

УДК 334.722.8

Н.В.КРЮЧКОВА

*Тернопільський національний економічний університет*

### **ОСОБЛИВОСТІ ПРОЦЕСІВ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ В КОРПОРАТИВНОМУ СЕКТОРІ УКРАЇНИ**

Розглядаються особливості процесів злиття та поглинання в корпоративному секторі України. Виявлено тенденції злиття та поглинання як варіанту розвитку так і рейдерського захоплення. Запропоновано шляхи вирішення вказаних проблем на макро- та мікрорівні.

Серед недостатньо з'ясованих у науковому плані та законодавчому рівні проблем корпоративного управління особливої актуальності набували злиття та поглинання корпорацій, що стали масовими на українському ринку.

Серед наукових праць, в яких досліджуються теоретичні основи процесів злиття та поглинання, їх сучасні форми, міжнародне конкурентне середовище, аналіз умов та мотиваційних факторів консолідації компаній, а також планування та організація процесів злиття, необхідно виділити дослідження як зарубіжних вчених, так і вітчизняних науковців і практиків [1-3]. Хвилі злиття та поглинання розглядаються як наслідок активності фондових ринків і ринків корпоративного контролю.

Разом з тим, багато аспектів даної наукової проблеми залишаються недостатньо досліджуваними. У вітчизняній науковій літературі досі не з'ясованими залишаються проблеми законного переходу прав власності, методи захисту від ворожих злиттів та поглинань, використання в цьому процесі фінансових інструментів тощо, тоді як зарубіжні вчені активно досліджують ці процеси.

В даній роботі ставиться завдання виявити проблемні аспекти процесів злиття та поглинання на зарубіжному і вітчизняному ринках з метою вироблення рекомендацій для вітчизняного бізнесу щодо захисту його власності.

У найпоширенішому значенні під злиттям і поглинанням (*mergers/acquisitions*) розуміють один із додаткових способів укрупнення бізнесу, розширення діяльності та сфер впливу на окремому ринку. Проте, для них характерні численні ризики та негативні ефекти. Злиття чи поглинання, як угоди придбання одних компаній іншими, в

різні часи, незалежно від країни, привертала до себе значну увагу, породжували тривалі дискусії у фінансових колах. Загалом здійснювались вони у переважній більшості між відомими компаніями, які до того ж могли бути конкурентами. Залежно від мети злиття чи поглинання компанією-ініціатором такі альянси з конкурентами мають дружній або ворожий характер.

Зауважимо, що до 80-х років ХХ ст. практично всі укладені угоди про злиття компаній мали дружній характер і характеризувались взаємною зацікавленістю учасників. Починаючи з 80-90-х років характер угод про злиття та поглинання поступово змінюється: виникає тенденція ворожих поглинань та укладення угод з чітким стратегічним розрахунком отримати синергічний ефект від нового бізнес-альянсу.

Нами поділяється точку зору О.Красікової [3], що знезацька й парадоксально вибрана модель ринкового реформування ввела процес первісного нагромадження капіталу в Україні в русло класичних канонів: вона передбачливо розвинула фінансову систему, аби та стала потужним і вельми ефективним інститутом формування грошового капіталу; вона прирекла на «безхозне» існування реальний сектор економіки, який став унаслідок цього легкою здобиччю фінансових «акул»; вона здійснила політику грошових рестрикцій, яка знекровила фактично реальний сектор та перетворила більшість населення в клас бідних.

Аналіз існування тенденцій злиття та поглинання як варіанту розвитку компаній, зроблений зарубіжними вченими, показав, що способи їх здійснення ускладнювалися з кожним етапом розвитку світової економіки.

Глобалізація фінансових ринків і нові стандарти інформаційної прозорості компаній призвели до виникнення нового виду учасників ринку – рейдерів. Англomовне слово «рейдер» (*raider*), «рейдерські атаки» на акціонерні товариства з метою їх ворожого поглинання звучать у теле- та радіо-ефірах, на шпальтах економічної преси та в Internet публікуються аналітичні звіти щодо чергового захоплення чужої власності. За різними оцінками фахівців, лише за 2005-2006 рр. в Україні зафіксовано понад 2500 рейдерських атак.

На Заході під терміном „рейдерство" розуміють активну купівлю акцій на біржі. На пострадянському просторі це слово має інше значення – агресивне поглинання підприємств, а точніше захоплення. Їх метою є агресивна купівля недооцінених компаній для короткострокового підвищення їх ринкової вартості та подальшого перепродажу. При цьому, як правило, компанія дробиться на окремі підрозділи та розпродается частинами. Саме рейдери в основному застосовували

викуп компанії з використанням боргового фінансування (фінансового важеля), що є технологією фінансового інжинірингу – нового виду фінансової діяльності.

З одного боку, вони виконують санітарну роль, змушуючи компанії підвищувати свою ефективність і конкурентоспроможність; з іншого – конфлікт короткострокових та довгострокових цілей бізнесу призводить до протилежного ефекту: компаніям доводиться турбуватися, перш за все, про підвищення курсу своїх акцій, підвищення поточних прибутків. Значна частина операцій відбувається за участю іноземного капіталу і припадає на банківський сектор, а в промисловості до останнього часу процвітало так зване «сіре» та «чорне рейдерство», що мало відвертий кримінальний характер. Ситуація ускладнюється тим, що значна кількість підприємств, незважаючи на ефективну діяльність, не готова брати участь у названих процесах і є потенційними «жертвами». У цих корпораціях відсутні механізми корпоративного контролю власності.

Тема рейдерства в Росії вже вивчена і представлена як в публіцистиці, так і в професійних дослідженнях. В Україні до останнього часу подібних досліджень не було, були лише заяви окремих політиків, державних чиновників, ЗМІ щодо проблеми рейдерства.

Центр дослідження корпоративних відносин з листопада по грудень місяць 2006 р. провів одне з перших досліджень з проблем рейдерства в Україні. Так, після експертного опитування вдалося сформувати рейтинг рейдерів. До найпотужніших рейдерів в Україні можна віднести наступні фінансово-промислові групи: «Приват» (100%); «Фінанси і Кредит» (54,6%); Консорціум Альфа-Груп (45,5%); Систем Кепітал Менеджмент (СКМ) (36,4%); Укрсіббанк (27,3%); Індустріальний Союз Донбасу (27,3%); Укрпідшипник (27,3%); ТАС (18,2%); Славутич (18,2%); Інтерпайп (18,2%); АВК (9,1%); АРС (9,1%); Запоріжсталь (9,1%); Укрпромінвест (9,1%) [4].

Способи захоплення можуть бути різними, але найбільшого розповсюдження набула так звана „російська схема“, відповідно до якої рейдери купують мінімальну кількість акцій підприємства-жертви, проводять збори акціонерів, на які власників контрольного пакету акцій не те що не запрошують, а й навіть не пускають. На цих зборах призначається нове керівництво. Узаконюють дії зловмисників ухвали, винесені у провінційних судах. Потім нові власники приходять на підприємство, ставлять свою охорону, яка не пускає старих власників на об'єкт. І поки ті шукають справедливості в судах, зловмисники встигають вивести з підприємства всі кошти та розпродати активи.

Існують також інші способи захоплення. В акціонерних товариствах в рейдерській атаці може бути задіяний найнятий новим власником менеджмент.

Користується популярністю й такий сценарій, як доведення підприємства до банкрутства. Способів це зробити багато, все залежить від профілю діяльності компанії-жертви. Наприклад, рейдери можуть придбати у кредиторів підприємства всі його борги та виставити рахунки, з якими жертви не зможуть розрахуватись. Це автоматично потягне за собою позов до суду та визнання підприємства банкрутом, розпочнеться процес санації. За певну суму рейдери можуть підкупити призначених судом ліквідаторів і взяти контроль над підприємством.

На Заході ж рейдери, як правило, сприяють економічному розвитку. Вони відсторонюють від управління бізнесом неефективний менеджмент, перешкоджають зловживанням з боку крупних акціонерів, реструктуризують неефективно працюючі підприємства. В результаті власники атакованої компанії навіть виграють від вдалої рейдерської операції, оскільки вартість їх акцій (разом з вартістю акцій, які були куплені рейдером) підвищується.

По суті, інститут рейдерства став одним із найважливіших інструментів захисту інтересів міноритарних акціонерів. Об'єднавши розпорозені між тисячами міноритаріїв голоси, рейдери заставляють топ-менеджмент і власників крупних пакетів акцій рахуватись з ними. В даному випадку розвиток інституту рейдерства сприяє розвитку та вдосконаленню корпоративного управління.

Ідеальною для захоплення є компанія з непрозорою структурою менеджменту, неефективним корпоративним управлінням, що працює на перспективному ринку. Старі борги, "чорна" зарплата, витік фінансів через постачання або збут – все це є слабким місцем об'єкту захоплення.

Вітчизняні компанії, перетворюючись на об'єкти агресивного поглинання, відчули всі негативні наслідки цього важкого процесу. Вітчизняні методи поглинання компаній значно відрізняються від західних, насамперед, тим, що переважну більшість українських корпорацій було створено у процесі приватизації, акціонерний капітал був «розпорозений» серед працівників. Такий тип власності (модель «робітничої власності», або інсайдерська модель) ніде не набув такого поширення, окрім Росії та України. Неготовність керівників таких корпорацій працювати в умовах ринкової економіки, а також специфіка чинного законодавства та відносна слабкість фондового ринку України визначили появу жорстких схем «перерозподілу власності» в країні. Головною

метою такого поглинання є отримання контролю над майном «чужої» компанії за суму, що є набагато нижчою за його реальну вартість. Витрати на недружнє поглинання зазвичай складають близько 35-40% ринкової вартості акцій захопленої компанії.

Як справедливо зазначає О.Пасхавер [5], одним із джерел нагромадження грошового капіталу стала корупція влади. Це свідчення того, що переділ національного капіталу базується на зрощуванні бізнесу «приватизаторів» з «бізнесом» державних підприємств, на привласненні доходів від використання державних активів при перекладенні всіх ризиків на державу як власника. Високий рівень втручання держави в економічну сферу, пов'язаний із зловживаннями, призводить до фактичної селекції приватного капіталу. Виживає капітал, зрощений з державною бюрократією, при цьому чиниться пряма протидія незалежних від держави великих приватних капіталів притоку дійсно іноземного загартованого конкуренцією капіталу.

В Україні 99% злиття і поглинання є в більшості випадків недружнім, оскільки у вітчизняному законодавстві технологія цивілізованого злиття-поглинання не прописана, тобто фактично відбувається захоплення компаній. Недружні поглинання здійснюються щодня, проте не враховуються статистикою. Громадськість дізнається лише про ті корпоративні війни, в яких у керівництва поглинених підприємств вистачає "сміливості" і засобів намагатися відстояти свої позиції в судах. Тому на слуху – захоплення "Оболоні" компанією "Сармат", молококомбінату "Придніпровський" компанією "Галактон", скандальний перехід активів "Рівнеазоту" і Північнодонецького "Азоту" підприємству "Укренергозбут", втрата державою акцій ВАТ "Росава" на користь "Амтела", "приватизація" Дніпроспецсталі компанією BVKP.

Дослідження інвестиційної компанії Dragon Capital засвідчило, що обсяг українського ринку силових захоплень і поглинань бізнесу щорічно оцінюється на рівні 3 млрд. дол.

Досить часто рейдерів цікавить не само підприємство, а майно – земля і нерухомість. Оскільки в Києві вони мають найвищу ціну, то приваблюють зловмисників найбільше київські підприємства. У Комітеті по боротьбі з корупцією засвідчують, що 70-80% неправомірних захоплень припадає на столицю. Найбільше рейдерів цікавлять фабрики та заводи, що знаходяться у межах міста і займають значні площі.

Якщо на Заході рейдерських атак зазнають неефективно управляючі компанії, незалежно від їх розміру і батьківщини капіталу, то в Україні від рейдерів страждають виключно представники малого і середнього бізнесу, іноземні інвестори, олігархи, тобто всі, хто не має

серйозного політичного прикриття.

Рейдери ж, навпаки, як правило, мають високих покровителів або самі є і замовниками, і виконавцями. Це ще раз свідчить, що українське рейдерство (зазвичай «сіре» та «чорне») є передусім корупційним переділом власності. Тісні, а часто кровні, зв'язки українських рейдерів, олігархів і політиків не залишають надії на діяльність різних комісій (у тому числі державну), спрямовану на боротьбу з рейдерством.

Офіційного органу, який би відслідковував ситуацію з рейдерством, немає. За неофіційною статистикою, а саме за даними інвестиційно-консалтингової компанії BPT Group, нині в стадії корпоративних конфліктів перебуває приблизно 80% підприємств. Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку, Антимонопольний комітет також не використовують своїх важелів впливу на ці процеси.

Підсумовуючи, слід зазначити, що поглинання, як і будь-який інший інструмент, може використовуватися як ефективно, так і неефективно. З одного боку, позитивною стороною дружнього злиття і поглинання є те, що воно сприяє економічному розвитку підприємств, відсторонюючи від управління бізнесом неефективний менеджмент, перешкоджає зловживанням зі сторони крупних акціонерів, реструктуризує неефективно працюючі підприємства. «Загарбники» виконують роль санітарів ринку, знищуючи слабкі підприємства. Компанії мають боятися рейдерів і постійно самовдосконалюватись, щоб не стати їх жертвами.

Недружнє поглинання (рейдерство) в Україні є негативним явищем. У період нестабільності держави політична еліта вирішує, в першу чергу, завдання утримання влади, тим самим даючи можливість рейдерам підвищувати інтенсивність своєї діяльності.

Рейдерство, як і всі інші порушення майнових прав власників і законних інтересів інвесторів, шкодять міжнародній репутації країни, тобто Україна заробляє імідж країни, де не дотримуються законів і не поважають право власності.

Рейдерські конфлікти погіршують інвестиційний клімат, а саме, збільшують інвестиційні ризики для потенційних інвесторів, тим самим підриваючи дієвість інститутів державної влади та захищеність прав власності. По-суті, це ще раз підтверджує про безсилля і неспроможність держави впливати на корупцію.

Проблема не в самому рейдерстві (воно завжди було і буде в будь-якій країні), а в його масштабах.

Відсутність Закону України про акціонерні товариства і недосконалість Цивільного і Господарського кодексів сприяють недружнім

поглинанням.

Ще однією особливістю при врегулюванні корпоративних конфліктів в Україні є те, що акціонери та менеджмент не обізнані з методами захисту від ворожих поглинань, які використовуються на зарубіжних ринках і в багатьох випадках є досить ефективними. Ці методи необхідно вивчати як у системі вищої економічної освіти, так і при підвищенні кваліфікації вищих керівників.

Крім того необхідне прийняття якісного закону про акціонерні товариства, проведення судової реформи, започаткування реальної діяльності нещодавно створеної громадської антирейдерської комісії.

Керівництво заздалегідь повинно дбати про розробку стратегії захисту компанії. Для захисту компанії дуже важливо вчасно розпізнати ворога та розробити надійні системи захисту від рейдерських нападів. Тільки прозорість та ефективне управління компанії, дотримання законодавства про АТ і цінні папери може служити гарантією того, що в один момент її акціонерам не доведеться розлучитися зі своєю власністю за безцінь.

Актуальним у цьому контексті є проведення розслідування правоохоронними органами зв'язків конкретних політиків, олігархів і рейдерів.

Тільки за виконання зазначених умов українські рейдери не зможуть залишитись загарбниками і піратами, що руйнують інститут приватної власності, перешкоджаючи інвестиціям та розвитку економіки України.

В цілому обсяги однієї статті не дають можливості всебічно дослідити цю проблематику, а тому вона має стати предметом подальших наукових пошуків.

1. Економічна енциклопедія: У 3-х т. / С.В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К.: Видавничий центр «Академія», 2000 – 2002. – Т.1. – 864 с.; – Т.2. – 848 с.; – Т.3. – 952 с.

2. Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку / За ред. акад. НАН України В.М.Гесця. – К.: Ін-т економ. прогнозування; Фенікс, 2003. – 1008 с.

3. Красикова Е. Рыночная трансформация российской экономики как процесс первоначального накопления капитала // Вопросы экономики. – 2001. – №2. – С.150.

4. За матеріалом сайту «Центр дослідження корпоративних відносин»  
<http://vybory.org/articles/384.html>.

5. Пасхавер О. Перспективи приватного підприємництва в Україні: приватизація і зростання нового капіталу // Економіка України. – 2000. – №4. – С.35.

*Отримано 30.07.2007*