

Ю.В. Родь
канд. екон. наук

А.І. Савущик
м. Тернопіль

ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ КОМПАНІЙ ЯК ЗАСІБ КОРПОРАТИВНОЇ КОНСОЛІДАЦІЇ УКРАЇНСЬКОГО БІЗНЕСУ

В усьому світі різні сектори економіки зазнають значних змін. Консолідація бізнесу в Україні здійснюється всупереч світовим закономірностям розвитку процесів злиття та поглинання. Процес глобалізації сучасної світової економіки вимагає нового рівня розвитку бізнесу в Україні.

На сучасному етапі Україна опинилась у несприятливому економічному становищі, в якому перед вітчизняними компаніями гостро стала проблема подолання кризової ситуації у корпоративних процесах. Виникла потреба пошуку дієвих технологій щодо освоєння сучасних методів реструктуризації власності, застосування конкретних і ефективних заходів, пов'язаних з удосконаленням механізмів корпоративного управління.

У цьому аспекті діяльність щодо злиття і поглинання корпорацій — як основних елементів реструктуризації, дієвих механізмів корпоративного управління заслуговує особливого вивчення.

Для українських компаній злиття/поглинання частіше за все залишаються єдиним можливим способом за найбільш короткий строк збільшити капіталізацію. Ще однією причиною зростання популярності в Україні операцій зі злиття, фінансові аналітики вважають підвищення конкуренції — що гостріша конкуренція в певному ринковому сегменті, то активніше власники шукають шляхи підвищення інвестиційних можливостей своїх підприємств. Злиття може бути однією з можливих стратегій протидії конкурентам. Також злиття (приєднання) використовується у схемах з оптимізації оподаткування шляхом придбання збиткових підприємств. Як наслідок, змінюються характер конкуренції і структура економіки, що призводить до підвищення ступеня відкритості економічної системи країни для міжнародної конкуренції. Міжнародні злиття і поглинання стали одним з основних способів здійснення стратегії розвитку компаній у сучасних умовах, що підтверджує досвід країн Європейського Союзу [1, с. 69].

Отже, до корпоративної консолідації власників бізнесу підштовхує також необхідність збільшення його конкурентоспроможності, в тому числі й на міжнародному рівні, особливо на фоні укрупнення конкурентів.

Актуальність теми дослідження полягає в тому, що на даний момент ринок злиття та поглинання в Україні знаходиться на початковому етапі розвитку. Як результат, відсутність детальної статистичної бази здійснення угод та інформації про подальший розвиток компанії, а також недостатня розвиненість фондового ринку, який би міг би бути своєрідним об'єктивним індикатором успішності проведених угод. Усе це ускладнює аналіз ефективності угод за участю українських підприємств [4, с. 46].

Серед наукових праць, у яких досліджуються теоретичні основи процесів злиття та поглинання, їх сучасні форми, міжнародне конкурентне середовище, умови та мотивації консолідації компаній, а також організація цих процесів, необхідно виділити такі дослідження: І. Г. Владимирової, В. М. Гейця, П. Гохана, Т. Дж. Галпіна, С. Крістоферсон, С. Ляпіної, С. Мочерного, О. Пасхавера, К. Савіцького, А. В. Сизова, В. В. Уварова, Р. С. Фостер та багатьох інших.

Світові інтеграційні процеси, які протікають у всіх галузях економічної діяльності, не могли обійти стороною і Україну. Процеси, які відбуваються на українському ринку, свідчать про те, що багато вітчизняних компаній активно включаються в процес глобалізації, переймають зарубіжний досвід, використовують новітні технології розвитку бізнесу. Однак необхідно враховувати національну специфіку становлення прав власності та розвитку принципів корпоративного управління.

Через те, що, як відмічають ряд вітчизняних авторів, процеси інтеграції підприємств в Україні мають свої характерні риси, то це, в свою чергу, виділяють їх серед зарубіжних:

1) слабка захищеність прав власності та прав інвесторів, внаслідок чого виникає значний ризик втрати вкладень, що обумовлює їх захист шляхом встановлення контролю над об'єктом інвестування (підприємством);

2) Україна переживає період становлення корпоративних відносин. Цей процес перейшов на стадію зростання у різних секторах економіки;

3) низька правова культура [6, с. 45].

Злиття та поглинання в Україні ставлять за мету досягнення тих самих цілей, що й зарубіжні компанії: у випадку

стратегічних інвесторів — мінімізація витрат, розширення масштабів діяльності, вихід на нові ринки, інтеграція технологій, збереження позицій у бізнесі й розширення сфер впливу; у випадку фінансових інвесторів до мотивів корпоративної консолідації можна віднести оптимальне розміщення капіталу, підвищення капіталізації компанії — цілі й отримання прибутку від її подальшого продажу.

У зв'язку з високим ступенем концентрації власності в Україні, значна частина операцій зі злиття та поглинання здійснюється в рамках розширення, реструктуризації або диверсифікації діяльності потужних українських холдингів. Саме тому на сьогодні в Україні поглинання є більш поширеним способом зростання промислових груп, ніж злиття на паритетних умовах.

У широкому розумінні злиття, чи поглинання (від англ. mergers/acquisitions) є одним із способів укрупнення бізнесу, розширення компанією своєї діяльності та сфер впливу на окремому ринку [8].

Поглинання передбачає об'єднання двох або декількох самостійних економічних одиниць, за якого поглинаюча структура зберігається і до неї переходять активи і зобов'язання юридичних осіб, що поглинаються. При цьому юридичні особи, які поглинаються, або припиняють свою діяльність, або контролюються шляхом участі в капіталі [4, с. 46].

Відповідно до українського законодавства, злиття в Україні може здійснюватися двома шляхами: консолідації або приєднання.

У результаті реорганізації підприємства постає потреба скасувати державну реєстрацію одних суб'єктів господарювання і зареєструвати або перереєструвати інших. У результаті корпоративної реструктуризації (реорганізації) змінюється правовий статус юридичної особи. За формальними ознаками розглядають три види реорганізації (рис. 1):

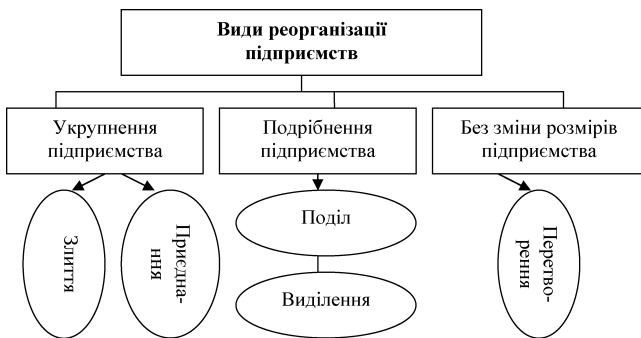


Рис. 1. Форми корпоративної реструктуризації підприємств

спрямовану на укрупнення підприємства (злиття, приєднання, поглинання);

спрямовану на подрібнення підприємства (поділ, виділення);

без змін розмірів підприємства (перетворення) [8];

Законодавство України не містить визначення поняття «поглинання», проте на практиці це означає отримання контролю однією компанією над акціями або активами іншої компанії. Існують три загальноприйняті моделі поглинання: придбання корпоративних прав; придбання активів; придбання боргів.

З урахуванням характеру інтеграції компаній доцільно виділяти такі види злиття:

горизонтальні злиття;

вертикальні злиття;

родові злиття;

конгломератні злиття;

Залежно від національної приналежності можна виділити два злиття компаній:

національні злиття — об'єднання компаній, які знаходяться в межах однієї країни;

транснаціональні злиття — злиття компаній, що знаходяться в різних країнах (transnational merger), придбання компаній в інших країнах (cross-border acquisition) [с. 4, 47].

З огляду на глобалізацію господарської діяльності у сучасних умовах характерною рисою стає злиття та поглинання не тільки компаній різних країн, але й транснаціональних корпорацій.

Залежно від ставлення управлінського персоналу компаній до угоди про злиття або поглинання компанії можна виділити:

дружні злиття — злиття і поглинання, за яких керівний і акціонери підтримують дану угоду;

ворожі злиття — злиття і поглинання, за яких керівний склад цільової компанії не згодний з угодою і здійснює низку заходів, що спрямовані проти захоплення. У цьому випадку компанії доводиться вести на ринку цінних паперів дії проти цільової компанії з метою її поглинання [4, с. 50].

В Україні 98 % злиттів і поглинань є недружніми. Існує достатньо причин, що пояснюють дану кількість нерівноправних злиттів. По-перше, хвиля ринкових злиттів в країнах Євросоюзу забезпечується, насамперед, функціонуванням фондових ринків. За даними досліджень консалтингової групи «KPMG», більша частина міжнародних, і значна частина національних злиттів у Європі оплачувалась акціями, а не в грошовій формі. В Україні, на сьогодні це є неможливим, оскільки у вітчизняному законодавстві технологія цивільного злиття-поглинання не прописана, тобто фактично відбувається захоплення компаній. По-друге, складна структура українських корпорацій, які в основному організовані як група компаній, робить придбання активів уже існуючого підприємства більш технологічною й менш ризикованою угодою в порівнянні з реорганізацією двох компаній, що зливаються. Ще одним аргументом проти злиття є відносини в українських компаніях власників, менеджерів, кредиторів й дебіторів компаній, а також владних структур [1, с. 69].

Недружні поглинання здійснюються щодня, проте не враховуються статистикою. Надбанням громадськості стають лише ті корпоративні війни, коли керівництво поглинених компаній відстоює свої права у суді. Наприклад, захоплення «Оболони» компанією «Сармат», молококомбінату «Придніпровський» компанією «Галактон», скандальний перехід активів «Рівнеазоту», Херсонського заводу коньячних виробів «Таврія», тощо. Вирішальним чинником, який визначає рішення щодо придбання підприємств, є їх вартість. Неправильна оцінка вартості об'єкта поглинання зумовлює виникнення дефіциту Free Cash-flow та зниження вартості підприємства, яке здійснило придбання [5; с. 53].

Характеризуючи український консолідаційний ринок, слід зазначити, що тенденції, що спостерігаються на аналогічних, але більш сформованих ринках злиттів та по-

глинень Східної та Центральної Європи, проявляються нині і в Україні. Розпочався міжгалузевий рух капіталу та інвестиційних ресурсів із галузей — лідерів (металургія, видобувна) в перспективні. В операціях зі злиття та поглинання усе більш активно беруть участь зарубіжні інвестиційні та виробничі компанії. Також слід зазначити зростаючу активність потужних вітчизняних компаній, спрямовану на придбання активів за кордоном. У 2007 році українські металурги вийшли на закордонний ринок М&А. На думку аналітика консалтингової компанії «А. Т. Kearney», імпульс для масштабних угод М&А в українській промисловості дало злиття компаній Arcelor Mittal Steel 2006 року. Зокрема, компанія «Індустріальний союз Донбасу» придбала за кордоном такі металургійні заводи як «Dunafert» (Угорщина) і Huta Chestohova (Польща), українська компанія «Смарт-груп», в свою чергу, придбала завод «Split Steelworks» (Хорватія). Компанія «Метінвест» після багаторічної перерви придбала одразу два іноземні активи: Trameal Sp в Італії і Spartan UK у Великій Британії за \$600 млн. Компанія Palmargy, що входить до складу фінансово-промислової групи «Приват», придбала активи найбільшого австралійського видобувача марганцевих руд Consolidated Minerals за \$1,1 млрд., Palmargy вже контролює дві марганцеві компанії — Ghana Manganese Company Limited і Nsuta Gold Mining Limited (Гана), а також феросплавні Highlanders Alloys (США), Feral SA (Румунія) і Чіатурмарганець (Грузія). У межах стратегій SCM і Привату покупки є логічними: SCM укрупнюється і завойовує нові ринки збуту, а Приват прагне світового лідерства на ринку феросплавів [6; с. 45].

Деякі українські корпорації вирішили додати існуючі структури до вертикально інтегрованих ланцюжків. Наприклад, група «ІСД» купила польську судноверф Stocznia Gdansk: будувати судна ІСД збирається з металу, виробленого українськими підприємствами.

Проаналізувавши галузеву структуру обсягу консолідованих операцій за участю українських бізнесових структур (рис. 2), можна зробити висновок, що вона залишається стабільною протягом останніх кількох років. Чотири найактивніші галузі становили понад 50 % від загальної вартості угод: промислове виробництво (20 %), фінансові послуги (16 %), харчова промисловість (10 %) та енергетика (9 %) [9, с. 35].

Слід зазначити, що й іноземні інвестори не заперечують щодо входу на внутрішній ринок України шляхом кон-

солідації. Насамперед їх приваблює досить висока віддача від інвестицій. Щодо напрямку інвестицій, то близько 53 % угод становили придбання іноземними інвесторами активів в Україні. Ще 42 % угод було укладено між українськими компаніями. У 5 % українські компанії придбали активи за межами України. За прогнозами експертів, у найближчі роки буде розвиватись й фармацевтичний ринок, на якому продовжиться консолідація. У той же час Україна — відносно новий учасник консолідаційного ринку, відповідно існують певні нерозв'язані проблеми, що становлять загрозу подальшого розвитку консолідаційного процесу. Таким чином, основними проблемами є: недостатня розробленість корпоративного законодавства України; досить низька правозастосовча культура; специфічна практика участі держави в процесі корпоративної реструктуризації [3; с. 25].

Аналітичні дослідження процесів злиття свідчать, що вигідніше продавати компанію, ніж здобувати чужу. У більшості випадків акціонери компаній, які були продавцями в угодах злиття або поглинання, одержали досить істотні вигоди, тоді як акціонери поглинаючої компанії — набагато менші. Це можна пояснити двома причинами:

1) компанії які поглинають, як правило, завжди більші, ніж ті, що поглинаються. У цьому випадку частка прибутку акціонерів компанії, яка поглинається, виявляється набагато вище;

2) конкуренція між покупцями. Кожний наступний претендент на покупку компанії прагне перевершити умови, висунуті попередньою.

Економічні вигоди від злиття виникають тільки тоді, коли ринкова вартість компанії, створеної в результаті злиття чи поглинання, вища, ніж сума ринкових вартостей фірм, які її утворюють до їхнього об'єднання [4; с. 55].

Проблеми злиття і поглинання компаній є на сьогодні найбільш дискусійним та перспективним порівняно з іншими темами економічних досліджень. У зв'язку зі значними обсягами капіталів, задіяними в даній сфері, зростає і макроекономічна значимість ринку злиттів і поглинань.

Специфікою українських злиттів і поглинань є те, що вони практично не зачіпають організований фондовий ринок, й ринкова ціна акцій на вторинному ринку не має суттєвого значення. На відміну від традиційних форм злиттів та поглинань з досить високою часткою добровільних, дружніх злиттів в Україні вони практично мають вимушений, жорсткий характер. Також прискоренню процесу концентрації капіталу в різних секторах бізнесу заважає проблема походження власності.

Слід зазначити, що український ринок злиття та поглинання має значний потенціал росту. Отже, розвиток українського ринку корпоративних консолідаційних процесів при відповідній розробці та вдосконаленню законодавчої бази, буде сприяти більшій інформаційній відкритості компаній та підвищенню рівня їх корпоративної поведінки. З одного боку, це буде здійснюватись для приваблення інвестицій, а з іншого для отримання можливостей щодо безперешкодної реалізації консолідаційних стратегій. Прагнення компаній до зниження ризиків наступних угод буде призводити до їх виходу з «тіні», тим самим сприятиме просуванню до визнаних у міжнародній економічній спільноті нормам корпоративного управління й поведінки.

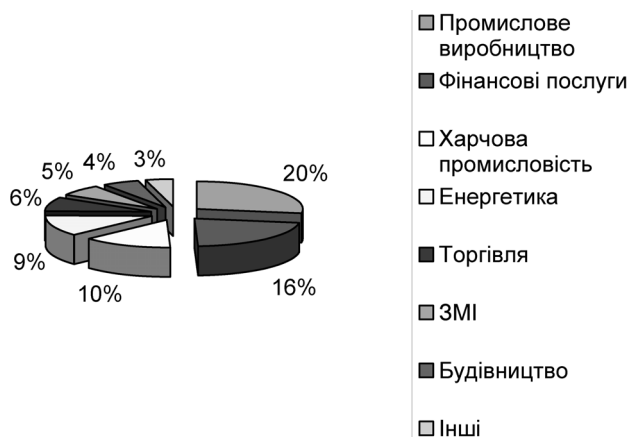


Рис. 2. Галузева структура злиттів та поглинань, 2008 рік

Література

1. Авдошева С. Б. Інтеграційні процеси в промисловості / С. Б. Авдошева // Злиття & поглинання. — 2008. — № 1. — С. 68–71.
2. Грищенко Н. В. Світовий досвід реструктуризації підприємств / Н. В. Грищенко // Актуальні проблеми економіки. — 2007. — № 6. — С. 67–72.
3. Зайков А. Рекордные итоги на рынке М&А в Украине: 12 тренд-маркеров / А. Зайков // Слияния и поглощения. — 2008. — № 1–2 (59–60). — С. 23–31.
4. Кириченко О. А. Деякі аспекти злиття та поглинання компаній у світлі побудови нової інтеграційної системи економіки / О. А. Кириченко, Е. В. Ваганова // Актуальні проблеми економіки. — 2009. — № 2 (92). — С. 45–55.
5. Орлова Н. С. Державне регулювання зовнішніх механізмів корпоративного управління / Н. С. Орлова // Економіка та держава. — 2009. — № 2. — С. 90–93.
6. Рябець Н. М. Сучасна специфіка корпоративної консолідації українського бізнесу / Н. М. Рябець // Міжнародна економіка та менеджмент. — 2008. — № 8. — С. 44–47.
7. Струков В. Сделки М&А в финансовом секторе Украины / В. Струков // Слияния и поглощения. — 2008. — № 4 (62). — С. 15–19.
8. Терещенко О. О. Фінансова санація та банкрутство підприємств / О. О. Терещенко. — К.: КНЕУ, 2000. — 412 с.
9. Шкляр С. Процессы М&А в Украине, проблемы и перспективы: на пути к цивилизации / С. Шкляр, А. Абрамов // Слияния и поглощения. — 2008. — № 5. — С. 29–37.