

УДК 658.168

**Македон В. В.,***кандидат економічних наук, доцент кафедри менеджменту Дніпропетровського університету економіки та права*

## **МЕХАНІЗМИ ЗАЛУЧЕННЯ ФІНАНСУВАННЯ ДЛЯ ЗДІЙСНЕННЯ ОПЕРАЦІЙ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАНЬ КОМПАНІЙ**

*У статті розглянуто механізми та схеми фінансування корпоративних угод злиття та поглинань компаній. Виділено найбільш важливі та перспективні схеми та здійснено їх економічну характеристику.*

**Ключові слова:** *процеси злиття та поглинання компаній, метод платежу, боргове фінансування.*

*Mechanisms and charts of financing of corporate agreements of confluences and absorptions of companies are considered in the article. The most essential and perspective charts are selected and their economic description is conducted.*

**Key words:** *mergers and acquisitions processes, method of payments, debt financing.*

**Постановка проблеми.** Початок ХХ сторіччя характеризувався небувалою активністю в області корпоративних злиттів і поглинань. Передумови такої активізації лежать у сфері технологічних та економічних змін. Технологічний прорив в області телекомунікацій, особливо мобільних засобів зв'язку та інтернет-послуг, дерегуляція національних ринків створили принципово нове середовище для ведення бізнесу. Провідним фінансовим експертам і аналітикам важко дати однозначну відповідь щодо причин активізації процесів злиттів і поглинань. Як загальний фон злиттів і поглинань фахівці відзначають процес концентрації капіталу, що продовжується, і зростаючу глобалізацію діяльності компаній, лібералізацію доступу на національні ринки. До недавнього часу, при злиттях і поглинаннях компаній використовувалися достатньо прості методи фінансування. Але з розвитком глобального ринку корпоративного контролю, для фінансування операцій злиттів та поглинань стали використовуватися все більш складні схеми та

методики, у яких значну роль відіграють зовнішні фінансові інститути [3]. Саме ці процеси і зумовлюють актуальність наукових досліджень у цьому напрямі, та визначення основних рис сучасних фінансових схем при корпоративній інтеграції.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** Проблематику фінансування операцій злиття та поглинань досліджує багато вітчизняних та закордонних вчених, таких як: І. Г. Владімірова, С. В. Гвардін, П. Гохан, Ю. В. Пахомов, Н. Б. Рудик. Більшість цих вчених значну увагу приділяють управлінню злиттями та поглинаннями, де фінансування виступає одним з етапів операції. У той самий час, виникає необхідність розглянути цей аспект корпоративних інтеграцій на самостійному рівні.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дослідження є необхідність охарактеризувати та розкрити основні методики та інструменти фінансування операцій злиттів та поглинань та виділити найбільш перспективні та сучасні методики, які зможуть позитивно впливати у майбутньому на ринок корпоративного контролю.

**Виклад основного матеріалу.** На сучасному етапі розвитку міжнародного бізнесу багато операцій реалізується завдяки винахідливим комбінаціям юридичного, фінансового і податкового характеру, накопичення і розповсюдження яких призвело, як до зниження розміру винагород, які одержують інвестиційні банки з покупців, так і до появи можливості у компанії, що володіють незначним власним капіталом, брати участь у процесах поглинань.

Форми оплати операцій поглинання компаній дуже різноманітні. У цих цілях можуть використовуватися практично всі інструменти фінансового ринку: як грошові кошти, так і облігації, аж до різного роду комбінацій цінних паперів. Фінансування операцій, пов'язаних із корпоративними рішеннями про злиття або поглинання компанії, багато в чому визначає те, як буде проведена операція. Вибір джерела і схеми фінансування безпосередньо визначає фінансовий важіль компанії з боку покупця (табл. 1).

Основною проблемою в питанні фінансування операцій злиттів і поглинань залишається питання повернення коштів, які вкладаються. Ця проблема всіх фінансових питань почала привертати більше уваги останнім часом, у зв'язку з невдачами, які все частіше почали відбуватися з подібного роду операціями. На порядок денний вийшли два широко обговорюваних питання, дуже схожих за змістом: як визначити, чи буде створена додаткова вартість внаслідок поглинання, і які чинники можуть призвести до провалу операції?

Таблиця 1

Основні методи платежу при злиттях і поглинаннях компаній [3]

Форма оплати	Інструмент платежу
Готівка	Готівка в обмін на акції
Обмін акціями	Певне число акції компанії-покупця за кожну акцію компанії-мети
Акції з гарантією конвертації в готівку	Акції компанії-покупця, які потім продаються за готівку (як правило інвестиційному банку)
Облігації	Облігації або боргова розписка в обмін на акції
Конвертовані облігації або привілейовані акції	Конвертовані облігації або привілейовані акції конвертовані в прості акції за заздалегідь обумовленим курсом на певний період часу
Відкладений платіж	Частина платежу оплачується після певного періоду часу, залежно від результатів діяльності

Самим учасникам операцій злиттів і поглинань необхідно визначити розмір необхідного фінансування. Для цього слід виділити всі операції з операції та їхня вартість для компанії, а також провести коректування з урахуванням всіх чинників, здатних вплинути на вартість тієї або іншої операції. Щоб визначити розмір необхідного фінансування, потрібно відповісти на три першорядні питання:

1. По-перше, оцінити вартість самої операції придбання бізнесу, включаючи:

- ціну пакета акцій і/або активів компанії, що набуває (у разі оплати грошовими коштами, потрібно чітко представляти які зміни можуть відбутися з грошовим потоком компанії, і який приток коштів може бути згенерований продажем активів компанії);

- обсяг наявних боргів, які мають бути прийняті і сплачені покупцем;

- адміністративні і/або податкові витрати, пов'язані з операцією придбання контрольного пакету акцій;

- витрати, потрібні на консультантів і посередників при проведенні операції (бухгалтери, оцінювачі, інвестиційні банкіри, адвокати) [4, 7].

2. По-друге, оцінити скільки коштів потрібно буде після придбання, для функціонування нової (або об'єднаної) компанії, включаючи:

- потребу в обіговому капіталі на найближчу перспективу;
- платежі на врегулювання судових процедур і виплати за позовами (якщо такі були виявлені на стадії вивчення);
- планові інвестиційні витрати (поточна заміна устаткування).

3. По-третє, оцінка вартості розширення бізнесу після придбання компанії включаючи:

- майбутні капіталовкладення для забезпечення зростання;
- маркетингові витрати (дослідження ринку і його розширення).

Розглянемо основні методи фінансування [3, 9].

Метод платежу з прибутку дуже підходить, якщо компанія-покупець бажає реалізувати надмірні грошові кошти. З погляду акціонерів компанії-мети, пропозиція з грошовими коштами має перевагу у тому, що вона визначається конкретною сумою, і акціонер може або реінвестувати, або використовувати виручені кошти, не зв'язуючись з необхідністю продажу акцій і витратами на здійснення цієї операції. Проте вона має недолік, який полягає у тому, що негайно виникає податкове зобов'язання на прибуток від збільшення капіталу. Коли придбання оплачується з прибутку, ризик, що супроводжує компанію-мету, знижується шляхом пов'язання всього або частини зустрічного задоволення при покупці з прибутками після оцінки. Цей метод застосовується для зниження вартості первинного фінансування за допомогою виплати частини зустрічної вимоги з прибутку [6].

Головною перевагою акціонерних товариств у порівнянні з іншими господарюючими суб'єктами є використання механізму емісії акцій, який дозволяє, з одного боку, швидко сконцентрувати значні фінансові ресурси для реалізації великих інвестиційних проєктів, таких як: злиття або поглинання іншої компанії, з іншого боку, не зв'язувати себе зайвими зобов'язаннями у вигляді позик та кредитів. При цьому інвестори ризикують лише у межах своєї частки у статутному капіталі при погіршенні фінансового стану емітента. Для компанії емітента основними недоліками такого способу фінансування є загроза зустрічного поглинання шляхом скупки акцій агресивно налаштованим інвестором, розмивання капіталу, посилення корпоративного контролю з боку фондового ринку і охочих прийняти участь в управлінні.

Переваги полягають у необов'язковості виплат поточного характеру за всіма типами і різновидами акцій, у можливості проведення гнучкої емісійної політики, за допомогою якої здійснюється контроль за структурою акціонерного капіталу через створення фінансового продукту, що комбінує в одному випуску різні різновиди акцій [2].

Боргове фінансування. Зростання придбань за рахунок позикових коштів отримало новий імпульс у результаті відходу від крупних конгломератів. Багато великих компаній виявляють, що деякі види їх діяльності більше не відповідають їх поточній стратегії, і вони тому всіляко прагнуть заохотити місцеве управління до викупу материнської компанії. Викупи компаній менеджментом зазвичай є викупом за рахунок позикових коштів, оскільки управлінські команди зазвичай не мають у своєму розпорядженні необхідні ресурси. Проте як команда, яка зібралася, щоб вивести акціонерів материнської або інших компаній, не завжди виступає управління компанії, що купується. Різні зовнішні групи інвестиційних банків, власники ризикового капіталу і фахівці у певній галузі можуть об'єднатися для викупу компанії. Зазвичай ця операція ґрунтується на упевненості в тому, що її учасники зможуть значно поліпшити показники компанії і нагромадити таким чином, кошти, достатні для погашення боргу, який утворився при придбанні компанії. Цей тип операцій іноді називається покупкою під керівників.

Статистика показує, що показник невдач у придбаннях за рахунок позикових коштів становить приблизно одну п'ятнадцяту. Тому, незважаючи на те, що зазвичай ці операції виявляються успішними, за своєю природою придбання за рахунок позикових коштів несе у собі великий ступінь ризику, ніж звичайні поглинання, що фінансуються традиційною комбінацією позикового і власного акціонерного капіталу [4].

Основним мотивом для “викупу з використанням позикових коштів” є віра ініціаторів у можливість значного підвищення ринкової вартості компанії внаслідок реструктуризації, перегляду ринкової стратегії, значного зростання операційної ефективності. Після належних перетворень і підвищення вартості компанії власники можуть продати свою частку. Надзвичайно високий дохід на вкладений капітал для ініціаторів “викупу з використанням позикових коштів” у разі успіху можна пояснити саме використанням позикових коштів для фінансування операції.

При викупі компанії її менеджментом, зазвичай присутня деяка підтримка з боку власників капіталу, готових піти на ризик, і інвестиційних банків. Щоб мати які-небудь шанси на успіх при викупі компанії менеджментом (за рахунок позикових засобів), необхідна наявність всіх або деяких з таких умов:

- надійний стабільний прибуток у попередні періоди;
- передбачений потік грошових коштів;

- міцна перевірена команда управління;
- певна ніша на ринку;
- надійна заставна база з активів як основних, так і обігових;
- вона не має бути дуже капіталомісткою;
- вона не повинна вимагати ніяких значних інвестицій у капітал і інфраструктуру у найближчому майбутньому;
- вона не повинна рости дуже швидко;
- вона повинна мати визначний потенціал зростання прибутку і потоку грошових коштів [5, 8].

Як правило, в ролі кредитора виступають банки або професійні спеціалізовані фонди, що часто об'єднуються в пули. Але бувають і винятки. Продавці можуть допомогти продажу своєї компанії, погодившись на оплату операції цінними паперами.

Покупці часто вважають за краще залучити якнайбільше позикових коштів, для фінансування операцій злиттів і поглинань компаній. Однією з основних переваг використання боргового фінансування, замість пайового, є, звичайно, податкової вигоди. Виникають процентні платежі з боргу, у той самий час у цьому варіанті відсутні виплати дивідендів за акціями (об'єднаній компанії).

Проте факт у тому що, коли у національній економіці спостерігається спад, або виникає несподівана криза, позиція позичальника може бути украй не вигідною. Перш ніж погоджуватися на боргове фінансування операції злиття або поглинання, покупці компанії повинні визначити, на скільки ж це буде дорожче. Можна запропонувати деякі рекомендації для покупців компаній, які необхідно використовувати, для того, щоб упевнитися в тому, що вони не запозичують більше того, ніж вони зможуть безболісно повернути. Існують фінансові коефіцієнти, що дозволяють покупцям уникнути труднощів.

Найширше використовується коефіцієнт "покриття" відсотка. Формула для його обчислення така:

*коефіцієнт*

$$\text{покриття} = \frac{\text{Дохід до сплати процентів та податків}}{\text{Відсотки які підлягають виплаті}} \quad (1)$$

*відсотків*

Цей коефіцієнт служить також індикатором здатності компанії брати додаткові запозичення. Кредитори дотримуються думки, що дохід до виплати відсотків і податків має бути у декілька разів більше, ніж відсотки, що підлягають виплаті, оскільки вони розраховуються до віднімання податків з прибутку компанії. Деякі контракти боргового фінансування містять вимогу певного значення коефіцієнта "покриття" відсотка.

По-друге, необхідно упевнитися в тому, що у довгостроковому плані грошовий потік компанії стабільний. При використанні компанією термінових кредитів, вільний грошовий потік здатний показати платоспроможність компанії. Для цього використовується коефіцієнт покриття боргу:

$$\text{коефіцієнт покриття} = \frac{\text{вільний потік грошових коштів}}{\text{відсотки які підлягають виплаті} + \text{основна сума боргу}} \quad (2)$$

*боргу*

Проте треба визнати помилковим часто виникаюче припущення про те, що весь потік грошових коштів компанії доступний для покриття боргу. Тому цей коефіцієнт показує, якою мірою грошовий потік сприяє обслуговуванню боргу. Кредитори вважають, що ідеальне значення коефіцієнта становить 2 до 1, але на практиці більшість компаній демонструють погіршення цього показника [1, 6].

Виникають питання якості зробленої оцінки і прогнозів. Покупці повинні оцінити, як справжній стабільний позитивний потік грошових коштів виглядатиме через якийсь час. Існують правила що визначають реальність зобов'язань компанії за боргом, яка використала позикові кошти для фінансування операції злиття або поглинання [7].

Навіть якщо у компанії позитивний потік грошових коштів, покупець повинен використовувати боргове фінансування операції для підвищення ефективності компанії, зростання її чистого прибутку після операції, щоб покрити витрати з обслуговування боргу, не погіршуючи фінансового положення компанії і не втрачаючи можливої вигоди від ефекту синергії.

Погоджувати виплати за боргом з грошовим потоком компанії, яка купується. Недостатня синхронізація виплат за боргом із грошовим потоком компанії може звести нанівець всю привабливість операції. Покупець повинен буде робити великі виплати за основною сумою боргу, у той час, коли його витрати з операції будуть якраз високі.

Планувати витрати за відсотками. Якщо у цілях фінансування операції покупець користується позикою з плаваючою процентною ставкою, то він повинен оцінювати перспективи операції для сценарію із збалансованою процентною ставкою і сценарію з максимально можливою ставкою.

Застосовувати тактику альтернативного фінансування. Використання декількох джерел фінансування дозволяють пом'якшити політику виплат, краще пристосувати її під грошовий потік компанії. Якщо покупець бачить, що допущення за

ставкою, терміном або розміром позики були помилкові, то необхідно реструктурувати позику з тим самим кредитором або, при потребі, отримувати фінансування у іншому місці.

План монопольного використання акціонерного капіталу службовцями (ESOP). Найчастіше план монопольного використання акціонерного капіталу службовцями використовується як доповнення до покупки менеджментом компанії за рахунок позикових коштів, і дозволяє співробітникам придбати частку акцій компанії. У ролі кредитора виступає комерційний банк, що забезпечує грошовими коштами на покупку компанії. Компанія-покупець гарантує позику і проводить щорічні перекази акцій групам покупців, з огляду на те, як погашається позика. Труднощі у цій формі фінансування викликає комплексне регулювання діяльності, що зазвичай вимагає професійної адміністрації [2].

Механізм зворотного поглинання. Залучення фінансових коштів компаніями через механізм зворотного поглинання публічної корпорації є найкоротшим шляхом до отримання інвестицій для власних потреб. Для міжнародних компаній це гарний спосіб для повноцінної участі на фондових ринках і для отримання можливості залучати додатковий капітал за рахунок вторинної емісії. Він дозволяє підприємствам вийти на ринок протягом декількох місяців при невеликих витратах.

**Висновки.** Таким чином, враховуючи такі схеми та механізми фінансування операцій злиттів та поглинань, можна дійти таких висновків:

1. У майбутньому бути відбуватися поширення використання схем фінансування операцій злиттів та поглинань, з метою підтримання конкурентної позиції компанії у галузі.

2. Використання власних коштів для злиття або поглинання найбільш стабільний але не конкурентоспроможний шлях фінансування угод, через те, що вільні кошти повинні знаходитися у обігу, а не нагромаджуватися у великій кількості, адже вартість операції може досягати декількох мільярдів доларів США.

3. Найпоширенішою схемою фінансування є використання позикового капіталу або ресурсу. Така схема дозволяє вирахувати ризики, прогнозувати очікуваний економічний та організаційний (синергічний) ефект, та залучити фінансовий інститут для такої операції.

4. Акціонерні компанії можуть отримати вигоди організаційного характеру при злиттях або поглинаннях за рахунок первинного права вибору способу оплати акцій та умов діяльності компанії-покупця.



## Література

1. Владимірова І. Г. Слияния и поглощения компаний // Менеджмент в России и за рубежом. – № 1. – 2006. – С. 34-37.
2. Гвардин С. В. Финансирование слияний и поглощений. – М.: Бином. 2006. – 195 с.
3. Гохан Патрик. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. – М: Альпина. – 2006. – 742 с.
4. Килимник О., Руденко Ю. Злиття та поглинання компаній як домінуюча форма прямого іноземного інвестування // Збірник наукових праць. Вип. 30 / Відп. ред. В.Є. Новицький. – К.: ІСЕМВ НАН України, 2001. – С. 179-186.
5. Ливенцев Н. Н., Костюнина Г. М. Международное движение капитала. – М.: Экономика, 2004. – С. 29-30.
6. Пахомов Ю. Глобалізація як реальність та як архетип колективного безсвідомого // Збірник наукових праць. Вип. 30 / Відп. ред. В.Є.Новицький. – К.: ІСЕМВ НАН України, 2001. – С. 3-7.
7. Пирогов А. Слияния и поглощения: зарубежная и российская теория и практика// Менеджмент в России и за рубежом. – 2007. – № 5. – С. 11-15.
8. Рудык Н. Б. Конгломеративные слияния и поглощения: книга о пользе и вреде непрофильных активов. – М.: Дело. – 2005.– 244 с.
9. Hamilton G, HillM, Knirsch P, ZaleskiE. Red Transnational or Red Herrings. – N.Y., 2008. – 518 p.