



УДК 336.722.8 (477)

Тарасова О.В.

кандидат економічних наук,

старший викладач кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку  
Одеського національного економічного університету

## СУТНІСТЬ РИНКУ ЗЛИТТЯ-ПОГЛИНАННЯ В УКРАЇНІ ТА ЙОГО СТРУКТУРНІ ЕЛЕМЕНТИ

Стаття присвячена виявленню сутності злиття-поглинання компаній. Визначення ринку злиття-поглинання в Україні. Дана характеристика структурних елементів цього ринку. Визначені суб'єкти ринку злиття-поглинання. Розкрито взаємозв'язок з різними видами ринків.

**Ключові слова:** ринок злиття-поглинання, Україна, структура, компанія-ініціатор, компанія-мета.

### Тарасова О.В. СУЩНОСТЬ РЫНКА СЛИЯНИЯ-ПОГЛОЩЕНИЯ В УКРАИНЕ И ЕГО СТРУКТУРНЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ

Стаття посвящена выявлению сущности слияния-поглощения компаний. Определение рынка слияния-поглощения в Украине. Дана характеристика структурных элементов этого рынка. Определены субъекты рынка слияний-поглощений. Раскрыта взаимосвязь с различными видами рынков.

**Ключевые слова:** рынок слияния-поглощения, Украина, компания-инициатор, компания-цель.

### Tarasova O.V. DETERMINATION OF THE M&A MARKET IN UKRAINE AND ITS STRUCTURAL COMPONENTS

This article is devoted to revealing the essence of mergers and acquisitions, determination of the M&A market in Ukraine. It represents the structural characteristic of elements of the market. The subjects of the M&A market are identified. The interrelation of different types of markets is disclosed.

**Keywords:** mergers and acquisitions market, Ukraine, initiating company, target company.

**Постановка проблеми.** Необхідно відзначити, що для українського ділового співтовариства, а також враховуючи правове регулювання, процеси придбання контролю над компанією і процеси реорганізації компанії є новим явищем для України. Протягом усього періоду існування України як держави спостерігався цілий ряд угод, які за правовою структурою можуть бути віднесені саме до процесів злиття-поглинання (конгломератних, горизонтальних, вертикальних, як дружнього, так і ворожого характеру). Історія формування найбільших компаній і фінансово-промислових груп в Україні, таких як СКМ (SystemCapitalManagement, SCM), «Приват» і інших, служить яскравим прикладом угод злиттів-поглинань. Одним з чинників зростання попиту на процеси злиттів-поглинань виступає глобальна конкуренція, що змушує компанії об'єднуватися в боротьбі за виживання і лідерство.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Дослідженню процесів злиття-поглинання присвячені роботи А. Дамодарана, Д. Кідуелла, Т. Коупленда, Л. Крушвица, У. Шарпа та інших. Дослідження російських та українських вчених, що торкаються проблеми інноваційного розвитку в умовах трансформації та кризових явищ в економіці, а також пошуку джерел нагромадження капіталу представлені роботами К.Е. Едонца, М.І. Зверякова, Г.М. Азаренкової, Г.А. Шарінової, В.Е. Хаустової та ін. Роботи Д. Бліка, К.Ф. Черкашиної, Д. Ернста присвячені аналізу причин, які призводять до активізації процесів злиттів-поглинань.

**Постановка завдання.** Аналіз наукових напрацювань дозволив визначити, що існує значна кількість питань, які не знайшли достатнього висвітлення, зокрема, недостатньо досліджені основні характеристики процесів злиття-поглинання, ринку злиття-поглинання в Україні та складових цього ринку. А також розуміння того, що злиття-поглинання являють собою процес зміни власника компанії або структури власності, будучи кінцевою ланкою в процесі її реструктуризації.

**Виклад основного матеріалу.** Серед провідних економістів в області корпоративних фінансів та

оцінки вартості компаній не має єдиної думки з приводу визначення термінів «злиття», «поглинання», тому для формування особистого ставлення до цього питання та подальшого дослідження нами були проаналізовані існуючі в економічній літературі визначення та погляди. Узагальнюючи існуючі підходи, пропонується під дефініцією «злиття-поглинання» (M&A) компаній розуміти процес, метою якого є розширення сфери впливу та господарської влади однієї компанії (компанії-ініціатора) шляхом взяття під контроль іншої компанії (компанії-цілі), придбання повного або часткового права власності на її активи, підвищення добробуту власників акцій (акціонерів) та захист їх прав, отримання можливості зміни ризикованості грошових потоків об'єднаної компанії та досягнення конкурентних переваг на ринку за рахунок раціоналізації розміщення окремих частин відтворювальних процесів, концентрації та централізації капіталу і орієнтації на збільшення ринкової вартості компанії. Таке розуміння становить основи наукового обґрунтування положень з оцінки вартості публічних акціонерних товариств (ПАТ). Економічна сутність процесу злиття-поглинання полягає в тому, що він є проявом концентрації і централізації капіталу і одним із сучасних ефективних механізмів транснаціоналізації виробництва, що, в свою чергу, забезпечує міждержавний, внутрішньо- і міжгалузевий перелив капіталу, конкуренцію за найбільш прибуткове вкладення капіталів і раціоналізує розміщення окремих частин відтворювальних процесів не тільки в глобальному масштабі, а й на регіональному рівні [1].

З метою розширення своїх можливостей компанії можуть створювати стратегії диверсифікації та реструктуризації. Наслідком цього є те, що угоди щодо корпоративного контролю – це природна реакція корпорацій на мінливі світові ринки, яка необхідна компаніям для постійної адаптації до умов мінливої економіки.

Компанії, які обрали експансію і/або диверсифікацію як стратегії розвитку, повинні визначитися, якими конкретними способами будуть завойовувати нові ринки. З альтернативи: розвивати власне вироб-

ництво або купувати/злитися з діючою компанією – багато компаній в Україні пішли по другому шляху. Активізація злиттів-поглинань в посткризовий період в Україні є логічним продовженням поліпшення ситуації у світі. Збільшення кількості M&A спостерігається з 2012 р. Так, кількість зростає з 30 у 2011 р. до 150 у 2012 р., а в 2013 р. досягло 160. У грошовому вираженні збільшення в 2013 р. становить приблизно 8 млрд. дол. США, що в кілька разів перевищує результат 2012 р., який склав 2810 млн. дол. США. Однак треба зазначити, що таке збільшення відбулося завдяки двом великим угодам: продажі InterMediaGroup структурам Group DF більш ніж за 2 млрд. дол. США та перепродажу «Укртелекому» структурам СКМ – 1,3 млрд. дол. США [1]. Дані угоди склали половину від усього обсягу угод. На жаль, показники 2014 р. частково відрізняються від світових трендів, що є наслідком політичної нестабільності та не найкращого середовища для інвесторів на сході країни. Однак спостерігається зміна лідерів на цьому ринку в бік таких галузей, як торгівля та агробізнес. Тому можна констатувати, що в цілому головною тенденцією є зростання кількості угод при відносному зменшенні розміру транзакцій в грошовому вираженні.

Потенціал для збільшення ринку злиттів-поглинань в Україні пов'язаний з низькою консолідацією окремих секторів, таких як агропромисловий сектор, одним з чинників зростання є подальше збільшення цін на сировину і матеріали, а також здатність великих компаній витримувати конкуренцію на внутрішньому і зовнішніх ринках. Важливими чинниками, які вплинуть на розвиток вітчизняного ринку M&A і зростання обсягу операцій злиття-поглинання в Україні, також є: приватизація низки державних компаній; збільшення кількості угод, що здійснюються фондами прямих інвестицій та іноземними інвесторами і спрямованих на залучення інвестицій і підвищення інвестиційного клімату України; зростання кількості придбань стратегічних активів за кордоном великими українськими бізнес-групами.

Розглядаючи процеси злиття-поглинання, необхідно визначення ринку, на якому ці процеси відбуваються.

В першу чергу ринок злиттів-поглинань – це економічний простір, на якому реалізуються економічні інтереси суб'єктів господарювання шляхом укрупнення бізнесу, а об'єктом виступає специфічний товар (бізнес; компанія і її складові елементи, акції і корпоративний контроль, який дає той чи інший пакет). Це система різних економічних, фінансових відносин між потенційним продавцем і потенційним покупцем з приводу перерозподілу капіталу та руху прав власності на активи/акції, в тому числі змін складу суб'єктів (які здійснюють контроль над угодою злиття-поглинання), заснована на безлічі принципів, головні з яких конкурентні умови і свобода економічної діяльності.

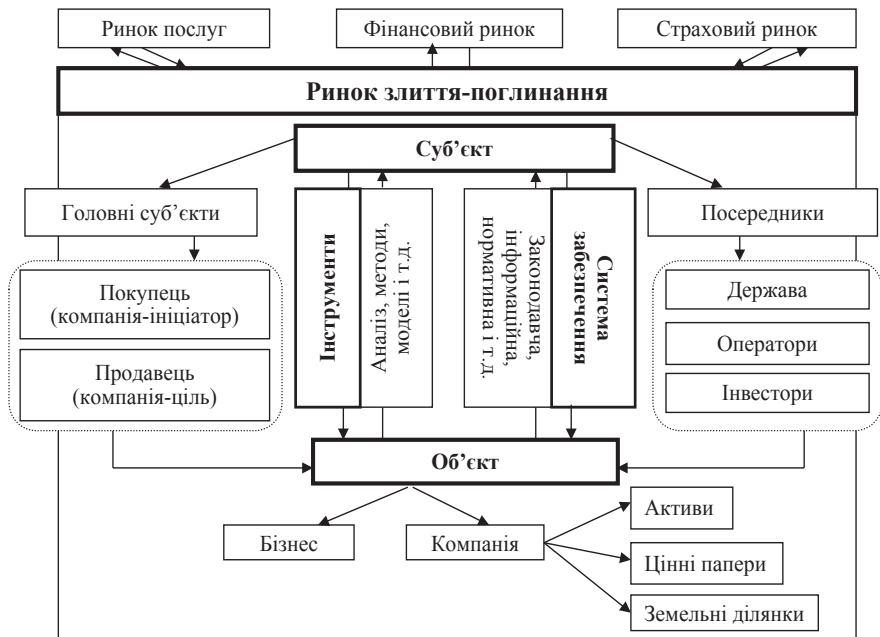


Рис. 1. Структура ринку злиття-поглинання

Розроблено автором

Таким чином, пропонуємо під ринком M&A розуміти сукупність економічних відносин, що виникають між компанією-ініціатором і компанією-метою в процесах злиття-поглинання з урахуванням ряду факторів, основними з яких є: попит, пропозиція і ціна, конкуренція.

Визначимо структуру ринку злиттів-поглинань (рис. 1).

Головними суб'єктами ринку злиття-поглинання є, з одного боку, продавці (компанії, які готові передати право власності на об'єкт угоди злиття-поглинання) – компанії-цілі, і покупці (компанії, які готові придбати право власності на цей об'єкт), з іншого боку – компанії-ініціатори. Кожна зі сторін діє у відповідності з певними мотивами, які стають причиною вибору об'єкта майбутньої угоди.

Ринок злиттів-поглинань тісно пов'язаний з ринком послуг (ринком купівлі-продажу специфічних товарів – різних видів послуг, таких як: рекламно-інформаційні, консультативні, проведення Due Diligence (всесторонні перевірки), планування, структурування та оцінки майбутньої угоди злиття-поглинання), страховим ринком (надання послуг у сфері страхування), фінансовим ринком (операції у сфері цінних паперів, кредитування, вкладів та інвестицій).

На ринку злиттів-поглинань, крім головних суб'єктів, існують певні групи посередників. З боку держави регулювання ринку M&A здійснюється за допомогою державних програм, оподаткування, фінансово-кредитної та банківської систем, трудового та антимонопольного законодавства.

Діяльність професійних консультантів (операторів угод злиття-поглинання) охоплює не лише стратегічне консультування (структурування угоди злиття-поглинання, оцінка вартості бізнесу, збір інформації щодо потенційного інвестора, проведення переговорів, інформаційна підтримка клієнта), але і технічну сторону проведення угоди.

В умовах сучасного ринку злиттями-поглинаннями як одним з ключових напрямків діяльності займаються інвестиційні компанії та банки, а також спеціалізовані відділи консалтингових компаній,

юридичних та спеціалізованих компаній, що надають консультаційні та інші послуги в галузі структурування та фінансування в корпоративному секторі. Головною функцією є представлення інтересів однієї із сторін і забезпечення підтримки клієнтів протягом всього процесу M&A. На відміну від них компанії-маклери є посередниками між сторонами, вони сконцентровані на встановленні контакту між сторонами угоди і в більшості випадків обмежуються операціями з незначною вартістю.

Як наслідок законодавчих обмежень на операції із застосуванням інсайдерської інформації, в області злиття-поглинання відбулося формування самостійної корпоративної та галузевої культури, а посередники на ринку M&A поділяють діяльність, пов'язану з консультуванням, і власні операції на даному ринку.

Шляхом залучення консультантів сторони, що беруть участь в угоді, прагнуть уникнути несприятливих умов договору, зайвого зволікання при здійсненні угод, скоротити можливі ризики відповідальності і проблеми інтеграції після проведення угоди, що в кінцевому підсумку сприяє досягненню максимізації/мінімізації ціни купівлі-продажу. Крім того, компанія-ціль угоди злиття-поглинання часто користується послугами посередників з метою проведення захисних антирейдерських заходів або для підтвердження обґрунтованості запропонованої ціни.

Для забезпечення підтримки в управлінні процесом M&A, використовуючи свої експертні знання з технічного виконання угод і специфіки галузі, консультанти можуть виступати в якості партнерів для менеджменту компанії.

Для успішного проведення злиття-поглинання необхідними є не тільки стратегічна компетенція і технічні знання деталей процесу, а й здатності залучення різного роду фахівців (юристів, аудиторів та ін.) для структурування та оптимізації юридичної та податкової сторін угоди.

Необхідно відзначити тісний зв'язок ринку злиттів-поглинань з фінансовим ринком, товаром на якому є гроші і різні види цінних паперів. Ринок капіталів, як складова фінансового ринку, є джерелом забезпечення довгострокових потреб у фінансових ресурсах, тому фінансування угод злиття-поглинання відбувається саме за допомогою цього ринку. Інвестори (фінансові посередники) – фінансові інститути, до функцій яких належить акумулювання грошових коштів, що належать фізичним та юридичним особам і подальше надання даних коштів у формі кредиту суб'єктам господарювання та іншим позичальникам, а також фізичним особам, готовим взяти участь у фінансуванні угоди злиття-поглинання.

Актуальним для реалій вітчизняної практики проведення трансформацій є питання законності угод злиття-поглинання, відповідно наявності системи забезпечення таких угод, а саме законодавчої, нормативної та інформаційної баз.

Досвід розвинутих країн показує, що права акціонерів можуть бути адекватно захищені тільки при дотриманні прозорості діяльності компаній та ефективного розкриття інформації, чітких законодавчо закріплених процедур структурування та проведення угод злиття-поглинання, а також ефективної роботи керуючих органів компанії.

Розкриття інформації публічною компанією в країнах з транзитивною економікою зазвичай ґрунтується на системі формальних норм. Компанії оцінюють це як надлишковий тиск з боку державних органів, а прозорість не дає поки значних переваг з

боку іміджу компанії. У країнах, що розвиваються, здійснюється пошук адекватних стимулів та заходів, спрямованих на зростання прагнення компаній працювати в умовах відкритості, ігноруючи проблему недостатньо розвинутого ринку, які поки не проявляють прагнення до відкритості інформації. Тому в цьому напрямку в країнах з транзитивною економікою існує явна відмінність вимог законодавства (доброчислового до інвесторів) і реальної практики.

Недосконалість існуючих і відсутність необхідних законодавчих документів призводить до поширення незаконних схем придбання корпоративних прав та рейдерства (захоплення майна підприємств або часток, акцій, паїв їх власників за допомогою підроблених або вкрадених документів, печаток, штампів за схемою попередньої змови групи осіб або із застосуванням погроз і т. п.).

Ринок злиття-поглинання в Україні відрізняється доволі високим рівнем ризикованості, тому дуже важливим є зв'язок ринку злиття-поглинання та страхового ринку, на якому представлений такий специфічний товар, як страховий захист. Щоб застрахуватися від зриву угоди з поглинання, компанії іноді укладають договір умовного депонування (escrow agreement). Це передбачає, що учасники угоди (зазвичай власники компанії-цілі) переводять на рахунок компанії-ініціатора угоди певну суму, яка служить гарантією укладання угоди. На практиці учасникам угоди не потрібно вилучати гроші з обігу, бо гарантами оплати виступатимуть банки. В Україні, де в загальній сумі угод з поглинання договори умовного депонування складають приблизно 10% випадків, гарантії надають відразу кілька іноземних банків, зокрема, «ING Україна» і ReiffeisenBank. Ще одним способом страхування від зриву угоди є юридичне оформлення компенсації, яку виплачує сторона, що виступила ініціатором розриву. Саме так вчинили «ЮКОС» і «Сибнефть», коли після розірвання угоди з поглинання акціонери останньої були змушені виплатити 1 млрд. дол. США [2].

Мета оцінки процесів злиття-поглинання конкретизується тільки з урахуванням мотивів його проведення, а результат розрахунків має бути проаналізований згідно обраної моделі злиттів-поглинань і чинників формування економічних ефектів, що, в свою чергу, є стимулом до вивчення особливостей ринку злиття-поглинання в Україні та пошуку шляхів вирішення наявних проблем, в тому числі підбору необхідного інструментарію: підходів, методів і моделей аналізу та оцінки даних операцій з урахуванням специфіки фінансового ринку України.

**Висновки.** Проведене дослідження теоретичних підходів до визначення поняття «злиття-поглинання» довело, що більшість науковців, застосовуючи дефініції «злиття-поглинання», розглядають різні сторони цього складного явища. Такі підходи не дозволяють комплексно вирішити питання ефективного управління процесом злиття-поглинання, тому виникає необхідність узагальнення існуючих підходів, що ми спробували зробити у статті, запропонувавши своє визначення цього явища. Тип злиттів-поглинань може залежити від таких факторів, як ситуація на ринку, стратегія діяльності компанії і ресурсів, якими вони володіють. В той же час варто зазначити, що з розвитком світової економіки, поглибленням процесів глобалізації види та форми проведення злиттів-поглинань постійно змінюються, однак економічна сутність їх як інструмента переливу капіталу та введеного К. Марксом поняття міжгалузевої конкуренції за найбільш прибуткове вкладення капіталів, не втрачається.

Крім цього, необхідним є розуміння того, що процес M&A відбувається на відповідному ринку. Ринок M&A – це сукупність економічних відносин, що виникають між компанією-ініціатором та компанією-ціллю в процесах злиття-поглинання з урахуванням попиту, пропозиції і ціни. Ця сукупність економічних відносин формує специфічну структуру зазначеного ринку, яка відкриває цілу низку проблем функціонування ринку злиття-поглинання в Україні, що відкривають перспективи подальших досліджень. Зокрема пов'язаних з необхідністю розробки та впровадження інструментарію аналізу та оцінки операцій M&A з урахуванням специфіки

фінансового ринку України, а також недосконалістю законодавчої та нормативної документації, що призводить до поширення незаконних схем придбання корпоративних прав та рейдерства.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Рынок слияний и поглощений в 2013 году вырос в два раза, 24 декабря 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://economics.lb.ua/business/2013/12/24>
2. Владимир Марчук. Искусство торговли компаниями. Процедура проведения покупки предприятия [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://forinsurer.com/public/04/11/10/1594>

УДК 336.1

**Фрич А.О.**  
кандидат економічних наук,  
доцент кафедри фінансів  
Івано-Франківського навчально-наукового інституту менеджменту

**Кіндратяк І.Т.**  
магістр  
Буковинського державного фінансово-економічного університету

### ОСОБЛИВОСТІ БЮДЖЕТНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ ЄВРОІНТЕГРАЦІЙНИХ ПЕРЕТВОРЕНЬ

У статті розглянуто особливості проведення бюджетної політики України та Європейського Союзу. Охарактеризовано основні недоліки й напрями змін бюджетного менеджменту України у зв'язку з євроінтеграцією.

**Ключові слова:** бюджетна політика, бюджет, видатки, державний борг, дефіцит.

#### **Фрыч А.О., Киндратяк И.Т. ОСОБЕННОСТИ БЮДЖЕТНОЙ ПОЛИТИКИ В УСЛОВИЯХ ЕВРОИНТЕГРАЦИОННЫХ ПРЕОБРАЗОВАНИЙ**

В статье рассмотрены особенности ведения бюджетной политики Украины и Европейского Союза. Охарактеризованы основные недостатки и направления изменений бюджетного менеджмента Украины в связи с евроинтеграцией.

**Ключевые слова:** бюджетная политика, бюджет, расходы, государственный долг, дефицит.

#### **Frych A.O., Kindratiak I.T. FEATURES OF BUDGET POLICY UNDER CONDITIONS OF EUROPEAN INTEGRATION CHANGES**

The article deals with the features of budgetary policies of Ukraine and the European Union. The author analyzes the main weaknesses and directions of change for Ukraine's budgetary management in connection with the European integration.

**Keywords:** budgetary policy, budget, expenditures, national debt, deficit.

**Постановка проблеми.** У зв'язку з євроінтеграцією важливим завданням постає визначення можливостей гармонізувати бюджетну політику України та Європейського Союзу, виявити можливі наслідки, переваги та загрози. Пріоритетним є оцінка сучасних напрямів та реформувань бюджетної політики ЄС, можливості застосування в Україні.

Методологія побудови бюджетної політики, яку тривалий час використовують провідні країни світу, передбачає такі концепції, як щорічно збалансований бюджет, циклічна основа збалансованого бюджету та фундаментальне фінансування. Україна, перебираючи на себе цей досвід і ставши на шлях демократичних перетворень, у тому числі й трансформації фінансових відносин у соціально-економічній сфері, також намагається створити бюджетну доктрину на підставі обраної стратегії економічного і соціального розвитку. Але проблема бюджету, за оцінками провідних вітчизняних фахівців, до сьогодні залишається найуразливішим місцем української економіки.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Значний вклад у розвиток фундаментальних теоретич-

них та методологічних основ інтеграційних процесів у фінансовій системі України, внесли такі вчені, як М.П. Бадида, С.Я. Боринець, З.В. Герасимчук, І.М. Вахович, О.Д. Василик, А.І. Даниленко, І.О. Лютий, В.М. Опарін, О.І. Рогач та ін. Бюджетну політику ЄС розглядають І.М. Боярко, О.В. Дейнека, Н.А. Дехтяр, О.А. Подвальникова.

Проте у зв'язку зі змінами, що відбуваються у законодавстві, і особливо у бюджетному, коли вводяться не лише нові статті й окремі положення, але й запроваджено нове податкове законодавство, що є визначальною базовою складовою у розробці політики доходів зведеного бюджету, важливо проводити дослідження з подальшого пошуку нових напрямів розвитку засад формування бюджетної політики країни.

Важливість вивчення цього питання відмічає О.Д. Василик, який вказує, що науковий підхід до розробки бюджетної політики, знання і вивчення всіх чинників, що визначають бюджетну політику, передбачають її відповідність законам суспільного розвитку, постійне врахування теоретичних положень і висновків бюджетної теорії. Порушення цієї