

МЕХАНІЗМИ ФІНАНСУВАННЯ УГОД ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ ТНК В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

Ю. С. Рибалко

Світовий досвід корпоративного управління доводить, що ріст є невід'ємною частиною життєвого циклу компанії та важливою складовою успішного її розвитку. У процесі свого розвитку компанія досягає етапу, коли її менеджмент повинен прийняти рішення про необхідність зовнішнього росту, одним із джерел якого є злиття або поглинання вже існуючих компаній (merges and acquisitions, або M&A). Світова практика показує, що злиття і поглинання компаній стали органічною частиною сучасної економіки. Проведення інтеграції компаній являє собою складний процес, який потребує рішення багатьох комплексних питань. Одним із найбільш значущих є вибір механізмів фінансування угоди. Від правильності обраного варіанта залежить подальший економічний результат інтеграції компаній в цілому. На початку 2008 р. ситуація на світовому фінансовому ринку почала набувати радикальних негативних змін. Криза ліквідності, яка згодом переросла в повномасштабну глобальну світову фінансову кризу, змусила шукати ТНК альтернативні способи фінансування інвестицій.

Під час написання статті ми використовували наукові праці провідних вітчизняних і зарубіжних економістів в області фінансового менеджменту, міжнародного руху капіталу, міжнародних фінансових відносин. Питання фінансів ТНК відображені у працях вітчизняних таких учених, як В. Білошапка, Л. Красавіна, А. Мамєдов, В. Новіцький, О. Плотніков, В. Рокоча, Л. Руденко-Сударєва. Серед зарубіжних учених проблеми світової економіки та транснаціоналізації капіталу досліджували Девід М. Бішоп, Р. Брейлі, Ю. Бріггема, Н. Б. Рудик, Д. Фокареллі, Г. Хансон,

Дж. К. Ван Хорн, Френк Ч. Еванс та ін. Джерелами статистичних даних стали публікації UNCTAD, Standart & Poors, Moody's Investors Service, MARC та інші економічні огляди міжнародних спеціалізованих організацій і фінансові звіти ТНК.

Мета статті полягає у виявленні особливостей формування фінансових ресурсів і використання механізмів фінансування угод злиття і поглинання ТНК в умовах сучасної світової кризи на основі комплексного аналізу теоретичних і практичних аспектів світової практики вище зазначених угод.

Для вирішення цих проблем були поставлені такі завдання:

- розглянути класичні механізми фінансування угод M&A;
- виявити особливості фінансування угод в умовах M&A світової фінансової кризи;
- провести аналіз кількісних показників світового ринку M&A;
- визначити особливості розвитку українського ринку M&A.

Фінансування угод M&A – це залучення зовнішніх і внутрішніх ресурсів (як грошових коштів, так і матеріальних і нематеріальних активів), а також їх використання для «оплати» угод злиття і поглинання з метою досягнення економічного та соціального ефекту. Сукупність форм, методів і джерел, які використовуються в процесі залучення та використання зовнішніх і внутрішніх ресурсів являє собою механізм фінансування.

У світовій практиці злиття і поглинання транснаціональних корпорацій виділяють такі класичні механізми фінансування угод M&A:

- фінансування за рахунок власних фінансових ресурсів;

- кредитне фінансування: термінові кредити, кредитні лінії, бридж-кредити, синдиковані кредити, лізинг;
- залучене фінансування: прості акції шляхом проведення первинного розміщення (IPO), облігації та інші корпоративні цінні папери;
- змішане фінансування: варанти, конвертовані цінні папери, сек'юритизовані кредити.

На сучасному етапі розвитку ринкових відносин виділяють три загальні методи фінансування угод М&А: готівковий (Payment by Cash), акціонування (Payment by Stock) та змішане фінансування (Cash and Stock, або комбінований метод). У структурі фінансування

угод М&А в промислово розвинутих країнах з ринковою економікою найбільша частка припадає на готівковий метод, який, як правило, використовується при поглинанні компанії. Акціонування, як метод фінансування використовується переважно для здійснення злиття компаній. Дослідивши динаміку та співвідношення використання вище зазначених методів фінансування угод М&А ми можемо зробити висновок, що сьогодні ТНК надають перевагу готівковому або змішаному методу фінансування і майже повністю відмовляються від використання акціонування при підписанні великомасштабних угод (табл. 1).

Таблиця 1

Методи фінансування угод М&А

Показник	Рік						
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Обсяг вибірки ¹	54	39	53	33	25	15	17
Готівка (Cash)	42 %	69 %	68 %	48 %	76 %	60 %	71 %
Акціонування (Stock)	41 %	10 %	8 %	0	4 %	0	6 %
Змішане фінансування (Cash & Stock)	17 %	21 %	24 %	52 %	20 %	40 %	23 %

Проблема вибору того чи іншого механізму фінансування угод М&А не одноразово ставала об'єктом аналізу вітчизняних і зарубіжних учених. Готівковий метод розрахунку (форма оплати) дає покупцю реальну, справедливу вартість інвестиційного об'єкта (без врахування можливого «earnout»²). Форми оплати та механізми фінансування угод тісно взаємопов'язані між собою. Виділяють три основні механізми фінансування cash-угод: використання власних фінансових ресурсів, кредитних і залучених за допомогою боргових цінних паперів. Надмірне використання кредитних фінансових ресурсів впливає на фінансову стійкість компанії і може призвести до зниження рейтингу боргових зобов'язань і

збільшення вартості боргу, що, в свою чергу, призводить до зниження ринкової ціни акцій компанії. Stock-метод передбачає андеррайтингові витрати, які становлять 1–3 % від номінальної вартості розміщення. Акціонування збільшує фінансову слабкість компанії, проте зменшує обсяг боргу та може підвищити рейтинг боргових зобов'язань.

Готівковий метод фінансування, як правило, використовується, коли менеджери компанії ініціатора угоди вважають, що інвестиційний об'єкт недооцінений. Зокрема, С. Майєрс і Н. Малуйф довели, що за умови асиметричної інформації менеджери обирають механізм фінансування звичайними акціями, якщо, на їхню думку, акції компанії будуть переоціне-

¹ До вибірки увійшли всі публічні угоди М&А вартістю більше 25 млн дол. США за період 2004–2010 рр., включаючи венчурне фінансування (за даними Dow Jones Venture One).

² Earnout – змінна вартість частки ціни, сплаченої за інвестиційний об'єкт. Договірна угода з «earnout» передбачає, що основна частка ціни угоди погашається готівкою в момент підписання, а змінну – продавець бізнесу отримує в майбутньому від покупця, як компенсацію розраховану за попередньо погодженою формулою, використовуючи змінні, які будуть відомі лише в майбутньому. Найчастіше використовуються змінні майбутніх фінансових прибутків, тобто змінна частина угоди безпосередньо розраховується на основі досягнення визначених майбутніх фінансових цілей і результатів придбаної компанії.

ні [1]. Прийняття такого рішення можливе за умови, коли компанія демонструє значні прибутки, не підтверджені реальною оцінкою, протягом певного періоду до злиття. Подібні факти, які отримали назву «маніпулювання прибутком», також досліджували М. Еріксон

і С. Уонг, які емпірично підтвердили використання зазначеного механізму на практиці [2].

В останні декілька років у світовій фінансовій системі відбулися кардинальні зміни, про що свідчить кількісна динаміка ринку M&A (рис.).

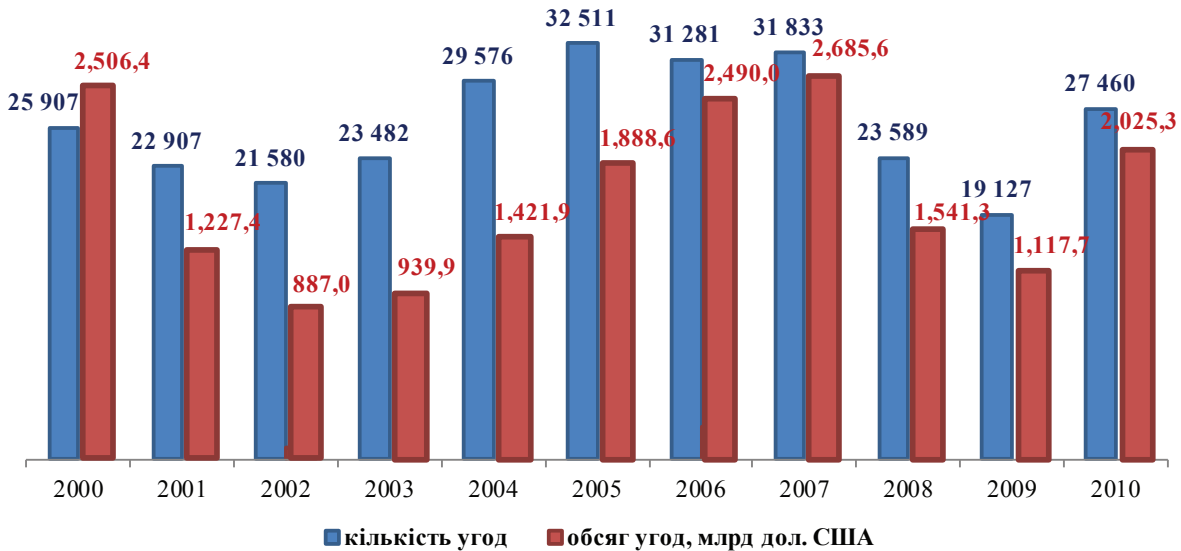


Рис. Кількісна динаміка ринку M&A

Однією з головних причин різкого зростання кількості операцій злиття і поглинання у світі в період 2005–2007 рр. є відносна доступність фінансування для здійснення подібних операцій. Комерційні банки, страхові компанії та інші фінансові інститути з готовністю розглядали проекти фінансування операцій злиття і поглинання, оскільки такі операції відповідають їх кредитним вимогам.

Зазначена динаміка свідчить про досягнення максимального значення показника світового обсягу M&A в 2007 р. В першому півріччі 2008 р. цей обсяг скоротився майже на третину, в порівнянні з відповідним періодом 2007 р.: до 1,86 трлн дол. США, а в цілому за 2008 р. – до 2,5 трлн дол. США за даними агентства Bloomberg (до 3,33 трлн дол. США за даними агентства Dealogic та до 2,9 трлн дол. США за даними агентства Thomson Reuters) і становив 53 % від рівня 2007 р. Причиною спаду стала світова криза ліквідності, в результаті якої більшість інвесторів не змогли забезпечити боргове фінансування угод M&A. 2008 р. став рекордним за кількістю відкликаних

угод – 1362 (за даними агентства Dealogic). Паралельно з цим почався зворотний процес – продаж непрофільних активів, адже це одна із найвигідніших стратегій в умовах кризи на кредитному ринку. Якщо раніше для фінансування угод M&A залучалися доступні та дешеві кредитні ресурси, то за сучасних умов у більшості інвесторів обмежений доступ до ринку кредитів. «Довгі» та дешеві ресурси просто зникли з фінансового ринку. Криза ліквідності, яка переросла в глобальну фінансову кризу, змусила ТНК шукати нові альтернативні механізми фінансування інвестицій. Найбільш поширеним механізмом фінансування угод M&A в умовах фінансової кризи стало акумулювання боргових зобов'язань поглинутої компанії, з їх майбутньою конвертацією в акції.

У 2010 р. обсяг угод на світовому ринку M&A становив 2,25 трлн дол. США, що на 20 % вище показника 2009 р. (за даними агентства Thomson Reuters). На початок 2011 р. світовий обсяг угод M&A становив 338 млрд дол. США, що на 25 % перевищує відповідний по-

казник 2010 р. (за даними агентства Dealogic) [4]. Слід зазначити, що світовий ринок M&A росте не лише за рахунок збільшення кількості укладених угод, а й за їх середньою вартістю. Так, якщо в 2010 р. було зареєстровано лише дві угоди обсягом більше 12 трлн дол. США, то в 2011 р. цей показник перевищили вже дванадцять транзакцій.

Відповідно до даних агентства Standard&Poor's, на балансах 50 найбільших ТНК накопичилося 1,08 трлн дол. США вільних грошових коштів. В ТОП-10 за запасами грошових коштів увійшли: General Electric, Toyota, China Mobile, Microsoft, Cisco, Petroleo Brasileiro – Petrobras, Volkswagen, General Motors, Google, Total з сумами від 78 млрд до 27 млрд дол. США. За цих умов у компанії існують три основні варіанти розпорядитися вільними ресурсами: розподілити серед акціонерів у вигляді дивідендів та через викуп акцій, збільшити капітальні інвестиції або направити на фінансування угод M&A. Враховуючи глобальні ризики, імовірність збільшення інвестування в основний капітал дуже низька, тому можна очікувати збільшення активності на світовому ринку M&A. Водночас, враховуючи досвід 2008–2009 р., інвестори будуть намагатися підтримувати більше грошових коштів на балансі як резерв безпеки. Щодо фінансування угод M&A сьогодні можна побачити поєднання таких механізмів: власні грошові кошти та кредитні ресурси, а також IPO [4].

Згідно з результатами останнього дослідження Центру досліджень ринку злиття та поглинання (Mergers and Acquisitions Research Center, MARC) при бізнес-школі Cass Business School, що входить до складу університету City University London Україна знаходиться на 90-му місці (табл. 2) за індексом зрілості ринку M&A (M&A Maturity index), який забезпечує оцінку і ранжування 175 країн за ступенем активності їхніх ринків M&A.

Таблиця 2

Індекс зрілості ринків M&A, 2011 р.*

Місце в рейтингу	Країна	Індекс
1	Канада	1,4
2	Великобританія	1,4
3	США	1,5
4	Японія	1,5
5	Нідерланди	1,5
23	Малайзія	2,1
30	ОАЕ	2,2
34	Польща	2,3
42	Мексика	2,5
49	Бразилія	2,7
52	Росія	2,7
53	Індія	2,7
88	Білорусія	3,1
89	Грузія	3,2
90	Україна	3,2

Примітка. * Складено автором за даними: The Cass MARC M&A Maturity Index.

На думку співавтора дослідження та директора MARC професора Скотта Меллера «індекс зрілості ринку M&A, розроблений MARC (Cass Business School), забезпечує чітке уявлення про ступінь зрілості ринку M&A окремих країн і може служити зручною відправною точкою для обговорення питань укладення угод на менш відомих ринках». До таких ринків відноситься і Україна.

Небажання інвестувати в українські активи експерти центру пояснюють недосконалістю законодавчої бази, нерозвиненістю фондового ринку, високими ризиками в банківському секторі економіки, високим рівнем корупції тощо. Проте більшість учасників ринку M&A стверджують, що опубліковані дані про Україну не є об'єктивними. Річ у тому, що експерти MARC враховують лише публічні угоди, а вітчизняний ринок M&A залишається непрозорим і закритим, що ускладнює оцінку реальних його обсягів. Причин не розголошувати інформацію про угоди M&A, у учас-

³ У дослідженні проводиться оцінка ризиків і можливостей, характерних для різних країн і регіонів світу, в шести категоріях факторів: економічні, фінансові, політичні, нормативно-правові, соціокультурні та технологічні. У рамках кожної категорії проводиться аналіз за рядом факторів з метою отримання загальної оцінки за п'ятибальною шкалою (оцінка «1» означає зрілий ринок з погляду угод M&A). Кореляція цього індексу з індексом активності в секторі M&A становить 0,81, що більш ніж удвічі вище, ніж кореляція, яку демонструє Індекс захисту інвесторів (Protecting Investor Index), розроблений Групою Світового банку, – всього лише 0,30.

ників вітчизняного ринку достатньо. Так, у 2009 р. більшість угод були «вимушеними», коли компанії продавалися з метою запобігання банкрутству. Широкого використання набув механізм акумулювання боргів поглинутої компанії та їх конвертації в її акції під час процедури банкрутства. Під час проведення процедури банкрутства можливе підписання «мирової угоди», за якою кредитор отримує свій борг акціями. Слід зауважити, що приватні компанії, а таких в Україні більшість, не зобов'язані оприлюднювати свою фінансову звітність, тому про більшість угод знають лише їх учасники, особливо коли вони відбувалися під тиском кредиторів. Проте, незважаючи на поточний негативний макроекономічний стан економіки та проблеми в сфері реалізації злиттів і поглинань, український ринок M&A має достатній потенціал росту.

Отже, на основі проведеного дослідження можна зробити такі висновки:

- у процесі здійснення угоди злиття компаній використовується Stock-метод фінансування, а при поглинанні – Cash-метод;
- механізм фінансування угод M&A залежить від інвестиційних цілей, стратегій і перспектив компанії-ініціатора угоди;
- менеджери, як правило, використовують акціонування, коли вважають, що акції переоцінені та готівковий метод, коли недооцінені.

У подальшому ми припускаємо дослідження ефективності фінансування інвестиційної діяльності ТНК і вплив зовнішніх умов фінан-

сового середовища на реалізацію фінансових стратегій ТНК.

ЛІТЕРАТУРА

1. Myers S. C. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do not Have / Myers S. C., Majluf N. S. // *Journal of Financial Economics*. – 1984. – Vol. 13. – P. 187–221.
2. Erickson M. Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers / Erickson M., Wang S. // *Journal of Accounting and Economics*. – 1999. – Vol. 27. – P. 149–176.
3. Heron R. A. Comparison of the Motivations for the Information Content of Different Types of Equity Offerings / Heron R. A., Lie E. A. // *Journal of Business*. – 2004. – Vol. 71. – P. 605–632.
4. Bedell Denis. M&A: M&A Funding – Not all Cash [Electronic resource] / Bedell Denis // *Global Finance*. – 2011. – February. – Mode of access : <http://www.gfmag.com/archives/134/11066-maa-maa-funding-not-all-cash.html#ixzz1HCFmztCm>. – Titla from display.
5. Platt Gordon. Corporate Finance: Worldwide M&a Activity Continues To Slide / Platt Gordon // *Global Finance*. – 2009. – September. – P. 43–46.
6. Руденко Л. В. Управління потоками капіталів у сучасній бізнес-моделі функціонування транснаціональних корпорацій : монографія / Руденко Л. В. – К. : Кондор, 2004. – 480 с.
7. M&A Report 2011. WilmerHale [Electronic resource]. – Mode of access : http://www.wilmerhale.com/files/upload/2011_Corporate_MA_Report.pdf. – Titla from display.