

РОЗДІЛ 6. ГРОШІ, ФІНАНСИ І КРЕДИТ

РИНОК ЗЛИТТІВ І ПОГЛИНАНЬ В УКРАЇНІ: ТЕНДЕНЦІЇ ТА ПРОБЛЕМИ

MARKET OF MERGERS AND ACQUISITIONS IN UKRAINE: TRENDS AND PROBLEMS

У статті уточнено сутність операцій злиття і поглинань як форми інтеграційних процесів. Проаналізовано мотиви для ініціювання процесу злиття чи поглинання. Розглянуто класифікацію видів злиттів компаній. Проведено аналіз стану розвитку українського ринку M&A, виявлено позитивну динаміку кількості та вартості угод, проаналізовано їх розподіл у галузевому розрізі. Звернено увагу на істотне зростання обсягів угод M&A у галузі програмного забезпечення, в електронних галузях та у галузях інтенсивної обробки даних. Названо перешкоди на шляху формування інвестиційної привабливості українського ринку. Серед проблем розвитку вітчизняного ринку M&A основними визначені нерозвиненість фондового ринку; значну частку недружніх поглинань, тійових угод і рейдерських захоплень бізнес-активів; низький розвиток ділової культури та етики; недостатнє використання таких механізмів фінансування угод, як IPO та LBO-фінансування. Окреслено основні напрями активізації процесів M&A на українському ринку.

Ключові слова: злиття, поглинання, угода, інтеграційні процеси, фондовий ринок, ринок IPO.

The purpose of the article is to study the current state, features and problems of the development of the market of mergers and acquisitions in Ukraine. The urgency of considering this topic is due to the importance for Ukrainian companies of participating in the processes of mergers and acquisitions, which gives the opportunity to expand the scope of activities, increase profitability, penetrate new markets, and reach a qualitatively new level of development. The essence of mergers and acquisitions as a form of integration processes has been specified. Motives for initiating the process of merger or acquisition are analyzed. The classification of types of mergers of companies is considered. An analysis of the state of development of the Ukrainian M&A market for the period 2017–2021 was carried out, positive dynamics of the number and value of deals were revealed. The distribution of M&A deals by industry was analyzed. The most attractive sectors of the Ukrainian economy from the point of view of conducting mergers and acquisitions were identified: IT and telecommunications, agriculture, food industry, mining industry. Attention was drawn to the significant growth of M&A deals in software, electronic and data-intensive industries due to the impact of the COVID-19 pandemic on increased Internet activity. It was concluded that the most active participants in the Ukrainian M&A market are European investors, investors from the Middle East and North America. Obstacles to the formation of investment attractiveness of the Ukrainian market are named, in particular: high tax pressure; lack of stimulating function of taxes; high currency risks and currency restrictions; ineffective system of protection of private property rights. Among the problems of the development of the domestic M&A market, the following are identified as the main ones: underdevelopment of the stock market; a significant share of unfriendly takeovers, shady deals and raiding of business assets; a high share of insiders among shareholders; low development of business culture and ethics; insufficient use of mechanisms for financing deals, such as IPO and LBO financing; lack of transparency and availability of information about concluded agreements. The main directions of activation of M&A processes on the Ukrainian market are outlined.

Key words: merger, takeover, agreement, integration processes, stock market, IPO market.

УДК 334:78

DOI: <https://doi.org/10.32843/bses.75-14>

Луньова Т.С.

к.е.н., доцент кафедри економіки та менеджменту зовнішньоекономічної діяльності Національна академія статистики, обліку та аудиту

Lunova Tetiana

National Academy of Statistics, Accounting and Audit

Постановка проблеми. В сучасних умовах розвитку глобалізаційних процесів, посилення конкуренції на ринках спостерігається збільшення кількості поглинань конкурентів або об'єднання з ними з метою підвищення рівня конкурентоспроможності та розширення ринкової частки.

Для українських компаній участь в процесах злиттів та поглинань є можливістю розширення масштабів діяльності, підвищення прибутковості, проникнення на нові ринки, виходу «на якісно новий рівень розвитку» [1, с. 108]. Проте динаміка цих процесів на вітчизняному ринку є невисокою, що обумовлено наявністю низки проблем, які потребують вирішення.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженням теоретичних основ та практичних

аспектів розвитку ринку злиттів і поглинань в Україні присвячені наукові праці таких дослідників, як Т. Гамма, Р. Дрожанський, Г. Єгорова, А. Іванов, В. Кравчук, І. Максименко, М. Табахарнюк, Р. Шевченко-Перепьолкіна. Водночас, потребують поглибленого дослідження сучасні проблеми ринку з метою окреслення основних напрямів активізації процесів M&A на вітчизняному ринку.

Постановка завдання. Мета статті полягає в дослідженні сучасного стану, особливостей та проблем розвитку ринку злиттів та поглинань в Україні.

Виклад основного матеріалу дослідження. На сучасному етапі розвитку національної економіки поступовий розвиток в Україні отримують угоди злиття та поглинання (Mergers&Acquisitions,

M&A), які є інструментами розширення діяльності компаній, зміцнення їх позицій на ринку, освоєння нових ринків збуту.

Під терміном «злиття» у більшості випадків розуміють «об'єднання двох або більше господарюючих суб'єктів, в результаті якого утворюється нова, об'єднана економічна одиниця» [2, с. 44]. Поглинання – це «придбання контрольного пакету акцій однієї компанії іншою, що зазвичай має примусовий характер, за якого поглинаюча структура зберігається і до неї переходять активи і зобов'язання юридичних осіб, що поглинаються» [3, с. 87].

Результати угод M&A мають неоднозначний характер: для бізнесу вони, як правило, приносять позитивні наслідки внаслідок розширення ринкової влади та створення монополій, а для добробуту суспільства – не завжди, враховуючи переважання негативних рис монополізації.

Існує багато мотивів для ініціювання процесу злиття чи поглинання. Так, ініціатором угоди може бути як компанія-покупець, яка з різних причин розглядає можливі цілі для поглинання, так і компанія-продавець, яка може бути виставлена на продаж через складне фінансове становище, високу конкуренцію в галузі та інші причини, що підштовхнули власників до думки, що їхня компанія не має перспектив, працюючи самостійно.

Для власників, які мають на меті продати свій бізнес, основним мотивом є отримання максимальної суми коштів за компанію, яку вони не планують розвивати надалі. Для тих власників, які хочуть продати лише частку свого бізнесу, причин може бути декілька:

- вихід з бізнесу одного з власників тоді, коли решта хочуть залишити свої частки;
 - залучення коштів на розвиток компанії шляхом збільшення статутного капіталу;
 - взаємовигідний альянс з компанією, яка у разі потреби може надати підтримку та захист;
 - продаж частки стратегічному інвестору з планами продажу всієї компанії у майбутньому.
- Окремими причинами угод злиття і поглинання можуть бути мотиви керівництва, зокрема:
- « –використання особистих навиків управління для розвитку іншого бізнесу;
 - диверсифікація галузевих ризиків і зменшення можливості бути поглинутим іншою компанією;
 - збільшення розмірів компанії заради збільшення влади і визнання;
 - фінансові вигоди (у разі, якщо винагорода менеджменту пов'язана з показниками вартості компанії)» [4, с. 152].

Існують різноманітні класифікаційні види злиття компаній. Зокрема, залежно від характеру інтеграції компаній виділяють такі їх види:

« –горизонтальне злиття – об'єднання компаній однієї галузі, що виробляють один і той же виріб або здійснюють одні й ті ж стадії виробництва;

– вертикальні злиття – об'єднання компаній різних галузей, пов'язаних технологічним процесом виробництва готового продукту;

– родові злиття – об'єднання компаній, що випускають взаємопов'язані товари;

– конгломератні злиття – об'єднання компаній різних галузей без наявності виробничої спільності» [5].

Залежно від національної приналежності поєднаних компаній можна виділити два види злиттів компаній: національні злиття (об'єднання компаній, що знаходяться в рамках однієї держави) та транснаціональні злиття (злиття компаній, що знаходяться в різних країнах, придбання компаній в інших країнах).

Залежно від відносини управлінського персоналу компаній до угоди по злиттю можна виділити: дружні злиття (злиття, при яких керівний склад та акціонери компаній підтримують дану угоду); ворожі злиття – (злиття, при яких керівний склад цільової компанії не згодний з угодою).

Найпоширенішим і найпрозорішим способом злиття компаній, звичайно, можна назвати купівлю акцій (корпоративних прав) підприємства, що придбавається. Така купівля може здійснюватися як безпосередньо центральною компанією групи-інвестора, або ж так званою «спеціальною юридичною особою» (special purpose vehicle).

В Україні відбувається поступовий розвиток ринку M&A, незважаючи на складну політичну та економічну ситуацію в країні (рис. 1).

У 2021 р. було укладено 119 угод M&A, що на 45% більше, ніж у 2020 р. Порівняно із 2017 р., кількість угод збільшилась на 77,6%. Сукупний обсяг склав у 2021 р. 2,7 млрд. дол., що більше значення цього показника у 2020 р. у 2,3 раза [6].

В структурі ринку вітчизняні M&A угоди становлять 55% від вартості та 62% від обсягу угод [7]. Найбільшою угодою 2020 р. (110 млн. дол.) було придбання ТОВ «Єврожитлогруп» компанією Dragon. Вартість найбільшої угоди 2021 р. (400 млн. дол.) – це сума придбання акцій ПАТ «Іванофранківськцемент» азербайджанською компанією NEQSOL Holding.

Розподіл угод M&A в галузевому розрізі у 2021 р. наведено в табл. 1.

Отже, у 2021 р. найбільш привабливими з точки зору здійснення операцій злиттів і поглинань були такі сфери, як ІТ та телекомунікації, сільське господарство, харчова промисловість та добувна промисловість.

Іноземні інвестори надають перевагу таким секторам української економіки, як інновації та технології, сільське господарство, транспорт та інфраструктура. Найактивнішими учасниками українського ринку M&A є європейські інвестори, інвестори з Близького Сходу та Північної Америки. Зокрема, у 2020 році «на Європу (135 млн дол. США,

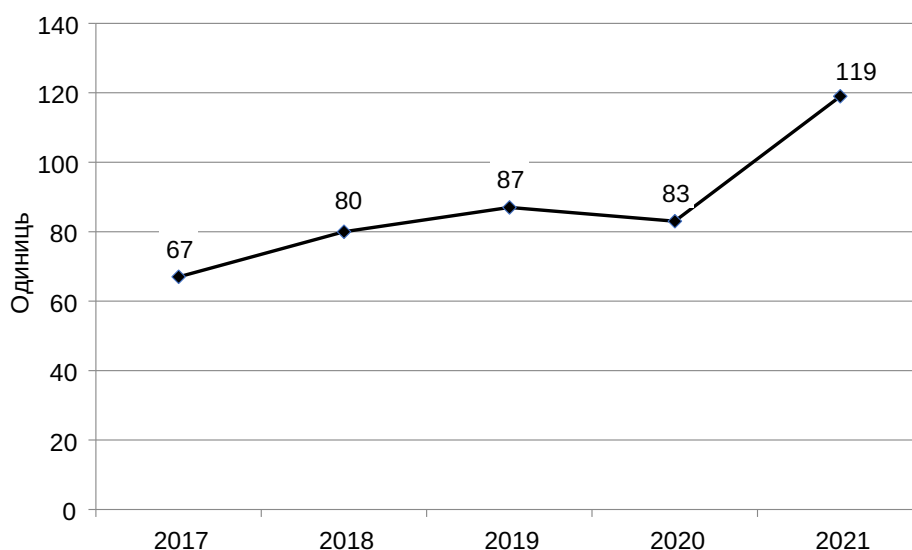


Рис. 1. Кількість угод на українському ринку M&A за період 2017–2021 рр., одиниць

Джерело: побудовано за [3; 6]

Таблиця 1

Угоди M&A в Україні в 2021 р. в галузевому розрізі

Сектор	Кількість угод, одиниць	Сума угод, млн. дол.
ІТ та телекомунікації	36	813
Будівництво та нерухомість	6	650
Металургія	1	340
Сільське господарство	19	234
Фінансова діяльність	8	109
Добувна промисловість	10	124
Харчова промисловість	14	58
Транспорт та складське господарство	8	34
Інші	17	384
Всього	119	2746

Джерело: [6]

14 транзакцій), Близький Схід (130 млн дол. США, одна транзакція) та Північну Америку

(70 млн дол. США, вісім транзакцій) припадало 83% від вартості всіх угод з придбання українських активів іноземними інвесторами та 92% обсягу всіх таких угод» [7].

Слід зазначити про зростання обсягів угод M&A у галузі програмного забезпечення, в електронних галузях (наприклад, електронна торгівля, електронні платежі, електронне навчання, електронні ігри та електронна система охорони здоров'я) та у галузях інтенсивної обробки даних, що пов'язано із впливом пандемії COVID-19 на підвищення активності в Інтернет.

У 2020 р. лідером у вітчизняних угодах M&A став сектор «Інновації та технології», в якому було здійснено 13 угод на загальну суму 184 млн. дол. [7]. Дев'ять угод із тринадцяти були укладені іноземними фондами прямих інвестицій та венчур-

ного капіталу, розташованими у Північній Америці та Європі. Найбільшою угодою стало залучення коштів компанією Restream на суму 50 млн дол. Серед інших значних угод у цьому секторі можна виділити наступні [7]:

- придбання американською компанією Quadient YauPay, SaaS платформи дебіторської заборгованості в Україні (20 млн. дол.);
- інвестування Лондонського фонду венчурного капіталу Hoxton Ventures 10 млн. дол. у Preply.com (бізнес з головним офісом у США, який забезпечує клієнтів послугами викладачів іноземних мов);
- інвестування Chernovetskyi Investment Group 6 млн. дол. у Zakaz.ua (компанію, яка надає послуги з доставки продуктів з великих українських супермаркетів).

Певними перешкодами на шляху формування інвестиційної привабливості українського ринку варто назвати наступні:

- високий податковий тиск;
- відсутність стимулюючої функції податків, які виконують виключно фіскальну функцію як основне джерело наповнення державного та місцевого бюджетів;

- високі валютні ризики та валютні обмеження, що не стимулюють притік прямих іноземних інвестицій;

- неефективна система захисту прав приватної власності.

Розвиток українського ринку M&A характеризується низкою проблем (рис. 2).

Серед зазначених особливою проблемою на ринку є висока частка недружніх (ворожих) поглинань. Т. М. Гамма називає такі типові методи ворожого поглинання в Україні:

- « – навмисне банкрутство нерентабельних підприємств, в активах якого зацікавлена поглинаюча компанія. Популярним різновидом цього способу є скупка боргів;

- скупка акцій;

- оспорювання прав власності кваліфікованим рейдером, який користується помилками некваліфікованого менеджменту компаній. Ефективність цього способу забезпечується «дружнім» судом» [9, с. 108].

Аналіз наукових джерел, присвячених дослідженню джерел фінансування угод M&A, дав

можливість зробити висновок про те, що в Україні недостатньо використовується такий механізм фінансування злиття компаній як публічна пропозиція акцій (IPO), хоча в аграрному секторі економіки країни цей механізм приніс певні результати. Так, в кінці 2011 року на міжнародний фондовий ринок вийшли 12 українських аграрних компаній, при цьому вони залучили 980,6 млн. дол. через продаж частки акцій, а сукупна їх ринкова вартість сягнула 4884 млн. дол.

Після цього успіху активність українських компаній на міжнародних ринках була зведена до нуля. Основними проблемами та слабкими сторонами українських компаній, що перешкоджають ефективному виходу на IPO, експерти називають наступні:

- « – вимогу з боку вітчизняного законодавства щодо випуску акцій компаній в національній валюті;

- заборону українським законодавством випуску більш ніж 25% акцій за кордоном;

- необхідність відповідності компанії всім вимогам публічної компанії;

- необхідність демонстрації стійкої та перспективної динаміки фінансових показників та інших складових фінансової звітності;

- наявність фінансових ресурсів для проходження всіх етапів підготовки та проведення IPO (5–20% від суми розміщення);

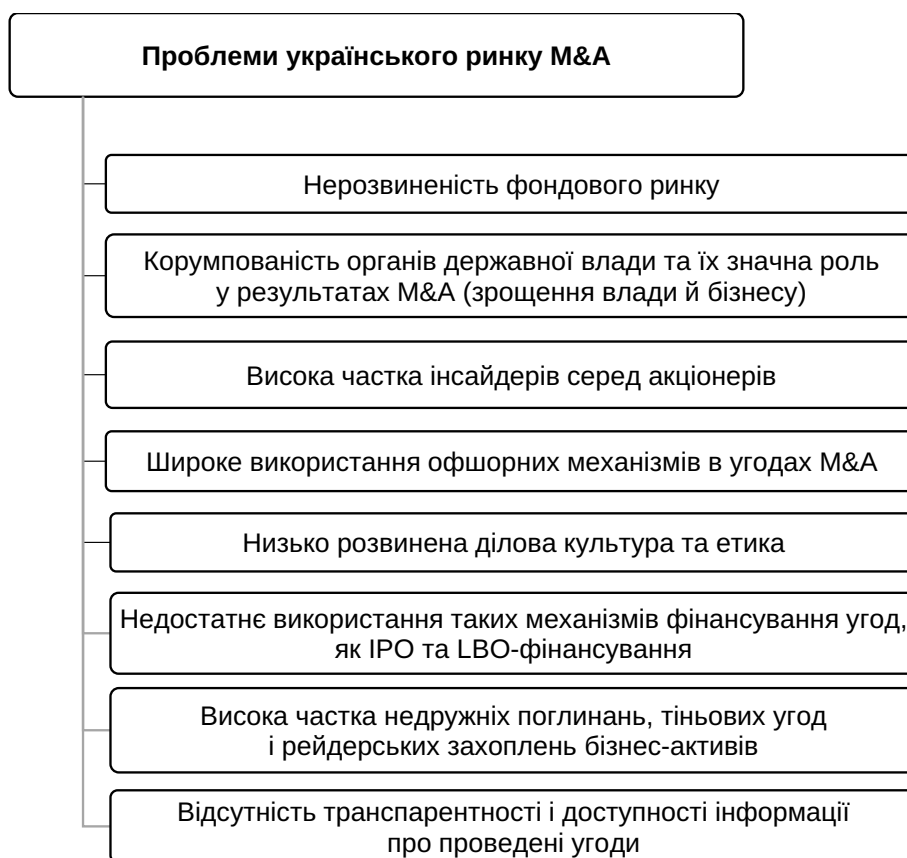


Рис. 2. Проблеми українського ринку M&A

Джерело: побудовано за [3; 8]

– невідповідність положень національного законодавства вимогам іноземних фондових бірж;
– відмінності в бухгалтерській та податковій звітності з іноземними компаніями» [10].

Отже, для активізації процесів M&A на українському ринку, серед інших заходів, необхідно також усунути недоліки та проблеми процесів підготовки і виходу вітчизняних компаній на IPO.

В процесі дослідження нами також зроблено висновок, що на даному етапі розвитку український ринок злиттів та поглинань поки що недостатньо використовує механізми боргового фінансування угод LBO. Угоди Leveraged Buy-Out (LBO) – це викуп компанії-мети з використанням схеми боргового фінансування. При здійсненні такої угоди покупець використовує зовнішнє фінансування (банківські позики, емісію облігацій, інвестиції третьої сторони) для фінансування покупки компанії. Частка зовнішнього фінансування при цьому може досягати 90% ціни компанії, що придбається. Особливість такої угоди полягає в тому, що активи придбаної компанії разом з її грошовим потоком, з одного боку, виступають заставою, з іншого – є джерелом виплати за боргами, що виникли у покупця за підсумками угоди [11, с. 328].

Науковці виділяють такі переваги LBO-фінансування для сучасних українських реалій:

« – відсутність необхідності відволікання додаткових засобів з операційної діяльності компанії;

– диверсифікованість ризиків;

– можливість швидкого розвитку бізнесу при адекватній оцінці ризиків;

– переваги в оподаткуванні, пов'язані з борговим фінансуванням (витрати на сплату відсотків за кредитом зменшують базу оподаткування підприємства);

– відсутність розкриття інформації (у порівнянні із залученням акціонерного капіталу шляхом виходу на біржу або боргового – шляхом розміщення облігаційної позики);

– фіксована ставка за користування кредитом забезпечує високу прибутковість угод» [11, с. 330].

Вагомою проблемою розвитку українського ринку M&A є нерозвиненість фондового ринку та низька частка публічних компаній, що обертаються на ньому, про що протягом тривалого часу зазначають експерти та аналітики. В Україні практично відсутня ефективна система захисту прав корпоративних інвесторів, фактично нерозвиненим є ринок торгівлі корпоративними цінними паперами. Позабіржовий ринок є значно більшим за обсягом, ніж біржовий, що свідчить про присутність диспропорційності секторів. Наявність цих проблем обумовлює необхідність активного реформування системи державного регулювання фондового ринку та стимулювання його розвитку, що дасть можливість активізувати процеси M&A.

Висновки з проведеного дослідження.

На сьогодні злиття та поглинання компаній є дієвим інструментом забезпечення їх ефективної економічної діяльності, засобом підвищення інвестиційної привабливості та збільшення загальної вартості активів за рахунок синергії. Незважаючи на досить широке світове використання угод M&A в корпоративному секторі, український ринок поки що не в змозі ефективно їх використовувати як інструмент антикризового управління й збереження економічного потенціалу компаній через наявні серйозні правові прогалини (перш за все у сфері власності на бізнес-активи), економічні проблеми корпоративного й державного управління, високі політичні й фінансові ризики нестабільної економіки, низьку культуру й етику бізнесу.

Основними напрямками активізації процесів M&A на українському ринку, з нашої точки зору, є наступні: удосконалення законодавства щодо врегулювання порядку злиття і поглинання акціонерних товариств у відповідності до діючої міжнародної практики; впровадження заходів щодо подальшого розвитку фондового ринку, підвищення його капіталізації та прозорості; більш активне стимулювання розвитку ринку IPO, який сприятиме інтеграції економіки країни в систему світових господарських зв'язків, стимулюватиме економічне зростання через залучення інвестицій.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Єгорова Г.А. Злиття та поглинання в Україні: проблеми визначення дефініцій та основні мотиви укладання угод. *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. 2016. Вип. 6(1). С. 105–108.
2. Максименко І.Я. Злиття та поглинання як інструмент інноваційного розвитку: стан та перспективи в Україні. *Економічний вісник Національного гірничого університету*. 2018. № 2. С. 43–50.
3. Іванов А.В. Міжнародні злиття та поглинання у вимірах ефектів від концентрації ринкової влади: дис. ... наук. ступ. докт. філософії; спец. 292: Міжнародні економічні відносини. Вінниця, 2020. 255 с.
4. Табахарнюк М.О. Гра на мільйон: практика злиття та поглинання в Україні. Київ : Київська книжково-журнальна практика, 2012. 304 с.
5. Дрожанський Р. Злиття і поглинання: існуючі схеми та механізми, що розвиваються. URL: <http://legalweekly.com.ua/index.php?id=16061&shownews&newsid=120279>.
6. Ринок M&A України у 2021 році: стриманий оптимізм на фоні зростання. URL: <https://inventure.com.ua/en/analytics/investments/ukrainian-manda-market-in-2021:-restrained-optimism-amid-growth>.
7. Річний звіт KPMG «M&A Radar 2020: Україна». URL: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ua/pdf/2021/04/ma-radar-2020-ukr.pdf>.
8. Кравчук В.О. Особливості процесу злиття та поглинання у міжнародному бізнесі. *Молодий вчений*. 2020. № 10. С. 37–42.

9. Гамма Т.М. Особливості та перспективи розвитку ринку M&A в Україні. *Науковий вісник Мукачівського державного університету. Сер.: Економіка*. 2016. Вип. 1. С. 106–112.

10. Огляд ринку первинного публічного розміщення акцій та перспективи виходу українських компаній на IPO. URL: <https://inventure.com.ua/analytics/articles/oglyad-rinku-pervinnogo-publichnogo-rozmishennya-akcij-ta-perspektivi-vihodu-ukrayinskih-kompanij-na-ipo>.

11. Шевченко-Переполюкіна Р.І. LBO-фінансування угод злиття і поглинання: особливості та перспективи українського ринку. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія»*. 2013. Вип. 23. С. 237–330.

REFERENCES:

1. Yehorova H.A. (2016) Zlyttia ta pohlynannia v Ukraini: problemy vyznachennia defynitsii ta osnovni motyvy ukladannia uhod [Mergers and acquisitions in Ukraine: definitional problems and main motives for concluding agreements]. *Naukovyi visnyk Uzhhorodskoho natsionalnoho universytetu* [Scientific Bulletin of the Uzhhorod National University], vol. 6 (1), pp. 105–108. (in Ukrainian).

2. Maksymenko I.Ya. (2018) Zlyttia ta pohlynannia yak instrument innovatsiinoho rozvytku: stan ta perspektyvy v Ukraini [Mergers and acquisitions as a tool of innovative development: state and prospects in Ukraine]. *Ekonomichnyi visnyk Natsionalnoho hirnychoho universytetu* [Economic Bulletin of the National Mining University], vol. 2, pp.43–50. (in Ukrainian).

3. Ivanov A.V. (2020) Mizhnarodni zlyttia ta pohlynannia u vymirakh effektiv vid kontsentratsii rynkovoї vlady [International mergers and acquisitions in measuring the effects of the concentration of market power]. Abstract of PhD thesis. Vinnytsia. (in Ukrainian)

4. Tabakharniuk M.O. (2012) Hra na milion: praktyka zlyttia ta pohlynannia v Ukraini [Game for a million: the practice of mergers and acquisitions in Ukraine]. Kyiv: Kyivska knyzhkovo-zhurnalna praktyka. (in Ukrainian)

5. Drozhanskiy R. Zlyttia i pohlynannia: isnuichi skhemy ta mekhanizmy, shcho rozvyvaiutsia [Merg-

ers and acquisitions: existing schemes and evolving mechanisms]. Available at: <http://legalweekly.com.ua/index.php?id=16061&show=news&newsid=120279> (in Ukrainian)

6. Rynok M&A Ukrainy u 2021 rotsi: strymanyi optymizm na foni zrostannia [Ukraine's M&A market in 2021: restrained optimism against the background of growth]. Available at: <https://inventure.com.ua/en/analytics/investments/ukrainian-manda-market-in-2021:-restrained-optimism-amid-growth> (in Ukrainian).

7. Richnyi zvit KPMG «M&A Radar 2020: Ukraina» [Annual report of KPMG "M&A Radar 2020: Ukraine"]. Available at: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ua/pdf/2021/04/ma-radar-2020-ukr.pdf>. (in Ukrainian)

8. Kravchuk V.O. (2020) Osoblyvosti protsesu zlyttia ta pohlynannia u mizhnarodnomu biznesi [Peculiarities of the merger and acquisition process in international business]. *Molodyi vchenyi* [A young scientist], vol. 10, pp. 37–42. (in Ukrainian)

9. Hamma T.M. (2016) Osoblyvosti ta perspektyvy rozvytku rynku M&A v Ukraini [Peculiarities and prospects for the development of the M&A market in Ukraine]. *Naukovyi visnyk Mukachivskoho derzhavnoho universytetu. Ser.: Ekonomika* [Scientific Bulletin of Mukachevo State University. Ser.: Economy], no. 1, pp. 106–112. (in Ukrainian)

10. Ohliad rynku pervynnoho publichnogo rozmishchennia aktsii ta perspektyvy vykhodu ukrainskykh kompanii na IPO [Overview of the IPO market and the prospects of Ukrainian companies entering the IPO]. Available at: <https://inventure.com.ua/analytics/articles/oglyad-rinku-pervinnogo-publichnogo-rozmishennya-akcij-ta-perspektivi-vihodu-ukrayinskih-kompanij-na-ipo>. (in Ukrainian)

11. Shevchenko-Perepolkina R.I. (2013) LBO-finanсування uгод zlyttia i pohlynannia: osoblyvosti ta perspektyvy ukrainskoho rynku [LBO financing of merger and acquisition agreements: peculiarities and prospects of the Ukrainian market]. *Naukovi zapysky Natsionalnoho universytetu «Ostrozka akademiia»* [Scientific notes of the National University "Ostroh Academy"], vol. 23, pp. 237–330.