), “ Playing on own shares ”, *Halyts'ki Kontrakty*, [Online], vol . 49, available at: <http://www.kontrakty.com.ua/ukr/gc/nomer/2002/49/9.html> (Accessed 14 Oct 2014)
7. Cory Janssen, (2004), “A Breakdown Of Stock Buybacks“, *Investopedia* [Online], available at: <http://www.investopedia.com/articles/02/041702.asp> (Accessed 10 Nov 2015)

8. Dobbs R. Rehm W., (2005), "The Value of Share Buybacks", *The McKinsey Quarterly*, [Online], available at: <http://www.cfo.com/article.cfm/4392991> (Accessed 10 Nov 2015)
9. Young S.E., (2005) "Boom time for buybacks", *The UK Stock Exchange Almanac*, Harriman House, Petersfield, pp 106.

Стаття надійшла до редакції 11.11.2015 р.