

*Єгорова Г.А.,  
аспірант кафедри економіки підприємства,  
Київський національний університет імені Тараса Шевченка*

## ОСНОВНІ ЕТАПИ СТАНОВЛЕННЯ ТА ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ ВІТЧИЗНЯНОГО РИНКУ ЗЛИТТІВ ТА ПОГЛИНАНЬ

**Анотація.** У статті здійснено аналіз еволюції ринку злиттів та поглинань в Україні, на основі якого визначено та надано характеристику основним етапам його становлення. Виявлено специфічні риси, притаманні угодам, що укладаються на вітчизняному ринку, а також проаналізовано тенденції розвитку ринку на сучасному етапі.

**Ключові слова:** злиття та поглинання, рейдерство, приватизація, регулювання, динаміка ринку злиттів та поглинань.

**Постановка проблеми.** У сучасних умовах адаптації до нестабільного економічного середовища та виходу України на європейські ринки як повноцінного та повноправного гравця актуальним є створення стратегічних об'єднань підприємств шляхом злиття або поглинання, що дає змогу створити конкурентні переваги, диверсифікувати бізнес і збільшити частку ринку, скоротити витрати й удосконалити бізнес-процеси, збільшити дохідність та інвестиційну привабливість. Саме інтенсифікація інтеграційних процесів у її корпоративному секторі, як за участі резидентів, так й іноземних інвесторів, актуалізує потребу проведення аналізу особливостей і пошуку перспектив розвитку національного ринку злиттів і поглинань.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Вагомий внесок у дослідження розвитку вітчизняного ринку злиттів та поглинань зробили такі вчені, як Д.О. Баюра, З.С. Варналій, О.М. Гончарова, Н.С. Скопенко, В.Є. Хаустова.

**Мега статті** полягає в ідентифікації та характеристиці основних етапів становлення та розвитку вітчизняного ринку злиттів та поглинань, а також виявленні специфічних рис його функціонування.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Протягом усього періоду становлення України як самостійної держави одночасно відбувалося становлення ринку злиттів та поглинань, на якому укладалися угоди, що за правовою структурою можуть бути віднесені саме до процесів злиття та поглинання (конгломератних, горизонтальних, вертикальних, як дружнього, так і ворожого характеру).

У табл. 1 представлено основні хронологічні етапи розвитку ринку злиттів та поглинань в Україні.

Характерними рисами становлення вітчизняного ринку злиттів та поглинань стали приватизація та рейдерство.

Процес приватизації в Україні відіграв роль одного з основних рушійних чинників економічних реформ, що створювали базис для економічних змін в умовах реформування власності, однак він став і головною ареною політичної боротьби.

Умовно можна виділити три етапи приватизації в Україні [3, с. 11–19]:

- початковий етап приватизації (1992–1994 рр.);
- масова приватизація (1995–1998 рр.);
- етап індивідуальної грошової приватизації (1999–2002 рр.).

Процес приватизації на першому етапі проходив значною мірою з ініціативи та за умовами трудових колективів («чер-

воного директорату») без залучення вітчизняних та іноземних інвесторів. Характерною рисою приватизаційного процесу на цьому етапі було те, що його об'єктами стали промислові гіганти, підприємства-монополісти, що належали до галузей, роздержавлення яких планувалося здійснювати на більш пізньому етапі із застосуванням приватизаційних сертифікатів, коли сформується необхідне ринкове середовище та інфраструктура. Натомість такі галузі, як торгівля, побутове обслуговування, громадське харчування, опинилися поза сферою першочергової приватизації [3].

Другий етап характеризувався зростанням темпів приватизації порівняно з попереднім етапом у 4,2 рази (з 11,9 тис. підприємств до 50 тис.). Протягом 1995–1998 рр. було приватизовано майже 50 тис. об'єктів, у тому числі понад 11 тис. середніх і великих підприємств [3]. Роздержавлення майна відбувалося переважно неконкурентним способом (58% від загальної кількості приватизованих підприємств). Однак разом із тим почали застосовуватися методики комерційних конкурсів і відкритих торгів, у результаті яких формувалася реальна ринкова ціна.

Об'єктивна необхідність упровадження нової методології та механізмів, які б забезпечували індивідуальний підхід до приватизації різних об'єктів із використанням грошей як єдиного можливого засобу платежу, сприяла структурним перетворенням в економіці. Програма Верховної Ради України на 1999 р. зосередила пріоритети та завдання приватизації на трьох основних напрямках: створення умов для приватних власників, які мають довгострокові інтереси у приватизації підприємств, у тому числі для іноземних інвесторів; сприяння підвищенню ефективності діяльності підприємств та створення конкурентного середовища; сприяння залученню коштів до державного бюджету. Фундаментальним принципом програми став принцип індивідуальної грошової приватизації, що передбачає насамперед вивчення попиту на об'єкт приватизації, визначення способу його продажу з урахуванням особливостей його виробничо-технічного, економічного та фінансового стану.

Другою характерною рисою становлення ринку злиттів та поглинань є рейдерство, яке тісно пов'язане з процесом приватизації.

С. Чернявський, О. Користін та Я. Монастирський, спираючись на результати дослідження західних науковців, стверджують, що рейдери в країнах із розвинутою економікою виконують роль «санітарів бізнесу», сприяючи економічному розвитку галузі. Таким чином, вирішують такі проблеми, як: усунення неефективного менеджменту; запобігання зловживанням мажоритарних акціонерів; реструктуризація компанії для підвищення ефективності її діяльності. Автори зазначають, що власники атакованої компанії навіть виграють від рейдерської атаки, оскільки вартість їх акцій збільшується. Фактично рейдерство є дієвим інструментом захисту інтересів міноритарних акціонерів [4, с. 97].

Етапи розвитку ринку злиттів та поглинань в Україні

Зародження ринку	1993-1998 рр.
Масова приватизація державного майна. Поява специфічного типу рейдерства (купівля акцій у трудового колективу за заниженими цінами). Придбання підприємств, які не потребують значних фінансових ресурсів, однак здатних приносити стабільний дохід. Придбання підприємств на основі банкрутства. Початок формування фінансово-промислових груп. Збільшення кількості угод зі злиття та поглинання за одночасного зниження їх прозорості.	Передумови: – структурна криза національної економіки; – лібералізація ринків; – становлення національного фондового ринку.
Перерозподіл власності	1998-2003 рр.
Перерозподіл власності після кризи 1998 р. Агресивні рейдерські захоплення. Зростання кількості операцій із застосуванням офшорних схем. Зростання уваги інвесторів до найбільш динамічних галузей, а також зростання кількості угод у металургії і нафтогазовому секторі економіки	Передумови: – криза неплатежів; – загострення конкуренції на внутрішньому ринку
Економічне зростання	2003-2005 рр.
Активний розвиток ринку злиттів та поглинань. Застосування цивілізованих форм укладання угод. Формування бізнес-структур холдингового типу. Збільшення кількості угод за участю державних підприємств та організацій. Доступ вітчизняних компаній до дешевих позикових ресурсів західних банків	Передумови: – посилення ролі держави як регулятора і гравця на ринку злиттів та поглинань; – посилення ролі великих корпорацій на ринках
Пік активності	2006-2007 рр.
Зростання кількості та загальної вартості угод, у тому числі транскордонних	Передумови: – сприятлива економічна кон'юнктура на світових ринках; – глобалізація світового ринку злиттів та поглинань
Спад ринкової активності	2008-2010 рр.
Світова економічна криза, внаслідок чого на ринок злиття-поглинання скорочуються обсяги операцій. Різне зниження інтересу іноземних інвесторів до українських компаній, вимушений продаж. Гостра нестача кредитних ресурсів для фінансування угод зі злиття або поглинання	Передумови: – падіння світових фондових ринків; – банкрутство середніх і великих банків; – необхідність перегляду корпоративних стратегій та скорочення інвестиційних програм
Пожвавлення	2010-2013 рр.
Зростання кількості та загальної вартості угод. Угоди набувають більшу мірою стратегічний характер. Зростання числа угод на основі боргового фінансування, зокрема банківського кредиту, випуску облігацій та публічного розміщення акцій	Передумови: – поліпшення кон'юнктури світових ринків; – необхідність стратегічної концентрації; – капіталу та подальшої інтеграції великих російських компаній у світову економіку
Спад ринкової активності	2014-донині
Політична нестабільність, низка перевиборів, що спричинили суттєве уповільнення ринку злиття та поглинання. Гостра нестача кредитних ресурсів для фінансування угод зі злиття або поглинання	Передумови: – банкрутство середніх і великих банків; – скорочення споживчого попиту; – фінансові труднощі національних компаній у реальному секторі

Джерело: складено автором на основі [1, с. 352; 2, с. 194]

Однак позитивний вплив на діяльність компанії, галузі та економіки здійснює лише «білий» тип рейдерства – вороже поглинання у межах норм чинного законодавства, основним інструментом якого є скуповування акцій компанії-цілі. «Сіре» та «чорне» рейдерство, оперуючи такими інструментами, як фальсифікація документів, корпоративний шантаж, ведення подвійного реєстру, незаконні збори акціонерів, підкуп суддів, набуває криміногенного характеру та деструктивно впливає на стан конкуренції та розвиток галузі. Слід відзначити, що класифікація рейдерства досить умовна, й операція, що розпочинається як вороже поглинання, може набути рис незаконного захоплення. Саме тому в українському суспільстві поняття «рейдерство» та «бандитизм» ототожнюються.

3. Варналій зазначає, що процеси незаконного привласнення бізнесу (рейдерство) притаманні економікам майже всіх розвинених країн. Однак в Україні рейдерство набуло «надмірного цинізму й агресії». В Україні рейдерство набуло масштабів «суспільної катастрофи, яка не тільки загрожує розвитку економіки країни та спричиняє колапс правової системи, а й робить сумнівним перспективи існування та розвитку в Україні приватного середнього та малого бізнесу» [5, с. 129].

Результати дослідження Українського союзу промисловців і підприємців показали, що в країні функціонує 35–50 рейдерських груп. Згідно з офіційними даними, найчастіше жертвами рейдерів стають промислові об'єкти (близько 50% усіх випадків), а також об'єкти нерухомості (30%) [6]. Протягом 2010–2014 рр. кількість рейдерських нападів становила

близько 1 300 щороку [7, с. 8]. При цьому їх результативність зазвичай становить 80–90%, що, за експертною оцінкою, становить понад 3 млрд. дол. США. Серед підприємств, які стали об'єктами рейдерських атак у цей період, слід виділити: «Турбоатом», «Квazar», «Нафтогаз України», IDS Group Ukraine, London and Regional Properties (Великобританія), Swissport International Ltd (Великобританія). У 2015 р. – «Амстор Пітейл Груп» (Україна), Bunge (США), "Бахчисарайська райспоживспілка, Краматорська металобаза [7, с. 9].

З. Варналій та І. Мазур основними чинниками рейдерства в Україні визначають [5, с. 130]:

- слабкість правової системи;
- недосконалість судової влади;
- корумпованість органів влади;
- відсутність державних інститутів, які б ефективно захищали права власника;
- низький рівень правової культури;
- правовий нігілізм як у суб'єктів господарювання, так і представників органів влади;
- сумнівна передісторія приватизації об'єктів тощо.

Отже, рейдерство в Україні набуло загальнонаціонального масштабу. На думку членів Антирейдерського союзу підприємців України, така ситуація стала можливою через бездіяльність законодавчої, виконавчої та судової гілок влади щодо усунення рейдерської загрози та відсутність рішучих дій із захисту прав власників. Підтвердженням цієї тези є той факт, що рейдерство було не передбачено законодавчо, зокрема у Кримінальному кодексі України, як злочин. Однак у 2016 р. Верховною Радою України був прийнятий антирейдерський закон, яким передбачено кримінальне покарання з ув'язненням терміном до 10 років для замовників, виконавців та організаторів рейдерського захоплення [8].

Особливістю українського ринку злиттів та поглинань є превалювання угод поглинання, основною метою яких є придбання нових активів, розширення ринків збуту та каналів дистрибуції продукції в рамках наявного сегменту ринку.

Однак, на думку В. Кублікова та О. Тарасової, більшість угод зі злиття та поглинання в Україні не є ні злиттям, ні поглинанням у загальноприйнятому у всьому світі розумінні даних угод. На думку авторів, причиною цього є низка економічних, політичних та соціальних факторів, зокрема нерозвиненість

українського фондового ринку, що ускладнює визначення ринкової ціни акцій компаній. Значно ускладнює процес розвитку вітчизняного ринку злиттів та поглинань й низка правових аспектів, а саме: відсутність відповідної нормативно-правової бази, недостатня прозорість структури власності компаній і неготовність власників компаній до прозорого ведення своєї діяльності тощо [9].

Ще однією характерною ознакою вітчизняного ринку злиттів та поглинань, яка значно стримує темп його розвитку, є відсутність офіційної статистичної інформації стосовно досліджуваного питання в Україні як у розрізі оцінки обсягів процесів злиттів та поглинань, так і в розрізі обсягів рейдерських дій. Існують лише окремі погляди та аналітичні дослідження стосовно цих питань. Що стосується оцінки обсягів та вартості угод зі злиття та поглинання, то тут мають місце певні експертні оцінки таких міжнародних аналітичних груп, як ISI Emerging Markets, M&A-Intelligence та ін., на основі даних яких стає можливим оцінити та виявити тенденції в зміні обсягів угод злиття та поглинання в Україні (рис. 1) [10, с. 184].

Таким чином, у 2010 р., післякризовий період, спостерігалось поживлення на ринку злиттів та поглинань. Обсяги угод зросли на 29 процентних пунктів, до 7,7 млрд. дол. США. Основною причиною поживлення ринку став вихід із ринку дрібних корпорацій та західних інвесторів, що дало змогу вітчизняним компаніям подолати бар'єри входу, провести концентрацію капіталу, тим самим спричинивши активізацію даного ринку.

Протягом 2011–2013 рр. вітчизняний ринок злиттів та поглинань характеризується спадною тенденцією, однак не критичним падінням обсягів угод. Так, найбільш знаковою угодою цього періоду, на думку М. Табахарнюка, стало придбання компанією Google українського стартапу Viewdle, що займається розробленням технологій розпізнавання осіб і об'єктів. Спостерігається зацікавленість компаніями агропромислового комплексу як об'єкту поглинання. Так, за останні роки були завершені злиття агрохолдингу «Авангард» (Івано-Франківська обл.) і сільськогосподарської компанії Ukrlandfarming (Кіпр), агрохолдингу Sintel Agriculture (Харків) і сільськогосподарської компанії «Агріка» (Херсонська обл.), що входить до складу інвестиційного портфеля Фонду прямих інвестицій Icon Private Equity (Росія). Фонд державного майна України

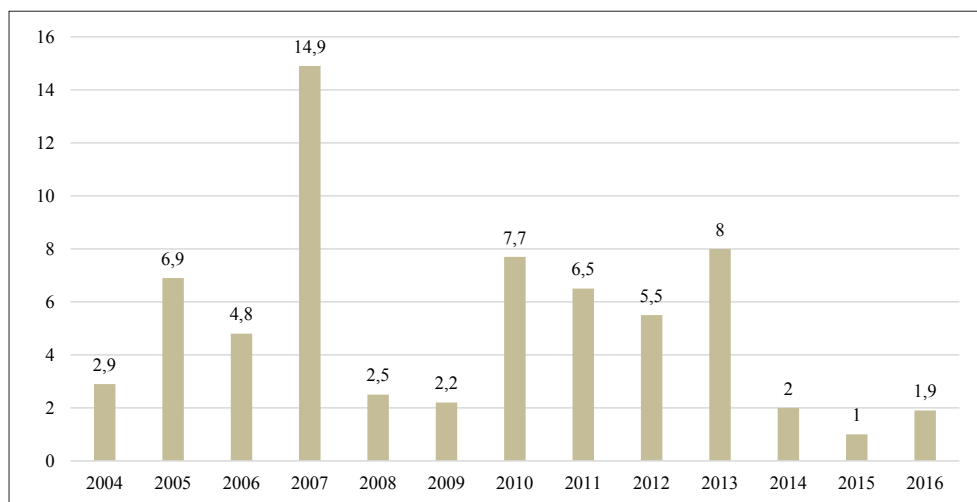


Рис. 1. Обсяги ринку злиттів та поглинань в Україні, 2004–2016 рр., млрд. дол. США

Джерело: складено автором самостійно за даними [11; 12]

(ФДМУ) оголосив про продаж на фондовій біржі «Іннекс» (Київ, Україна) 43,7% акцій ПАТ «Цар Хліб» (Севастополь, Україна), що входить до холдингової компанії «Хлібні інвестиції» [9]. Вагомими негативними факторами впливу на розвиток ринку злиттів та поглинань цього періоду можна визначити: невпевненість інвестора в перспективах розвитку економіки, політична нестабільність, складність процедури оформлення угод в Україні.

У 2014 р. світовий ринок злиттів і поглинань знаходився на висхідному тренді. Світова вартість угод перевищила показники першого півріччя 2013 р. на 50%, що є максимальним показником від моменту різкого зростання на ринку злиттів та поглинань у 2007 р. Однак Україна не потрапила у світовий тренд злиттів та поглинань унаслідок: політичної нестабільності; анексії Криму Російською Федерацією; розгортання антитерористичної операції у східних областях країни [13]. Обсяги угод зі злиття та поглинання знизилися до критичного рівня в 2 млрд. дол. США, що на 5 млн. дол. США менше, ніж у 2008 р. В умовах економічної та політичної нестабільності, а також високого рівня невизначеності компанії вимушені позбуватися збиткового бізнесу. Зокрема, інвестиційна компанія Investment Capital Ukraine закрила угоду з придбання банку «Авангард»; «Терра банк» та «Правекс банк» змінили власників; продано мережу клінік «Добробут».

Вищезазначені аспекти розвитку вітчизняного ринку сприяли суттєвому відтоку іноземних інвестицій з України. Так, українська компанія Kreston Guarantee Group придбала німецьку мережу будівельних гіпермаркетів Praktiker [13].

У 2015 р. світовий обсяг злиттів та поглинань досяг рекордного показника в 4,6 трлн. дол. США. Це історичний максимум, що перевищує попередній рекорд, установлений у 2007 р., на 0,3 трлн. дол. США. На українському ринку обсяг усіх злиттів і поглинань знаходився в межах 1 млрд. дол. США, а самі угоди можна віднести до розряду технічних. Зокрема, турецька телекомунікаційна компанія Turkcell викупила частку «Систем Кепітал Менеджмент» у ТОВ «Астеліт» (оператора мобільного зв'язку life:); мобільний оператор «МТС Україна» продав частину бізнесу фіксованого зв'язку оператору Vega (ПрАТ «Фарлеп-Інвест»), який входить у структуру компанії «СКМ»; фонд Horizon Capital увійшов до структури найбільшого Інтернет-магазину в Україні Rozetka.UA.

**Висновки.** Отже, проведене дослідження становлення та розвитку національного ринку злиттів та поглинань дало змогу зробити висновок, що вітчизняний ринок перебуває на етапі становлення, який передбачає створення фундаментальних методичних засад здійснення угод, формування та вдосконалення нормативно-правової бази та інституційної інфраструктури відповідно до світових стандартів ведення бізнесу.

Однак варто зауважити, що національний ринок злиттів та поглинань має низку особливостей, які суттєво впливають на динаміку його розвитку та формування бізнес-культури. Зокрема, превалювання поглинань над злиттями; висока питома вага недружніх поглинань; навмисне банкрутство нерентабельних підприємств, в активах яких зацікавлені поглинаючі компанії; непрозорість вітчизняного бізнесу, використання «сірих» схем підприємницької діяльності, які створюють умови для ухилення від оподаткування та нерозголошення інформації про власників; істотний вплив на ефективність бізнесу неформальних зв'язків із державними і муніципальними органами влади; високий рівень залежності від політичного клімату в країні.

### Література:

1. Горбатюк Л.А. Ринок злиттів і поглинань у банківському секторі України: сучасний стан і перспективи розвитку / Л.А. Горбатюк // Бізнес Інформ. – 2014. – № 5. – С. 352–357.
2. Прохорова М.Е. Аналіз сучасних тенденцій розвитку міжнародних злиттів та поглинань / М.Е. Прохорова // Актуальні проблеми міжнародних відносин. – 2014. – Вип. 121. – С. 185–208.
3. Завершальний етап приватизації в Україні / О.Й. Пасхавер, Л.Т. Верховодова, Т.С. Воронкова, Н.В. Терещенко. – К. : Міленіум, 2003. – 78 с.
4. Чернявський С.С. Поняття та сутність рейдерства. Стан і перспективи поширення цього явища в Україні. Розкриття та розслідування злочинів слідчими та оперативними працівниками органів внутрішніх справ : зб. метод. рекомендацій / С.С. Чернявський, О.Є. Користін, Я.В. Монастирський ; за заг. ред. П.В. Коляди. – К. : УВГІД ГУ МВС України, 2010. – С. 96–144.
5. Варналій З.С. Рейдерство в Україні: передумови та шляхи подолання / З.С. Варналій, І.І. Мазур // Стратегічні пріоритети. – 2007. – № 2(3). – С. 129–136.
6. Эффективная работа антирейдерской комиссии – шаг к модернизации и наведению порядка с бизнес-климатом [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.kmu.gov.ua/control/publish/article?art\\_id=246826477](http://www.kmu.gov.ua/control/publish/article?art_id=246826477).
7. Моніторинг рейдерських атак в Україні за січень-лютий 2015р. / Український інститут дослідження екстремізму. – Київ, 2015. – 13 с.
8. Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо вдосконалення державної реєстрації прав на нерухоме майно та захисту прав власності» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1666-19>.
9. Кубліков В.К. Основні тенденції злиттів і поглинань корпорацій в країнах з транзитивною економікою на прикладі України / В.К. Кубліков, О.В. Тарасова // Вісник соціально-економічних досліджень. – 2013. – Вип. 2(2). – С. 108–113.
10. Горовий Д.А. Розвиток ринку М&А в Україні / Д.А. Горовий // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики. – 2013. – Вип. 1. – С. 183–190.
11. M&A Ukraine. – 2017 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://mergers.com.ua/ua/>.
12. M&A Statistics // IMAA-Institute. – 2017 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://imaa-institute.org>.
13. Пучко І.В. Тенденції та пріоритети розвитку злиттів і поглинань в умовах інституційних трансформацій / І.В. Пучко // Глобальні та національні проблеми економіки Миколаївський національний університет ім. В.О. Сухомлинського. – 2015. – № 3. – С. 769–773.

### Егорова А.А. Этапы становления и тенденции развития рынка слияний и поглощений в Украине

**Аннотация.** В статье осуществлен анализ эволюции рынка слияний и поглощений в Украине, на основе которого определены и охарактеризованы основные этапы его становления. Выявлены специфические черты, присущие сделкам, заключаемым на отечественном рынке, а также проанализированы тенденции развития рынка на современном этапе.

**Ключевые слова:** слияния и поглощения, рейдерство, приватизация, регулирование, динамика рынка слияний и поглощений.

### Yehorova H.A. Stages of evolution and trends of development of M&A market in Ukraine

**Summary.** The paper studies evolution of the M&A market in Ukraine. According to this analysis, the main stages of its development are identified and characterized. The paper reviewed specific features of M&A deals concluded on the domestic market. And trends of the market development at the current situation are analysed.

**Keywords:** mergers and acquisitions, raiding, privatization, regulation, dynamics of M&A market.