

# ФІНАНСОВИЙ МЕХАНІЗМ КОНЦЕНТРАЦІЇ КОРПОРАТИВНОГО КАПІТАЛУ

ЛАГУТІНА К., аспірант Київського національного університету  
ім. Тараса Шевченка

Одним із основних завдань соціально-економічного розвитку України є здійснення інституційних перетворень у підприємницькому середовищі і трансформація відносин власності, спрямованих на формування потужних конкурентноспроможних корпоративних структур. Важливим засобом реалізації цього завдання є злиття і поглинання (M&A).

---

© Лагутіна К., 2009

Інноваційний розвиток реального сектора економіки потребує в сучасних умовах значних інвестиційних ресурсів. Про це свідчить характер економічного зростання у розвинених країнах світу, який визначається значними розмірами й ефективною структурою фінансового капіталу, високими темпами освоєння інвестицій. Фізична і моральна застарілість основного капіталу ставить Україну перед об'єктивною необхідністю активізації інвестиційної діяльності. Реалізація такої діяльності за рахунок коштів Державного бюджету викликає сумніви у зв'язку з їх недостатністю. Формування критичної маси інвестицій в інноваційний розвиток української економіки сьогодні під силу великому корпоративному фінансовому капіталу і лише у разі здійснення ефективних злиттів і поглинань.

У працях зарубіжних фахівців з питань корпоративних фінансів, зокрема Г. Баккера [1], С. Гвардіна [2], П. Гохана [3], Т. Гранді [4], Д. Депамфіліса [5], М. Іонцева [6], С. Ріда [7], Н. Рудика [8], Г. Чернікова [9] та ін., особлива увага приділяється проблемам пошуку нових форм і принципів побудови систем (моделей) злиттів і поглинань, які повинні забезпечувати ефективність цих процесів в умовах глобалізації. У вітчизняній науковій літературі окремі аспекти дослідження сутності злиттів і поглинань у корпоративному секторі економіки висвітлено у працях В. Баліцької [10], В. Корнєєва [11], С. Науменкової [12, 13], Г. Паламарчук [14]. Однак тематика процесів злиттів і поглинань є багатоаспектною і характеризується системним характером. Саме тому наукові дослідження в цій сфері слід значно активізувати. Автор дотримується думки, що без комплексного дослідження фінансового механізму злиттів і поглинань неможливо дати повний науковий аналіз сучасних корпоративних фінансів.

Мета статті полягає в дослідженні особливостей фінансового механізму злиттів і поглинань у корпоративному секторі економіки України та розробленні шляхів його вдосконалення в умовах сучасної фінансової кризи, виробленні науково обґрунтованих рекомендацій з питань поліпшення інвестиційного процесу в корпоративному секторі України.

Використовуватимемо терміни "злиття" і "поглинання", маючи на увазі об'єднання в одну економічну форму двох або більше корпоративних одиниць. У світовій практиці прийнято визначати злиття і поглинання як оплачену угоду, в результаті проведення якої відбувається перехід прав власності на компанію, який найчастіше супроводжується зміною менеджменту придбаної компанії разом зі зміною її фінансової та виробничої політики. Безумовно, існує різниця між можливими фінансовими механізмами цих об'єднань, однак доцільно звернути увагу на найважливіші типові фінансові проблеми злиттів і поглинань у корпоративному секторі України. Для все більшої кількості вітчизняних корпоративних підприємств злиття або поглинання стають важливими елементами стратегії їх фінансового розвитку.

Укладення угод про злиття або поглинання можуть мати різну мотивацію, а однією з головних цілей злиття є розширення ринку або захоплення нової його ніші. В угоді беруть участь дві сторони: компанія-покупець і компанія-ціль (продавець). Основна мета, яка переслідується компанією-покупцем при злитті і поглинанні, – це набуття стратегічних переваг перед своїми конкурентами за допомогою купівлі вже існуючої компанії та інтегрування її у свій виробничий портфель. Існує багато форм і методів проведення концентраційних операцій злиття і поглинання. Фінансовий механізм реалізації корпоративних схем завжди індивідуальний, хоча існують і базові (постійні) його елементи. Використовуються прямі й опосередковані переговори між сторонами угоди, різні тактичні прийоми досягнення мети – відкриті і приховані та ін. На жаль, поки що повноцінного законодавчого забезпечення злиттів і поглинань в Україні ще немає. Системне управління процесами злиттів і поглинань державою в Україні по суті відсутнє, незважаючи на низку потенційних небезпек, таких як неконтрольоване розміщення і рух капіталів, підвищення залежності національної економіки від дій ТНК, зниження дієвості економічних регуляторів діяльності корпорацій та ін.

Нормативно-правовий метод регулювання процесів злиття і поглинання передбачає формування законодавчого та нормативно-правового поля, в якому будуть здійснюватися злиття і поглинання, забезпечення їх стабільності та максимальної повноти регуляторного охоплення. У загальному вигляді тут йдеться, насамперед, про Закони України "Про акціонерні товариства", "Про промислово-фінансові групи в Україні", "Про захист економічної конкуренції", постанову Кабінету Міністрів України "Про затвердження Порядку надання Кабінетом Міністрів України дозволу на узгоджені дії, концентрацію суб'єктів господарювання", Положення про порядок подання заяв до Антимонопольного комітету України щодо попереднього отримання дозволу на концентрацію суб'єктів господарювання, Методику визначення відносин контролю та низку інших нормативно-правових та інструктивних актів. Більшість із них майже не окреслюють можливості та межі державного регулювання концентрації щодо більш широких соціально-економічних проблем. У зв'язку з цим виникає потреба удосконалення існуючої нормативно-правової бази регулювання процесу концентрації. Зокрема законодавчого визначення потребують функції таких органів державної влади, як Міністерство економіки України, Міністерство фінансів України, інші міністерства та відомства, Фонд державного майна України, Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, які шляхом власного предметного (точкового) аналізу заявлених Антимонопольним комітетом України концентрацій суб'єктів господарювання можуть визначити рівень впливу злиттів і поглинань на підконтрольні їм сфери національної економіки [15, с. 125].

Злиття і поглинання є важливим засобом акумулювання фінансових ресурсів, знаряддям їх розподілу та перерозподілу між суб'єктами господарювання на принципах конкуренції, яка набула глобального світового характеру. Тенденція консолідації активів і утворення великих транснаціональних холдингів сьогодні домінує у всесвітньому господарстві. Як приклад можна навести злиття 2006 р. між Mittal Steel і Arcelor, в результаті якого з'явилась найбільша у світі металургійна компанія.

Для української економіки злиття та поглинання – це, насамперед, засіб нагромадження капіталів, збільшення частки на ринку, здійснення інвестицій. Як правило, після консолідації капіталу (злиття та поглинання) й утворення великих компаній приходять реальні інвестиції, відбуваються високотехнологічні зміни, здійснюється модернізація виробництва і реструктуризація реального сектора економіки. Саме у цьому полягає позитивний вплив процесів злиття і поглинання на розвиток реальної економіки.

Слід зазначити, що злиття не є єдиним способом спільного використання ресурсів двох компаній. На практиці багато компаній укладають спільні угоди щодо співробітництва, які близькі до злиття. Такі угоди корпорацій (компаній) мають назву корпораційних альянсів. Ці угоди існують у різному вигляді – від маркетингових угод до спільного володіння власністю при здійсненні фінансово-господарських операцій.

Найбільш ефективним є ринок корпоративного контролю (M&A-ринок), учасниками якого є відкриті (публічні) акціонерні товариства. Закон України "Про акціонерні товариства", який набув чинності з 29 квітня 2009 р., законодавчо започаткував перехід у вітчизняній економіці від відкритих і закритих до публічних і приватних акціонерних товариств [16]. Встановлено, що до 2011 р. відкриті і закриті акціонерні товариства будуть ще співіснувати поряд із публічними і приватними акціонерними товариствами. Новий Закон України "Про акціонерні товариства" сприяє подальшій розробці нормативно-правової бази для вдосконалення механізму злиттів і поглинань у корпоративному секторі вітчизняної економіки.

M&A-ринок в Україні останніми роками розвивається достатньо динамічно: у 2005 р. – загальна кількість угод становила 85, а їх вартість – 2.9 млрд доларів США; у 2006 р. загальна кількість угод вже була 110, а їх вартість – 4.9 млрд доларів США; у 2007 р. загальна кількість угод досягла 169, а їх вартість – 15.3 млрд доларів США [17, с. 21, 22]. Найбільша кількість угод припадає на сектор фінансових послуг, на 2-му місці – промислове виробництво. У фінансовому секторі української економіки найбільшою у 2007 р. була угода про купівлю Unicredit Group 95 % акцій Укрсоцбанку за 2.07 млрд доларів США [18, с. 20–21].

Серед найбільших М&А-угод в економіці України у 2007 р. можна назвати: у металургії – придбання Privat United Company Metinvest B.V. Інгулецького ГЗК та Макіївського металургійного заводу Promet Steel (вартість угоди – 3.5 млрд доларів США); у фінансовій сфері – Swedbank AB ТАС-Комерцбанку (вартість угоди – 0.7 млрд доларів США), Comerzbank AG Банку "Форум" (вартість угоди – 0.7 млрд доларів США); у нафтогазовій промисловості – придбання Brega Holding, Malveron Holding, Marlanі Holding Херсонського НПЗ (вартість угоди – 0.6 млрд доларів США); у харчовій промисловості – придбання Pepsi Americas Inc компанії "Сандора" (вартість угоди – 0.7 млрд доларів США). Якщо розглядати М&А-ринок за секторами національного господарства, то найбільші за обсягами процеси злиттів і поглинань мали місце: у сфері фінансових послуг – 4337 млн доларів США, металургії – 3500 млн доларів США, нафто-газовому секторі – 1270 млн доларів США, у сфері засобів масової інформації – 1050 млн доларів США, харчовій промисловості – 927 млн доларів США, роздрібній торгівлі – 530 млн доларів США [17, с. 21, 22]. Активну роль у М&А-угодах у вітчизняному корпоративному секторі відіграє іноземний капітал, який бере під контроль все більше видів економічної діяльності.

Серед найбільш помітних транскордонних злиттів і поглинань останнього часу за участю українського капіталу виділяються придбання групою компаній "Індустріальний союз Донбасу" польського металургійного комбінату Huta Czestochowa у 2005 р. та металургійного комбінату Dunaferr (Угорщина) у 2004 р., групою "Приват" – заводу феросплавів Highlanders Alloys LLC (США) у 2005 р., групою "Систем Кепітел Менеджмент" – металургійного заводу Firriera Valsider SPA (Італія) у 2005 р. та прокатних заводів Trametal SPA (Італія) і Spartan UK (Велика Британія) у 2007 р.

На жаль, незважаючи на позитивні аспекти М&А-угод, в Україні дістало поширення протиправне захоплення власності, так зване "рейдерство". Досить широкі масштаби рейдерства в Україні пов'язані із ненадійністю ведення обліку прав власності акціонерів на належні їм корпоративні права, низькою професійною репутацією реєстраторів (зберігачів) акцій. Недосконалість вітчизняного корпоративного права, висока корумпованість влади роблять можливим рейдерське захоплення корпоративних підприємств незалежно від права власності, легітимності придбання, якості оформлення статутних документів та ін.

Основними мотивами, що спонукають компанії до здійснення злиттів і поглинань є: ефект синергізму від злиття, податкова доцільність, придбання активів за ціною їх відновлювальної вартості, диверсифікація, зростання прибутку від контролю над більшим підприємством, вигода від збільшення вартості активів та ін. Основними факторами, які впливають на процеси злиттів і поглинань в Україні є:

ліквідність акцій, реалізація прав власника на частину капіталу акціонерного товариства, участь в управлінні акціонерним товариством, га-лузева приналежність та ін. Злиття і поглинання можуть забезпечити економічну вигоду за рахунок ефекту масштабу, або за рахунок концентрації активів (капіталу) в руках більш ефективного менеджменту – такі злиття зменшують поточні витрати. Однак злиття також спроможні зменшити конкуренцію, через це вони ретельно вивчаються і регулюються антимонопольними органами як правило на основі надання (або ненадання) дозволу на концентрацію, узгоджені дії. В Україні щороку Антимонопольний комітет України розглядає близько 600 заяв про надання дозволу на концентрацію суб'єктів господарювання [19, с. 12].

Фінансовий механізм здійснення злиттів і поглинань можна представити у вигляді такого алгоритму: компанія (як правило більша з двох), яка вирішує купити іншу компанію, проводить переговори про ціну з керівництвом компанії, яку планує придбати, а потім придбає намічену до купівлі компанію.

Отже, доцільно розглянути цей механізм більш докладно. Компанія, що хоче придбати, виявляючи можливу ціль придбання, повинна встановити: *по-перше*, відповідну ціну, або перелік цін; *по-друге*, орієнтовний вид платежів – готівка, її власні акції, облігації або їх комбіновані (змішані) пропозиції. Якщо компанія, що придбає, має підстави вважати, що керівництво компанії, яку придбають, схвалює злиття, тоді вона тільки пропонує це злиття та намагається виробити припустимі умови угоди. Якщо угоди досягнуто, тоді робиться заява про злиття на адресу утримувачів акцій, в якій зазначається про схвалення злиття. Керівництво компанії, що поглинається (компанії, яку придбають) рекомендує своїм утримувачам акцій погодитись зі злиттям. Це буде дружнє злиття. Однак часто керівництво компанії, яка поглинається, чинить опір поглинанню. У цьому разі про пропозицію компанії, що придбає, заявляється як про ворожу, а компанія, що хоче придбати, повинна зробити пряме звернення до акціонерів компанії, яку придбають.

Слід розрізняти, процес розроблення програми злиття (поглинання) та процес реалізації цієї програми. Процес прийняття рішення про проведення злиття (а більшою мірою сам процес його проведення), як вважають відомі російські дослідники цих питань Н. Рудик та Є. Семенкова, безсумнівно є найскладнішим і комплексним з усіх фінансових рішень, з якими може зіткнутися компанія у своїй діяльності [8, с. 23]. У процесі розроблення програми злиття (поглинання) компанія, що поглинає, повинна заздалегідь визначити величину грошових надходжень у результаті майбутнього злиття. Компанія, яка поглинає, також повинна визначити, як вплине це злиття на потрібний компанії рівень доходу (норму прибутку), якщо воно відбудеться. Компанія, що

поглинає, повинна вирішувати, як платити за злиття – готівкою, ще якимось засобом або пакетом цінних паперів. Оцінюючи прибуток від злиття, керівництво обох компаній, що поглинає і яка поглинається, та всі акціонери повинні домовитися, як розподілити цей прибуток. Необхідний для цієї оцінки аналіз може бути дуже складним [20, с. 881].

У процесі розроблення програми злиття (поглинання), як правило, виділяють три етапи:

1) компанія-покупець визначає потенційну компанію-ціль;

2) компанія-покупець проводить оцінку акцій (активів) компанії-цілі; у більшості випадків ця оцінка супроводжується використанням інсайдерівської інформації про стан компанії-цілі. У ході оцінки компанія-покупець виявляє потенційні синергії, рівень ефективності менеджменту компанії-цілі тощо (фактично, основною метою оцінки є виявлення прихованого дисконту в ринковій вартості компанії-цілі, тобто визначення того, наскільки ця компанія недооцінена ринком);

3) визначена на попередньому етапі вартість компанії-цілі порівнюється з її ринковою вартістю. Якщо оціночна вартість компанії-цілі нижче ринкової, то компанія-покупець не проводить злиття, якщо ж вище, то компанія-покупець робить тендерну пропозицію і проводить злиття.

Основним питанням фінансового механізму злиття і поглинання є ціна, яку треба сплатити за компанію, що придбається. Очевидно, що компанія, яка придбає, намагається купити за можливо нижчою ціною, в той час, як компанія, яку намагаються придбати, хотіла б бути проданою за можливо вищою ціною. Остаточна ціна визначається шляхом переговорів щодо найпривабливіших умов придбання. Чим більші переваги від ефекту синергізму, тим більший простір існує для проведення переговорів щодо ціни придбання і тим більша можливість того, що злиття відбудеться. Щоб визначити вартість компанії, що поглинається, необхідно здійснити фінансові розрахунки щодо прогнозування очікуваних грошових надходжень. Важливе значення тут має величина ставки дисконту або величина граничних витрат на капітал, яка використовується для визначення вартості очікуваних у майбутньому грошових доходів.

Дуже важливим елементом фінансового механізму злиттів і поглинань є структура пропонованої ціни (за злиття), оскільки вона впливає на: структуру капіталу компанії, що утвориться, після злиття; податковий режим і для компанії, що придбала, і для власників акцій компанії, що придбається; можливість для власників акцій компанії, що поглинається, скористатися майбутнім доходом після злиття; інструменти державного регулювання діяльності компанії та ін.

Компанія, що поглинає, часто бере на себе відповідальність за борги компанії, яка поглинається, тому старі боргові зобов'язання стають частиною предмету переговорів при угоді про злиття і погли-

нання. Якщо філія (якою стала поглинута компанія) буде зростати в майбутньому, то для підтримки цього зростання повинні бути випущені через деякий час нові боргові зобов'язання. Проблема боргу, що пов'язана зі злиттям, є досить складною у фінансовому механізмі злиттів і поглинань.

У структурі фінансового механізму злиттів і поглинань важливо чітко виділити критерії ефективного здійснення M&A. Визначення ефективності актів злиття і поглинання передбачає належний контроль за фінансово-господарською діяльністю нової компанії, зокрема, на основі проведення її аудиту. Ефективні злиття і поглинання будуть мати місце за умов розширення продажу на ринку продукції компанії, підвищення її ринкової вартості, прибуткової діяльності, залучення додаткових інвестицій та ін.

Сучасна світова фінансова криза, на думку автора статті, активізує розвиток M&A-ринку. В Україні період первісного накопичення капіталу, коли корпоративні угоди мали обмежене застосування – переважно у приватизаційних схемах, відійшов у минуле. Падіння дохідності операцій на грошових і фондових сегментах внутрішнього ринку України, посилення конкуренції та регулятивні вимоги органів державної влади часто ставлять перед корпоративним сектором національної економіки питання альтернативного вибору – або злиття (поглинання), або банкрутство (ліквідація) суб'єктів господарювання. В умовах кризового зниження обсягів національного виробництва, сукупного попиту та загрози банкрутства компанію вигідніше продати зі збитками, величина яких буде меншою, ніж у випадку, коли компанія збанкрутує і знецінені активи стануть продаватися значно дешевше, ніж до кризового рівня. І раніше вартість акцій українських акціонерних товариств була значно недооцінена, а в умовах кризи вона ще більше знижується. Знецінення активів спостерігатиметься, як вважає академік НАН України В. Геєць, у багатьох сферах економіки України [21, с. 19].

Важливе значення для подальшого розширення M&A-ринку в Україні має удосконалення його державного регулювання. За допомогою таких дієвих інструментів державного регулювання, як пільги, преференції, довгострокові кредити, державні інвестиції, підтримка на міжнародному рівні, можна ефективно стимулювати утворення великомасштабних об'єднань у вигляді концернів, холдингів, фінансово-промислових груп, транснаціональних корпорацій, а також удосконалення нормативно-правової бази у цих питаннях. У кризовий і посткризовий період можливе застосування такого інструменту як тимчасова купівля державою акцій "блакитних фішок" на фондовому ринку в момент значного падіння їх курсів. Вважається, що подібний захід є цілком виправданим, оскільки нинішні курси акцій не мають нічого спільного з фундаментальною оцінкою ринкової вартості українських



компаній. Таким чином, купівля акцій державою, причому здійснювана відкрито, мала б на меті запобігти ворожим захопленням і підтримати М&А-ринок, подаючи інвесторам належні позитивні сигнали.

Отже, фінансовий механізм злиттів і поглинань у корпоративному секторі національної економіки має особливості порівняно із розвиненими ринковими економіками. Серед специфіки розвитку М&А-ринку в Україні, насамперед, потрібно виокремити формальний характер функціонування та тісний зв'язок із процесом приватизації, активну роль у концентрації тіншових капіталів, нераціональність методів державного регулювання та їх лобістський характер та ін.

Узагальнюючи викладене, можна стверджувати, що сучасний стан злиттів і поглинань у корпоративному секторі економіки України визначається: подальшою концентрацією капіталу в корпоративному секторі, зокрема у секторі нефінансових корпорацій; поглибленням процесів перерозподілу прав власності на основі посилення боротьби між політико-бізнесовими структурами за контроль над фінансовими потоками; формуванням національних і транснаціональних ФПГ на основі функціонуючих корпоративних груп; низьким рівнем впливу фондового ринку на формування сучасної структури корпоративного сектора, що створює певні проблеми щодо здійснення масштабних актів злиттів і поглинань; необхідністю підвищення ефективності контролю з боку держави за переходом права власності при злитті і поглинанні для запобігання монополізації і дестабілізації товарних ринків.

Подальші наукові дослідження фінансових проблем злиттів і поглинань у корпоративному секторі набувають все більшого значення. Дослідження фінансового механізму злиттів і поглинань є науковою основою для управління і державного регулювання цих процесів.

#### **СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ**

1. *Баккер Г.* Как успешно объединить две компании / Г. Баккер, Дж. Хелминк. — Минск : Гревцов Паблшер, 2008.
2. *Гвардин С. В.* Создание добавленной стоимости компании при сделках слияний и поглощений / С. В. Гвардин. — М. : Эксмо, 2008.
3. *Гохан П.* Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса / П. Гохан. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2004.
4. *Гранди Т.* Слияния и поглощения. Как предотвратить разрушение корпоративной стоимости, приобретая новый бизнес / Т. Гранди. — М. : Эксмо, 2008.
5. *Депамфилис Д.* Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. Процесс, инструментарий, примеры из практики, ответы на вопросы / Д. Депамфилис. — М. : ЗАО "Олимп-Бизнес", 2007.

6. *Ионцев М. Г.* Корпоративные захваты: слияния, поглощения, гринмейл / М. Г. Ионцев. — М. : Ось-89, 2008.
7. *Рид С. Ф.* Искусство слияний и поглощений / С. Ф. Рид, А. Р. Лажу. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2004.
8. *Рудык Н. Б.* Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н. Б. Рудык, Е. В. Семенкова. — М. : Финансы и статистика, 2000.
9. *Черников Г. П.* Очень крупные транснациональные корпорации и современный мир / Г. П. Черников. — М. : ЗАО "Изд-во "Экономика", 2008.
10. *Балицька В. В.* Капітал підприємств України: тенденції, пріоритети / В. В. Балицька. — К. : Ін-т екон. та прогнозув., 2007.
11. *Корнєєв В. В.* Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках / В. В. Корнєєв. — К. : НДФІ, 2003.
12. *Науменкова С. В.* Оцінка впливу галузевої приналежності на рівень перспективної платоспроможності позичальника / С. В. Науменкова // Вісн. Нац. банку України. — 2005. — № 7.
13. *Науменкова С.* Проблеми підтримки фінансового сектору в умовах світової кризи / С. Науменкова. — Вісн. Нац. банку України. — 2009. — № 6.
14. *Паламарчук Г.* Проблеми концентрації виробництва в Україні / Паламарчук Г. // Економіка України. — 2008. — № 11.
15. *Конкурентна політика держави в умовах трансформації національної економіки* : монографія. — К. : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2008.
16. Про акціонерні товариства : Закон України. — Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.
17. *Клепацький А.* Новое форматирование украинского рынка M&A / А. Клепацький // Слияния и поглощения. — 2008. — № 7–8.
18. *Струков В.* Сделки M&A в финансовом секторе Украины / В. Струков // Слияния и поглощения. — 2008. — № 4.
19. *Кравченко Ю.* Государственный контроль за экономической концентрацией в Украине: тенденции и перспективы / Ю. Кравченко // Слияния и поглощения. — 2008. — № 11.
20. *Брігхем Є.* Основи фінансового менеджменту / Є. Брігхем. — К. : Молодь, 1997.
21. *Гесць В.* Макроекономічна оцінка грошово-кредитної та валютно-курсової політики України до і під час фінансової кризи / В. Гесць // Економіка України. — 2009. — № 2.