

ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ ЯК ІНСТРУМЕНТИ АНТИКРИЗОВОГО УПРАВЛІННЯ

У статті розглянуто тенденції розвитку вітчизняного ринку злиття та поглинань. Проаналізовано особливості та перспективи діяльності стратегічних інвесторів на ньому з метою боротьби проти кризових станів.

The article investigates the tendencies of home M & A market development. It analyzes the peculiarities and perspectives of the strategic investors activities on it, aimed at the defence of crisis condition.

Ключові слова: злиття, поглинання, антикризове управління, інвестиції, інвестори.

Актуальність. Економічні перетворення в Україні повинні бути націленими на вирішення найважливішого завдання, а саме на радикальні зміни в системі управління економікою як на макрорівні, так і на мікрорівні (рівні підприємств і їх об'єднань). Зміни на мікрорівні полягають в перебудові організаційної структури управління діяльністю підприємств, створенні промислово-фінансових груп, холдингових компаній. Необхідність створення і розвитку нових для України форм підприємництва об'єктивно обумовлена потребою підприємств у більш гнучких структурних формах, здатних адаптуватися до вимог часу економічної рецесії в реаліях українського ринку.

Спираючись на те, що більше половини усіх угод, що укладаються у процесі формування бізнес-альянсів, припадає на злиття чи поглинання підприємств, аналіз саме такої форми інтеграції підприємств є дуже актуальним. Фінансово-економічна криза, з одного боку, стимулює процеси злиттів та поглинань, і в той же час значно підвищує супутні ризики даних проектів через брак достовірної оціночної інформації. Особливої актуальності набуває питання організації аналітичної роботи, адже досягти поставлених цілей можна при гнучкому підході до процесу реструктуризації.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Прерогатива в наукових пошуках щодо процесів злиття та поглинання належить американським дослідникам, оскільки найбільша активність таких консолідацій спостерігається на ринках США. Основоположниками наукових досліджень операцій злиття та поглинання вважаються П.Гохан, Д.Депамфіліс, П.Моросини, А.Лажу, Ф.Крюгер, Р.Нельсон та інші. Однак, в переважаючій більшості всі процеси розглядаються, виходячи з норм антитрестівського законодавства США, в якому акцент ставиться не на контролі за процесом, а на контролі за наслідками процесу. Серед вітчизняних вчених-економістів увага процесам злиття та поглинання в контексті інтернаціоналізації та міжнародної економічної інтеграції приділяється в роботах І.Бураковського, А.Гальчинського, В.Геєця, Б.Губського, А.Кредісова, С.Мочерного, О.Мозгового та багатьох інших.

Метою статті є визначення основних тенденцій розвитку вітчизняного ринку злиття та поглинань і дослідження діяльності інвесторів на ньому.

Виклад основного матеріалу. Злиття і поглинання (Mergers & Acquisitions, далі М&А) є операціями, які разом з переходом прав власності мають на увазі, перш за все, зміну контролю над підприємством. Отже придбання незначних, в тому числі орієнтованих виключно на здобуття спекулятивного доходу, пакетів акцій приватними особами та інституційними інвесторами – портфельні інвестиції – до них не відноситься. Поняття поглинання охоплює придбання всього підприємства, окремих його частин, а також стратегічну участь в капіталі. Злиття – це особлива форма поглинання, при якій компанія, що продається, позбавляється юридичної самостійності.

Залежно від цілей і способів розрізняють „дружнє” і „агресивне” („вороже”) поглинання. У першому випадку між інвестором, який відкрито робить пропозицію про покупку контрольного пакета акцій, і радою директорів компанії, котру планується придбати, укладається угода. Її умови реєструються у відповідних органах державної влади і затверджуються на зборах акціонерів компанії. По-іншому складається ситуація, коли об'єкт поглинання намагається чинити спротив. Інвестори у таких випадках апелюють безпосередньо до акціонерів, надсилаючи їм листи або розміщуючи оголошення в пресі. Паралельно компанія починає скуповувати акції об'єкта поглинання на відкритому ринку. Така боротьба в разі підвищує ціни на акції об'єкта поглинання. Однак, такий сценарій розвитку подій можливий за умови, що акції компанії розпорошені, а контролююча група володіє їх невеликим пакетом.

У світовій практиці для протидії агресивним інвесторам розроблено ряд заходів, які отримали назву „засоби відлякування акул”. Зокрема, в контрактах, які укладаються при прийнятті на роботу з топ-менеджерами компанії, може бути прописано, що при їх звільненні через поглинання бізнесу іншою компанією остання зобов'язана сплатити кожному високі бонуси. Це робить процес поглинання економічно не вигідним. Такі контракти називаються сьогодні „золотими парашутами”. Ще одним цікавим способом захисту від недружніх поглинань є реструктуризація активів. Так, об'єкт поглинання, відчувши реальну загрозу своєму існуванню, починає купувати активи, не потрібні агресору. Ситуація може розвиватися і по-іншому – компанія швидко розпродает активи, заради яких, власне, агресори і намітили поглинання.

Економісти називають цей процес продажем „діамантів корони”. Як відомо, найкращий спосіб захисту – атака. За наявності необхідних ресурсів об’єкт поглинання, аби захиститися, скуповує на відкритому ринку акції агресора. Цей крок значно послаблює могутність останнього [1].

Злиття та поглинання можуть мати різні організаційні форми. Якщо „зливаються” фірми однієї галузі, таку форму об’єднання називають горизонтальною. Коли компанія-покупець розширює свою діяльність, об’єднуючи під одним центром управління усі виробничі стадії, говорять про вертикальну організаційну форму. У випадку об’єднання компаній, що працюють у різних, не пов’язаних між собою, галузях, йдеться про конгломератну форму злиття.

Під час економічної кризи консолідований (корпоративний) бізнес має низку економічних і фінансових переваг – об’єднані компанії мають більше шансів пережити ці буремні часи. Крім того, національний бізнес і організаційно, і фінансово є достатньо політизованим. Цей факт продовжуватиме стимулювати процес зростання корпоративних об’єднань, якими можна управляти з єдиного центру.

На початку 2008 року прогнози ринку M&A України виглядали більш ніж оптимістично, однак криза ліквідності на світових фінансових ринках загострила деякі специфічні проблеми та спричинила якісні ринкові зміни. За даним аналітичної групи M&A-Intelligence журналу «Слияния и Поглощения» у порівнянні з рекордним показником 2007 року, що сягнув 21,49 млрд дол., обсяг ринку M&A в Україні за 2008 рік скоротився майже в 6 разів – до 3,7 млрд дол. [2].

Основні причини такого падіння:

- нестача доступних кредитних ресурсів для проведення угод, яка зумовлена поглибленням світової кризи ліквідності;
- зниження загальної кількості угод щодо контрольних пакетів підприємств;
- відмова або пролонгація термінів угоди у зв’язку із проблемами щодо справедливої оцінки активів;
- зниження вартості багатьох об’єктів для придбання нижче рівня 5 млн дол.

Також журнал «Слияния и Поглощения» підбив підсумки 2008 року і склав рейтинг найбільших угод на українському ринку злиття і поглинання. Абсолютним лідером року став фінансовий сектор. У ньому відбулося 8 угод на загальну суму 1,92 млрд дол. Основний внесок у загальний обсяг угод у фінансовому секторі зробили дві мегаугоди на загальну суму 1,83 млрд дол. Найбільша угода M&A за участю української компанії – купівля російським «Внешэкономбанком» (ВЭБ) у тандемі з австрійською Slav AG «Промінвестбанку». Друга за вартістю угода – придбання 100% акцій ВАТ «Правекс-банку» італійським Intesa Sanpaolo S.p.A за 750 млн дол.

Металургія стала другою галуззю за сумою угод M&A – дві транзакції разом дали 590 млн дол. Це відбулося практично завдяки одній мегагоді вартістю 550 млн дол., що була завершена у квітні 2008 року, ще до початку активної стадії кризи, відзначають аналітики M&A-Intelligence. Інвестиційною компанією «МирИнвест» і міжнародним трейдером Stencor UK, Ltd. було придбано 100% акцій ЗАТ «Міні-металургійний завод «ІСТІЛ (Україна)» у Захура Мохаммада й Metalrussia Investment.

Третій лідер – традиційно один із найбільш активних на українському ринку злиття і поглинання – харчова промисловість: у ній було завершено найбільше (13) транзакцій у сумарному обсязі 575 млн дол. Ця галузь, що займає одну з провідних позицій в економіці України, не вирізняється тектонічними мегаугодами, але традиційно входить до трійки лідерів за кількістю угод злиття і поглинання [3].

Спробуємо проаналізувати, куди ж насправді рухається український ринок злиттів та поглинань. Серед причин зазначеної стагнації ринку M&A України можна виділити три основні:

1. Гострий дефіцит фінансових ресурсів. Протягом останніх років, в умовах стабільного припливу валютних ресурсів з-за кордону, українські підприємці звикли до доступних і порівняно дешевих кредитних грошей, які давали їм змогу економити дорогий власний капітал та користуватися ефектом фінансового важеля. Саме тому, а також через відсутність активних дій держави щодо підтримки ліквідності секторів реальної економіки, перекриття потоків кредитних ресурсів стало справжнім шоком для підприємців.

2. Падіння дохідності бізнесу через скорочення платоспроможного попиту у зв’язку з ростом безробіття і, відповідно, падіння продажів.

3. Невизначеність щодо розвитку ситуації в майбутньому. Події останнього року суттєво знизили довіру до будь-яких економічних прогнозів та рейтингів, які довели свою неспроможність. Як ілюстрацію можна привести той факт, що американські банки Lehman Brothers, Merrill Lynch, Washington Mutual та інші до недавнього часу користувалися повною довірою рейтингових агентств. Доля їх загальновідома.

Перелічені фактори суттєво підняли ризикованість за інвестиційними проектами практично в усіх галузях (особливої гостроти ці процеси набули у фінансовому секторі, ритейлі та девелоперському бізнесі). Українські підприємці зайняли вичікувальну позицію, призупинивши більшість програм оновлення та розширення виробництва, зосередившись на боротьбі з наслідками кризи. Процеси M&A також завили.

Однак, така ситуація має і зворотній бік – появу у численних власників бізнес-одиниць стимулу до їх продажу, і, відповідно, суттєве здешевлення активів. Криза завдала сильного удару по поточній дохідності багатьох українських підприємств і поставила їх власників у таке положення, коли продаж бізнесу (або хоча б його частки) залишається фактично єдиним способом залучення інвестицій, необхідних

для виживання на ринку.

Така ситуація не нова. Візьмо для прикладу світову економічну кризу 1970-х років, початок якій поклато суттєве підвищення у 1973 році країнами ОПЕК цін на нафту через війну Ізраїлю з Сирією та Єгиптом. Енергетична криза потягнула за собою девальвацію долара та серйозний економічний спад, що супроводжувався скороченням промислового виробництва, падінням капіталізації акціонерних компаній, масовим безробіттям та дефіцитом кредитних ресурсів. У контексті даної статті для нас найбільш цікавим є ще один наслідок кризи – масові банкрутства підприємств. Число банкрутств у 1974 році, у порівнянні з передкризовим 1973, зросло в США на 6%, в Японії на 42%, у ФРН на 40%, у Великобританії на 47% та у Франції на 27%. Масові банкрутства у поєднанні з падінням доходності бізнесу та дефіцитом фінансових ресурсів спричинили появу на ринку великої кількості порівняно дешевих активів. А це, у свою чергу, стало одним з поштовхів до цілої хвилі злиттів та поглинань у світовому масштабі.

На думку спадає стара та банальна інвестиційна мудрість – “Купуй дешево, продавай дорожче”. Криза пропонує рішучому та фінансово стійкому стратегічному інвестору спокусливу можливість – спрямувати фінансові ресурси, вивільнені внаслідок згорання інвестиційних програм, на екстенсивне розширення свого бізнесу через придбання ослаблених конкурентів чи постачальників. Під стратегічним інвестором на увазі мається такий інвестор, який зацікавлений у придбанні контрольного інтересу у бізнесі-об’єкті інвестування з метою подальшого управління ним без припинення операційної діяльності об’єкта. На противагу стратегічному, фінансовий інвестор через придбання часткових інтересів у бізнесі має на меті здобуття економічної вигоди шляхом отримання дивідендів або спекулятивного перепродажу придбанної частки.

Отже, бачимо аналогію з кризою 70-х років. Втім, схожі паралелі можна сміливо проводити з будь-якою економічною кризою ХХ століття. Загалом, одним з невід’ємних наслідків системних криз в економіці є поява сприятливих можливостей до перерозподілу власності. Таким чином, незважаючи на обережні прогнози експертів, маємо усі підстави найближчим часом очікувати інтенсифікації на вітчизняному ринку М&А. І справді, фінансові ресурси повністю вичерпалися далеко не в усіх гравців ринку, а дешеві активи можуть виявитися гарною інвестицією. При цьому, найбільшій активності слід очікувати у секторі малих та середніх підприємств. Угоди цього сектору набагато дешевші, до того ж такі компанії в довгостроковій перспективі обачніше, ніж великі компанії, підходили до політики запозичень, ліквідності та оцінки ризиків в цілому. Поглинання відбувається за рахунок власних засобів, тобто через емісію додаткових акцій. Також цей процес може здійснюватися за рахунок кредитних коштів, коли активи компанії, що купується, виступають забезпеченням позики, на яку купуються все нові й нові акції компанії, що поглинається. Погашення кредитів йде за рахунок доходів придбанної компанії. Отримати економічну вигоду після злиття чи поглинання можна, якщо новоутворена структура матиме більшу ринкову вартість, ніж мали компанії до об’єднання.

Ключовим поняттям у процедурі злиття та поглинання є вартість бізнес-одиниці, що продається. Сьогодні багато фірм продаються за ціною в рази нижчою за їхню балансову вартість. Вартість придбання об’єкта М&А – це результат переговорного процесу, який є своєрідним інформаційним поєдинком між двома противниками – продавцем та покупцем. Перемогу в такому поєдинку, тобто позитивний економічний ефект, здобуде та сторона, яка найточніше ідентифікує свої можливості та можливості противника. Проте, привабливість М&А полягає ще й у тому, що виграш від угоди, за певних умов, можуть отримати навіть обидві сторони. Ціною питання є діапазон між мінімальною вартістю, за яку власник готовий продати свою бізнес-одиницю, і максимальною, яка є прийнятною для інвестора. У даному випадку у якості мінімального орієнтиру виступатиме ринкова вартість, тобто сума, за яку бізнес-одиниця може перейти з рук у руки при умові, що продавець та покупець діятимуть із знанням справи, розсудливо та без примусу.

Поєднавши об’єкт злиття (поглинання) з уже належними йому активами, стратегічний інвестор має можливість за рахунок синергетичного ефекту створити певну додаткову вартість, яка забезпечить йому позитивний економічний ефект від злиття (поглинання). Відповідно, такий інвестор може мати економічно-обґрунтовану мотивацію заплатити за об’єкт угоди ціну, що перевищує його ринкову вартість для фінансового інвестора.

Чим більшого синергетичного ефекту очікує інвестор, тим більші витрати він може понести на придбання бізнес-одиниці, яка його цікавить. Максимальним ціновим орієнтиром для інвестора є така ціна об’єкта М&А, при сплаті якої чиста теперішня вартість за даним проектом дорівнюватиме нулю, тобто приведені інвестиції у проект (у тому числі на придбання об’єкта) за обсягом будуть рівними приведеним доходам. Придбання цільової бізнес-одиниці за ціною, вищою за максимальну, є для інвестора неприйнятним, оскільки у такому випадку він отримуватиме від’ємний економічний ефект. Користуючись оціночною термінологією, така максимальна ціна може бути ідентифікована як сума ринкової вартості та максимальної синергетичної вартості.

Висновки. Основний позитивний аспект рецесії, який стосується угод щодо злиттів та поглинань полягає в тому, що під час кризи не потрібно пояснювати, чому компанії повинні змінюватися. А отже зникає найбільший гальмівний фактор, який діє у часи процвітання — люди більше не чинять спротиву

змінам. Загальна структура економіки постійно змінюється завдяки процесам реструктуризації, які доводять, що злиття та поглинання — це не лише спосіб збільшити частку на ринку та наростити капіталізацію своєї компанії, але й дієвий інструмент у боротьбі з кризою.

Література

1. Нікбахт Е., Гропеллі А. Фінанси: Пер. з англ. В.Ф. Овсієнка. – Київ: Основи, 1993. – 383 с.
2. <http://rating.rbc.ru>
3. <http://www.pmsbu.com.ua>

Надійшла 16.11.2009

УДК 338.3

Т. В. ДОНЧЕНКО

Хмельницький національний університет

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ МЕХАНІЗМУ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВОЮ СТІЙКІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА

В статті розглянуто основні наукові підходи щодо визначення сутності понять фінансова стійкість і механізм управління підприємством, запропоновано трактування поняття механізм управління фінансовою стійкістю підприємства та визначено основні етапи процесу його формування.

The article considers the basic scientific approaches to the economic contents of the notions of financial stability, mechanism of enterprise management. Offered interpretations of the concept of the mechanism of financial stability enterprise management and main stages of the process of its formation.

Ключові слова: стійкість, фінансова стійкість, управління, механізм управління підприємством, управління фінансовою стійкістю.

Актуальність дослідження. В сучасних умовах господарювання, особливо за умов фінансової кризи та соціально-політичної нестабільності перед підприємствами стоїть складна задача забезпечення їх сталого та ефективного функціонування. Проте не лише вплив факторів зовнішнього середовища негативно впливає на діяльність підприємств, а й відсутність ефективного механізму управління фінансовою безпекою та забезпечення відповідного рівня фінансової стійкості підприємств, які б могли протистояти постійним змінам в умовах господарювання. Визначення основних складових механізму управління фінансовою стійкістю підприємства відноситься до числа найбільш важливих і актуальних на сьогодні проблем, оскільки недостатність фінансової стійкості може призвести до неплатоспроможності підприємства, руйнування стратегічного потенціалу та загрози його фінансовій безпеці.

Умовою стійкого розвитку підприємства в цілому є його ефективна господарська діяльність, спрямована на забезпечення власного виживання, стабільності, розвитку й наближення до визначених цілей. Таким чином одним з основних чинників стійкого розвитку підприємства повинен стати механізм, який би відслідковував виконання поставлених завдань у довгостроковій перспективі.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Основні аспекти визначення та аналізу фінансової стійкості підприємства досліджувались зарубіжними науковцями, серед яких Е. Альтман, Е.Дж. Долан, Дж. К. Ван Хорн, І. Бланк, В.В. Іванов, Є.І. Уткін та ін. Широкий спектр питань щодо управління фінансовою стійкістю підприємства та розробки підходів до оцінки фінансової безпеки розкрито в працях вітчизняних науковців, серед яких О.І. Барановський, В.О. Василенко, О.Д. Заруба, А.М. Поддєрьогін, С.В. Мішина [2], Г.В. Савицька [5] та ін. Проте на сьогодні і досі залишаються актуальними питання своєчасного виявлення позитивних і негативних чинників, які впливають на фінансово-господарську діяльність підприємства та його конкурентоспроможність, а також формування ефективних систем фінансового планування та стратегічного управління ним.

Мета статті є удосконалення системи управління фінансовою стійкістю через уточнення понятійного апарату та визначення процесу і основних елементів механізму управління фінансовою стійкістю підприємства.

Виклад основного матеріалу. Важливою передумовою забезпечення фінансової безпеки підприємства є якісний фінансовий менеджмент, що являє собою систему, яка складається з комплексу дій, принципів, методів розробки та реалізації управлінських рішень. Ефективне фінансове управління дозволяє формувати ресурсний, виробничий, фінансовий, кадровий, технологічний, інноваційний потенціал та забезпечувати необхідний рівень кредитоспроможності підприємства і стабільний економічний розвиток в стратегічній перспективі.

Сучасний етап розвитку підприємства характеризується негативним впливом значної кількості чинників, серед яких нестабільність податкового і регуляторного законодавства, інфляційні процеси, недоступність кредитних ресурсів, посилення конкуренції, невизначеність та низький рівень капіталізації