

ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВИХ ПОТОКІВ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ МІЖНАРОДНИХ ХОЛДИНГІВ

А. В. Ігнатенко,

*д. е. н., професор, академік Української технологічної академії,
директор ПНВП "Київекономцентр"*

В. Г. Кабанов,

к. е. н., доцент, Університет економіки та права "КРОК"

О. І. Харченко,

*д. е. н., професор, академік Української технологічної академії,
Президент інвестиційної компанії "Центробудінвест"*

У статті проаналізовані специфічні особливості міжнародних холдингів. Розглядається спектр фінансових аспектів, що впливає на ухвалення рішення щодо проведення злиття і поглинань й визначення оптимальної стратегії реалізації даних процесів.

ВСТУП

Крупні компанії у всьому світі прагнуть знаходити додаткові джерела розширення своєї діяльності, серед яких одним з найбільш популярних є злиття і поглинання компаній. В умовах наростаючої конкуренції на тлі реструктуризаційних перетворень багато підприємств відають перевагу саме злиттю і поглинанням, які дозволяють різко прискорити процес зростання, а тимчасові або фінансові витрати, необхідні для створення власних нових виробництв, недоцільно високі. Одна з причин сьогоденного буму злиття і поглинань — різко збільшений останніми роками рівень глобальної конкуренції, що вимушує компанії об'єднуватися в боротьбі за виживання і тим більше — за лідерство в цьому сторіччі.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Концептуальні положення про сучасному процесу злиття і поглинань, оптимізації фінансових потоків знайшли віддзеркалення в роботах Владімірова І., Гібсон Д., Маршак А., Шамоліна М., Едаркар Е.

Визнаючи безперечний внесок учених в розробку фінансових проблем злиття і поглинань, відзначимо, що досліджувалися в основному ор-

ганізаційні й управлінські аспекти цього процесу, фінансова ж сторона ще повністю не розкрита. У роботах акцентувалася увага в основному на ефективності операцій по злиттю і поглинанням підприємств без аналізу реструктуризації фінансових потоків.

В статті розкрито чинники, що впливають на активність у сфері злиття і поглинань: оптимізація фінансових потоків, лібералізація фінансової діяльності, лібералізація трансграничного руху капіталу, значущість високорезультатної науково-дослідної діяльності, що росте, витрати транспортування і комунікацій, що знижуються, виникнення синергічного ефекту. Розглянуті переваги реструктуризації міжнародних холдингів.

РЕЗУЛЬТАТИ

90-ті рр. ХХ ст., як і початок ХХІ ст., стали часом справжнього буму міжнародних злиття і поглинань (cross-border mergers&acquisitions — M&A's), зробивши цю форму корпоративних стратегій інвестування найбільш значущою в політиці сучасних міжнародних компаній. За даними ЮНКТАД, за період з 1980 по 1999 рр. щорічні темпи приросту об'ємів даних операцій склали 42%, при цьому було

здійснено більше 24 тис. подібних операцій. Саме в сфері M&A зосереджені інвестиційні стратегії найбільш крупних ТНК сучасності [8].

І дійсно, плюси операцій по реструктуризації (для поглинаючих компаній) лежать на поверхні: це і розширення ринку (за рахунок нових територій при горизонтальній інтеграції, за рахунок нових напрямів діяльності — при конгломеративних злитті), збільшення ефективності каналів руху товару (при вертикальній інтеграції). Є і інші переваги, менш очевидні, але не менш важливі: вдосконалення корпоративної стратегії та культури, вдосконалення процесів бізнесу й ін. Переваги другого порядку прийнято пов'язувати з т.з. синергічними ефектами від операції M&A, які пов'язані із збільшенням сукупної ефективності нової компанії в порівнянні з сумою ефективностей двох попередніх (на сьогодні серед фахівців у сфері корпоративних фінансів склалася точка зору, що найбільш репрезентативним показником ефективності таких операцій є вартість нової компанії, збільшилася вона або зменшилася в порівнянні з сумою вартостей компаній, що зливаються) [7, с. 43].

Взагалі, злиття і поглинання не є новим феноменом в світовій практиці корпоративного будівництва: налічують близько 5 хвиць злиття і поглинань (з кінця ХІХ ст. до т.ч.). Саме шляхом здійснення таких операцій були утворені такі промислові гіганти, як US Steel, General Motors, Eastman Kodak.

Процеси, які ще кілька років тому відбувалися в Україні, важко було класифікувати як традиційне злиття і поглинання. Виключенням можна назвати тільки придбання (зокрема вертикальну інтеграцію), які робилися для забезпечення економічної безпеки активів, що вже були у власності. У більшості інших випадків компанії, що володіють значними адміністративними та фінансовими ресурсами, хаотично привласнювали активи в різних галузях. Відсутність необхідності витягувати максимальну вартість визначало і характер "інтеграційного менеджменту", який, як правило, зводився до зміни недружніх менеджерів на лояльних нових власників і менеджерів, встановлення контролю над фінансовими потоками та викачування активів [1, с. 39].

Сьогоднішні тенденції розвитку провідних українських груп (з урахуванням завершення процесів крупного переділу власності в постприватизаційний період) бізнесу дозволяють зробити висновок про те, що

найближчими роками широка експансія українських ФПГ за рубіж може стати реальністю. Почався і зворотний процес: найбільші західні ТНК (на сьогодні переважно сировинні) виявляють високу цікавість до українських компаній (як об'єктам поглинання): це і British Petroleum, і ExxonMobil [9, с. 17].

Через процес постійного розвитку на основі наявної стратегії компанія повинна визначити, що є в даний момент найбільш вигідним для неї: перерозподілити ресурси через придбання нового бізнесу або через перерозподіл ресурсів в рамках вже наявних напрямів діяльності. Відповідно метою придбання нового бізнесу через процеси злиття і поглинання є створення стратегічної переваги за рахунок приєднання та інтеграції нових елементів бізнесу, що повинно бути ефективнішим, ніж їх внутрішній розвиток в рамках даної компанії.

Вихід компанії на міжнародний ринок, проникнення її на ринок іншої країни завжди зв'язані із значними труднощами і в значній мірі відрізняються від просування її на внутрішньому ринку [5, с. 606]:

- по-перше, компанія може вийти на міжнародний ринок через канали зовнішньої торгівлі;
- по-друге, через відкриття філіалів і представництв в інших країнах;
- по-третє, через участь в діяльності підприємств і організацій в інших країнах;
- по-четверте, через придбання діючих підприємств в інших країнах, або через злиття з підприємствами-резидентами іноземної держави;
- по-п'яте, через випуск і розміщення цінних паперів підприємства на зарубіжних ринках (зокрема, публічне розміщення акцій компанії на біржах).

Першу стратегію в рамках справжнього дослідження вважатимемо торговою, інші чотири — інвестиційними, при цьому четверта стратегія пов'язана з прямими іноземними інвестиціями (foreign direct investment — FDI), що, за відомим визначенням ООН, означає "істотний ступінь впливу" (significant degree of influence) на діяльність компанії в іншій країні світу [10].

Досить поширені також варіанти, які, з нашої точки зору, не можна безпосередньо відносити до виходу на зовнішній ринок, але ігнорування яких зробить розгляд неповним.

До таких стратегій відносяться використання іноземних юридичних осіб у формуванні фінансової структури компанії. Зокрема, відмінною рисою компаній-

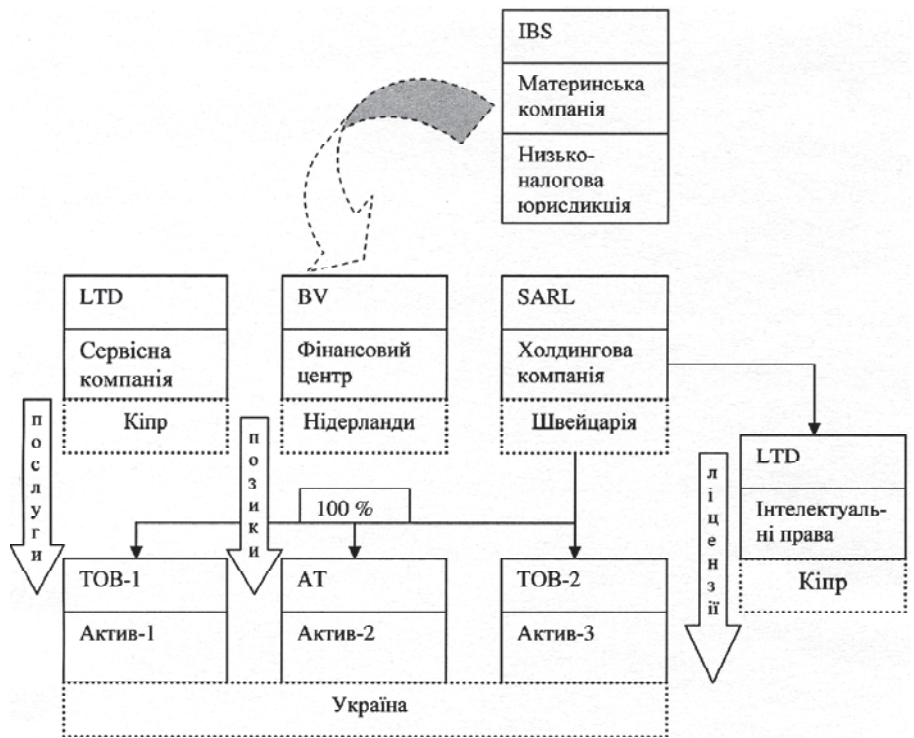


Рис. 1. Приклад міжнародного холдингу

суб'єктів міжнародного бізнесу є активне використання іноземних юридичних осіб в цілях фінансової оптимізації діяльності компанії/групи компаній (головним чином, оптимізації податкових платежів). Найбільш поширена форма такої стратегії — використання офшорних компаній (рис. 1) або в цілях оптимізації податкових платежів (через переказ прибутку в компанію з більш пільговим режимом оподаткування, ніж в "материнській" країні, через формальну передачу готової продукції такої компанії за свідомо низькими, трансфертними цінами, з подальшим оформленням операцій купівлі-продажу через дану компанію) або в інших цілях (як правило, конфіденційність власників компанії) [2].

Холдингова компанія (від англ. holding company компанія, що "володіє") — материнська компанія, контролююча всі інші (дочерні) компанії в холдингу, за допомогою домінуючої участі в їх статутному капіталі або іншим чином, маючи можливість визначати їх господарську діяльність.

Контроль може здійснюватися безпосередньо або опосередковано, коли материнська компанія контролює інше (дочернє) господарське суспільство, яке, у свою чергу, контролює третє, дочірнє по відношенню до нього, господарське суспільство і т.д. Хоча в українському законодавстві обидва суспільства розглядаються по відношенню до холдингової компанії як дочірні, в економічній літературі

іноді використовується термін "внучате суспільство" для визначення такого опосередкованого контролю [5, с. 56].

Цілі і завдання створення міжнародних холдингів:

- прозорість і привабливість структури власності для потенційних інвесторів;
- гнучкість структури з погляду можливості залучення інвесторів в окремі напрями бізнесу, інвестування в нові проекти, можливого продажу окремих частин бізнесу групи;
- ефективність управління та забезпечення контролю над діяльністю компаній групи;
- оптимізація оподаткування, зниження загального податкового навантаження в рамках групи, включаючи ефективне податкове планування та мінімізацію податкових ризиків;
- захист активів групи та інтересів бенефіціарних акціонерів;
- відповідність структури загальної стратегії розвитку групи;
- можливість консолідації фінансової звітності компаній, що входять до групи;
- підготовка до виходу на міжнародні фондові ринки (ІРО, приватне розміщення).

Характерні ознаки холдингу:

1. Концентрація акцій фірм різних галузей і сфер економіки або фірм, розташованих в різних регіонах.

2. Багатоступінчатість, тобто наявність дочірніх та інших споріднених компаній. Нерідко холдинг є



Рис. 2. Приклад виплати роялті

пірамідою, очолюваною однією або двома фірмами, нерідко різної національної приналежності.

3. Централізація управління в рамках групи шляхом вироблення материнською компанією глобальної політики та координації сумісних дій підприємств за наступними напрямками:

- вироблення єдиної тактики та стратегії в глобальному масштабі;
- реорганізація компаній і визначення внутрішньої структури холдингу;
- здійснення міжфірмових зв'язків;
- фінансування капіталовкла-

день в розробку нової продукції;

— надання консультаційних і технічних послуг [3, с. 144].

Інструменти планування:

- створення офшорної компанії;
- виплата роялті за ліцензійними договорами (рис. 2);
- виплата відсотків за договорами позики (кредитним договорам);
- створення субхолдингових компаній в юрисдикціях, що передбачають сприятливий режим оподаткування даних компаній і угод, що мають значну (достатню) кількість, про уникнення подвійного оподаткування з іншими країнами.

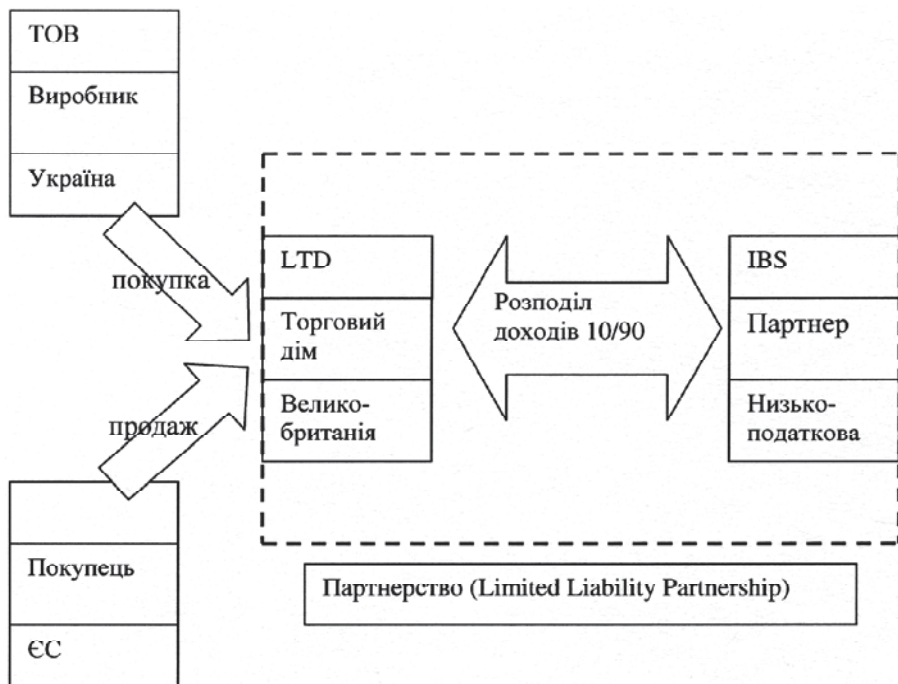


Рис. 3. Приклад торговельно-закупівельної діяльності

До переваг міжнародного холдингу відносять:

- фінансові та податкові переваги (рис. 3);
- корпоративні та структурні переваги;
- переваги для акціонерів і власників бізнесу (рис. 4);
- інші переваги.

На нашу думку, форми фінансування, вибрані для проведення того або іншого злиття або поглинання, мають першорядне значення для оцінки перспективності проведення операції, вироблення її стратегії і тактики та успішного завершення (рис. 5).

Важливою системною ознакою M&A як частини інвестиційного процесу є, на наш погляд те, що вони обов'язково припускають подальшу інтеграцію компанії, що поглинається, у виробничий цикл компанії-інвестора. Тобто M&A — це не просто інвестиція, а виробничо-фінансова операція, інвестиція в очікуванні отримання додаткового економічного ефекту від подальшої інтеграції виробництв. З цих позицій M&A є інституційною основою процесу економічної консолідації виробництва, укрупнення товаропродукуючих ланок економіки.

Місце та роль M&A в економіці та в інвестиційній діяльності корпорацій визначається ще і тим, що M&A (як вид інвестицій) не дозволяють здійснювати глибокої модернізації власного виробництва (його технічного переозброєння). Основне економічне призначення M&A — це розширення та економія на масштабах виробництва, збільшення ступеня диверсифікації і комбінування, але не корінна модернізація виробничих фондів. З цих позицій вкладення корпорацій в M&A — це, перш за все, екстенсивні (фінансові) інвестиції [4, с. 218].

До недавнього часу головним мотивом стимулювання ПІІ, основною формою яких були інвестиції в створення нових виробництв, виступало підвищення рівня зайнятості в країні-реципієнті. Саме цим пояснювалася готовність урядів багатьох країн, що розвиваються, покращувати інвестиційний клімат для залучення все більшого числа іноземних інвесторів. У світлі домінуючої ролі реструктуризації в загальному об'ємі прямих іноземних інвестицій (ПІІ) ситуація дещо змінилася. На перший погляд, злиття і поглинання не сприяють створенню нових робочих місць, і навіть навпаки, подібні операції часто супроводжуються скороченням робочих місць та закриттям виробничих потужностей [6, с. 26]. Проте не слід забувати, що в більшості випадків

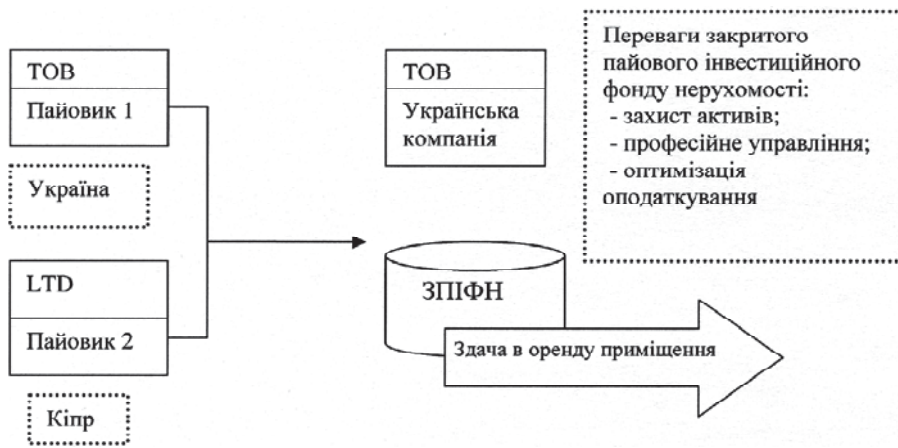


Рис. 4. Приклад використання пайових фондів

продаж бізнесу сторонньому інвестору є одним з останніх можливостей зберегти виробництво, що знаходиться на межі банкрутства, яке в іншій ситуації було б ліквідоване. Що стосується інших переваг ПІІ, таких як залучення додаткових фінансових ресурсів та імпорту технологічних і управлінських технологій, то вони характерні як для інвестицій в створення нових виробництв, так і для інвестицій у формі злиття і поглинань [9, с. 19].

ВИСНОВКИ

В Україні, що здійснила ринкові перетворення, в результаті природних інтеграційних процесів концентрації, централізації виробництва, реструктуризації економіки склалися певні форми об'єднань комерційних організацій. Деякі з них виникли в результаті приватизації, інші є договірною формою кооперації комерційних організацій. Об'єднання створюються також і в ре-

зультаті зворотного процесу — розукрупнення організацій, коли в результаті реорганізації або установи на місці однієї юридичної особи з'являється група господарських суспільств, включаючи основне і дочірнє.

Основоположними чинниками для ухвалення остаточного рішення реструктуризації компанії у формі міжнародного холдингу є:

- переваги використання директив, які діють між країнами-членами ЄС, — Parent — Subsidiary Directive — ЄС Interest and Royalties Directive;
- договори про уникнення подвійного оподаткування (найближчі перспективи: Кіпр і Люксембург);
- облік правил недостатньої капіталізації, правил контрольованих іноземних компаній (CFC rules), participation exemption rules, спеціальних податкових режимів для холдингових компаній і т.д.

Хоча теоретичні основи процесів реструктуризації в усіх країнах од-

накові, в Україні існує безліч обмежень, які необхідно брати до уваги, адаптуючи світовий досвід проведення трансформацій підприємств у формі злиття і поглинань. До основних проблем розвитку процесів трансформацій підприємств в Україні відносяться:

- слабка інформаційна ефективність фінансових ринків;
- наявність високих інвестиційних ризиків;
- відсутність довгострокового досвіду роботи в ринкових умовах, котра виражається на мікроекономічному рівні в наявності ряду чинників, що безпосередньо впливають на саму можливість проведення подібного роду трансформацій, а саме: достовірність фінансової звітності українських підприємств; інформаційна закритість підприємств, обумовлена наявністю асиметричності інформації; низька якість корпоративного управління, що виражається в неясній структурі власності українських підприємств.

В зв'язку з цим, процеси реструктуризації заслуговують пильнішої уваги та теоретичного осмислення з урахуванням реалій української економіки.

Література:

1. Газін Р., Манаков Д. Наука поглинань // Вісник McKinsey. — 2007. — № 2 (4). — С. 38—43.
2. Международное налоговое планирование и оффшорные компании. — <http://www.roche-duffay.ru>
3. Патрик А. Гохан. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса: Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — 741 с.
4. Подшиваленко Р., Лахметкина Н., Макарова М. Инвестиции. Навчальний посібник. — М.: КноРус, 2004. — 556 с.
5. Рид Стэнли Фостер, Лажу Александра Рид. Искусство слияний и поглощений: Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. — 958 с.
6. Слияние и поглощение // Путеводитель по рынку профессиональных услуг. — М.: ИД Коммерсант, Альпина бизнес букс, 2007. — С. 23—32.
7. Фаррелл Д., Ремес Я., Шульц Х. Правда про глобалізацію // Вісник McKinsey. — 2008. — № 2. — С. 42—44.
8. Bernstein Research. M&A. Volume Regression (Announced M&A Regression). — <http://www.weforum.org/ger>
9. World Investment Report 2004. The Shift Towards Services. — New York, Geneva: UNCTAD. — 2004. — P. 17—19. — <http://www.weforum.org/ger>
10. World Investment Report 2007. — <http://www.weforum.org/ger>

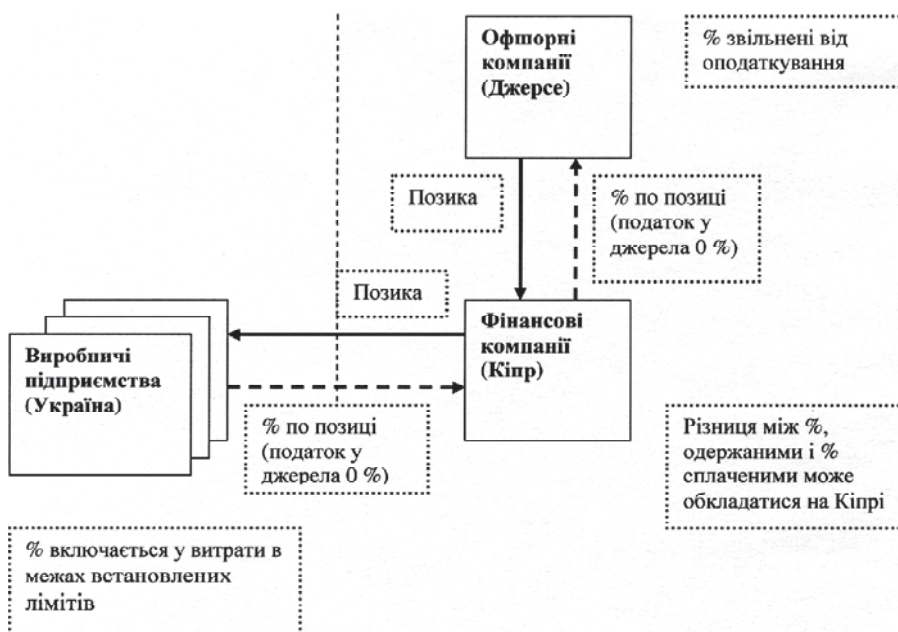


Рис. 5. Структура фінансування міжнародного холдингу