

7. Ксенз Л. Селян поставят в квоту. С благословения государства сахарозаводчики могут получить практически неограниченную власть над свекловодами. — Деловая столица. — № 7. — 12.02.2007.
8. Комментарий. Спрос на сахар — движущая сила рынка? — AgroNews.ru. — <http://www.agronews.ru>
9. Котлер Филипп. Маркетинг. Менеджмент. — СПб.: Питер Ком, 2003. — 800 с.
10. Куликов П. Союз молока и рыбы. — Секрет фирмы. — 6.03.2007 — <http://www.sostav.ru/articles/2007/03/06/ko3/#>
11. Ламбен Ж.-Ж. Стратегический маркетинг. Европейская перспектива. — СПб.: Наука, 1996. — 589 с.
12. Нелен В. М. Планування на аграрному підприємстві: Підручник. — К.: КНЕУ, 2004. — 495 с.
13. Павленко А. Ф., Войчак А. В. Маркетинг: Підручник. — К.: КНЕУ, 2003. — 246 с.
14. Пасхавер Б. Й. Сучасний стан продовольчої безпеки. — Економіка України. — № 4. — 2006. — С. 43—50.
15. Украинцы отказываются от сала. — <http://www.rosinvest.com/news/39922/>
16. Холленсен Свен. Глобальный маркетинг / Е. Носов (пер. с англ.). К. Юрашкевич (пер. с англ.). — Минск: ООО «Новое знание», 2004. — 832 с.

Стаття надійшла до редакції 21.11.2007 р.

УДК 336.71

О. О. Чуб, канд. екон. наук, доц.,
ДВНЗ «Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана»

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ПРОВЕДЕННЯ ОПЕРАЦІЙ ЗЛИТТЯ ТА ПРИДБАННЯ БАНКІВ ЗІ СКЛАДНОЮ СТРУКТУРОЮ АКЦІОНЕРНОГО КАПІТАЛУ

У статті розглянуто особливості проведення операцій злиття та придбання банківських установ зі складною структурою акціонерного капіталу. Визначено методи оцінки вартості привілейованих та простих акцій у структурі акціонерного капіталу банківських установ. Доведено, що необхідна норма прибутковості за привілейованими акціями не може бути вище відповідної норми за звичайними акціями.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: ринок корпоративного контролю, злиття та придбання, вартість банківської установи, складна структура акціонерного капіталу.

Ринок корпоративного контролю банківських установ виникає у результаті неспроможності окремих банків продовжувати свою діяльність або необхідністю підвищення меж якісних і кількісних параметрів банківництва. Забезпечення зростаючих вимог до рівня ризиковості та надійності, прибутковості, вдосконалення корпоративної культури та створення позитивного іміджу, розширення впливу у банківському секторі постійно потребують нарощування капіталу. Практика доводить, що реорганізація шляхом злиття чи поглинання є досить швидким, доступним і не надто витратним шляхом розвитку банку, порівняно із створенням нових банків чи філій [1].

Проведення операцій злиття чи придбання банків як можливий сценарій розвитку вітчизняної банківської системи формує об'єктивні причини активізації ринку банків та призводить до виникнення нагальної потреби в оцінці вартості банку. Отже особливої актуальності набуває питання визначення методик проведення операцій злиття та придбання банків із складною структурою акціонерного капіталу, що є темою дослідження.

Випадок, при якому операції злиття та придбання відбуваються між банками, що мають складну структуру акціонерного капіталу, тобто коли у структурі статутного капіталу присутні привілейовані акції одного або кількох типів, вимагає вико-

ристання певних методів оцінки. Вартість банку може бути визначена із застосуванням класичного підходу дисконтування майбутніх грошових потоків, і нова вартість створюється лише тоді, коли банк отримує таку віддачу від інвестованого капіталу, яка перевищує витрати на його залучення [2]. З точки зору необхідності додаткових досліджень, крім прогнозування й дисконтування майбутніх грошових потоків, доречно виділити наступні варіанти проведення операцій злиття та придбання банківських установ:

1) придбання відмінного від 100 % пакету акцій банку зі складною структурою акціонерного капіталу, а також придбання банку з повною або частковою оплатою акціями банку-покупця, що має складну структуру акціонерного капіталу;

2) злиття банків (у т.ч. шляхом реорганізації) у випадку, якщо хоча б один з банків, що беруть участь в операції, має складну структуру акціонерного капіталу. При цьому існує можливість конвертації акцій двома методами: методом обміну привілейованих акцій на привілейовані акції консолідованого банку та методом обміну привілейованих акцій на звичайні акції.

Придбання банку передбачає необхідність оцінки вартості конкретного пакету акцій та трансформацію величини вартості акціонерного капіталу банку у вартість конкретного пакету акцій. Вартість пакету акцій, розмір якого може коливатися у межах від однієї акції до ста відсотків акцій, залежить від набору прав на активи і грошові потоки банку, які забезпечує даний пакет. Визначальним при цьому є не тільки розмір пакету, але і тип акцій, що входять у пакет, який підлягає оцінюванню. За наявності у структурі статутного капіталу банку акцій з різними правами, виникає необхідність розподілу вартості банку між різними типами акцій.

Незалежно від юридичної структуризації операції злиття та залежно від цільової структури акціонерного капіталу консолідованого банку доцільно визначити наступні методи проведення операції:

1) Консолідованому банку доречно емітувати привілейовані акції з правами співставними з правами привілейованих акцій банків, які беруть участь в операції. Це найбільш простий варіант реалізації операції, що припускає конвертацію привілейованих акцій банків, що зливаються, на привілейовані акції консолідованого банку. Якщо корпоративні права власників привілейованих акцій банків, що зливаються, відповідають правам привілейованих акцій консолідованого банку, то права всіх акціонерів, що беруть участь в операції, також не можуть бути обмежені, а коефіцієнт конвертації привілейованих акцій повинен бути рівним коефіцієнту конвертації звичайних акцій.

2) Консолідований банк має лише звичайні акції у структурі капіталу, а банки, що беруть участь в операції злиття, мають складну структуру акціонерного капіталу. У даному випадку привілейовані акції банків, що зливаються, конвертуються на звичайні акції консолідованого банку. Оскільки права акціонерів банків, що зливаються, змінюються у результаті утворення банку з відмінною структурою акціонерного капіталу, коефіцієнт конвертації привілейованих акцій відрізняється від відповідного коефіцієнта для звичайних акцій. В основі відмінності коефіцієнтів лежить різна абсолютна ринкова вартість привілейованих і звичайних акцій.

3) Похідним методом є ситуація, коли консолідований банк має складну структуру акціонерного капіталу, проте, права власників акцій банків, що зливаються, або права власників привілейованих акцій консолідованого банку відрізняються за своїм обсягом і характером. Для забезпечення рівності фінансових умов усіх учасників операції коефіцієнти конвертації привілейованих акцій банків, що зливаються, на привілейовані акції консолідованої банку можуть відрізнятися від коефіцієнтів конвертації звичайних акцій [3].

Аналіз описаних вище методів проведення операцій злиття банками зі складною структурою акціонерного капіталу показує, що у всіх випадках, окрім першого, необхідна оцінка вартості привілейованих акцій. Виникає необхідність оцінки вартості пакетів акцій різних типів для банків зі складною структурою акціонерного ка-

піталу. Вартість акціонерного капіталу банку є вартістю всіх 100 % акцій та може бути представлена формулою:

$$\text{Equity} = \text{Common Equity} + \text{Preferred Equity}, \quad (1)$$

де Equity — вартість акціонерного капіталу;
Common Equity — вартість звичайних акцій;
Preferred Equity — вартість привілейованих акцій.

Відповідно, визначення вартості привілейованих акцій необхідно не тільки для оцінки вартості пакету привілейованих акцій, але й для оцінки пакету звичайних акцій. У західній практиці загально визнаним підходом до оцінки привілейованих акцій є метод дисконтованих дивідендних виплат [4]. У національній практиці права власників привілейованих акцій по відношенню до банку-емітента істотно відрізняються. Закріплення гарантованих дивідендів як відсотка від чистого прибутку банку за привілейованими акціями роблять привілейовані акції виключним фінансовими інструментами [5].

Побудувати достовірний прогноз потоку дивідендів у таких умовах для переважної більшості українських банків неможливо. Чистий прибуток, що впливає на рівень дивідендних виплат за привілейованими акціями, відрізняється високою волатильністю [6], а також виплата дивідендів за привілейованими акціями може бути перенесена на невизначений період часу у майбутньому. В умовах неможливості оцінити вартість привілейованих акцій методом дисконтованих дивідендних виплат для оцінки вартості конкретних пакетів акцій із складною структурою капіталу може використовуватися метод розподілу вартості акціонерного капіталу між звичайними і привілейованими акціями:

$$V_c = V / (N_c + N_p \cdot k \cdot n) \cdot N_c; V_p = V - V_c, \quad (2)$$

де V — вартість акціонерного капіталу;
 V_c — вартість звичайних акцій;
 V_p — вартість привілейованих акцій;
 N_c — кількість звичайних акцій у структурі власного капіталу;
 N_p — кількість привілейованих акцій у структурі власного капіталу;
 k — співвідношення вартості однієї звичайної акції до вартості однієї привілейованої акції за умови рівності номіналів привілейованих і звичайних акцій;
 n — відношення номіналу привілейованої акції до номіналу звичайної акції.

В основі даного методу лежить визначення співвідношення між вартістю звичайної та привілейованої акції. Для визначення даного співвідношення пропонуємо розглянути наступні підходи: дослідження операцій із звичайними і привілейованими акціями одного емітента, порівняльний аналіз грошових потоків власників привілейованих і звичайних акцій, а також аналіз практики реструктуризації акціонерного капіталу банками.

Порівняльний аналіз грошових потоків власників привілейованих і звичайних акцій ґрунтується на абстрактному застосуванні методу дисконтування грошових потоків по відношенню до потенційних грошових потоків, що виникають у результаті володіння акціями банку. Вартість будь-якого доходного активу з точки зору прибуткового підходу визначається за наступною формулою:

$$V = CF \cdot (1 + g) / (r - g), \quad (3)$$

де V — вартість активу;
 CF — грошовий потік, що отримується у результаті володіння даним активом;
 g — темп зростання грошового потоку в майбутньому;
 r — необхідна інвесторами норма прибутковості даного активу.

Проведемо порівняльний аналіз кожного з компонентів даної формули стосовно звичайних і привілейованих акцій. У разі відсутності у власників звичайних акцій можливості отримувати додаткові грошові потоки, пов'язані з укладанням угод не-

ринкового характеру, грошові потоки, які спрямовуються від банку до його власників, можуть формуватися за рахунок трьох основних джерел — виплата дивідендів, отримання доходу, пов'язаного з ліквідацією компанії, викуп компанією власних акцій. У разі невиконання дивідендів понад гарантований статутним мінімумом, внаслідок інвестування вільних засобів у нові інвестиційні проекти, власники привілейованих акцій ділитимуть майбутні вигоди від даних інвестиційних проектів разом із власниками звичайних акцій.

При розподілі майна банку, що ліквідується власники привілейованих і звичайних акцій отримують однаковий дохід на одну акцію. У ряді випадків власники привілейованих акцій додатково отримують номінальну вартість своїх акцій. При цьому права власників привілейованих акцій задовольняються до виконання зобов'язань перед власниками звичайних акцій. Єдиним випадком можливого перевищення грошового потоку від звичайної акції над грошовим потоком від привілейованої акції є викуп банком власних звичайних акцій у акціонерів.

Таким чином, грошовий потік за однією звичайною акцією, а також темпи зростання даного грошового потоку в майбутньому, не можуть бути вище аналогічних показників за однією привілейованою акцією. Ризики власників звичайних акцій не можуть бути нижче, ніж ризики власників привілейованих акцій, дивідендний дохід яких гарантований у більшій мірі, що впливає на ставку дисконтування. Отже, необхідна норма прибутковості за привілейованими акціями не може бути вище відповідної норми за звичайними акціями, оскільки:

грошовий потік, що генерується на одну привілейовану акцію, не може бути нижче за грошовий потік, що генерується на одну звичайну акцію;

темп зростання грошового потоку для власників звичайних акцій у майбутньому не може перевищувати темпи зростання грошових потоків для власників привілейованих акцій;

потрібна інвесторами прибутковість за привілейованими акціями не може бути вище за норму прибутковості за звичайними акціями, вартість однієї привілейованої акції не може бути менше, ніж вартість однієї звичайної акції [7]. Відзначимо, що дане твердження справедливе лише у тому випадку, коли банк дотримується норм міжнародного корпоративного права і не здійснює незаконних неринкових операцій.

Дослідження операцій із звичайними та привілейованими акціями показує, що середній дисконт за акціями банків у світовій практиці складає 25 % [8]. Дисконт цін привілейованих акцій по відношенню до звичайних пояснюється можливістю власників звичайних акцій впливати на управлінські рішення. Дані управлінські рішення можуть, зокрема, сприяти перерозподілу грошових потоків від власників звичайних акцій до власників привілейованих акцій у випадку порушення норм корпоративної етики. Також доречно зазначити, що привілейовані акції не можуть містити премію за контроль, а тому їх вартість містить дисконт у порівнянні з вартістю звичайних акцій. У більшості варіантів структуризації операції злиття та придбання, у яких беруть участь банки із складною структурою капіталу, необхідна оцінка вартості привілейованих акцій, а для вирішення даної проблеми необхідно визначити справедливе співвідношення між вартістю звичайної та привілейованої акції. Ступінь публічності банку також впливає на розмір даного дисконту — чим вище ступінь публічності, чим більше у нього міноритарних акціонерів, тим менший рівень дисконту для нього характерний. Огляд світової практики конвертації привілейованих акцій показав, що банки використовували коефіцієнт 1:1 при обміні акцій [9].

Грошові потоки, що розподіляються між власниками звичайних і привілейованих акцій, свідчать, що у випадку дотримання норм корпоративного законодавства вартість привілейованої акції не може бути менше вартості звичайної акції. Таким чином, справедливе співвідношення вартостей привілейованої й звичайної акцій знаходиться у діапазоні 0,75 — 1 та знаходиться під впливом таких факторів, як практика дотримання банком норм корпоративного права, ступінь публічності, окремі положення статуту та корпоративного кодексу банку.

Література

1. *Пересада А. А.* Інвестиційний процес в Україні. — К., 2000. — 298 с.
2. *Рудык Н. Б.* Структура капітала корпорації: теорія і практика. — М.: Дело, 2004. — 272 с.
3. *Travlos, N.*, 1987, Corporate Takeover Bids, Method of Payment, and Bidding Firms, Stock Returns // *Journal of Finance* 42, pp. 943—963.
4. *Брейли Р., Майерс С.* Принципи корпоративних фінансів / Пер. с англ. Н.Барышниковой. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. — 1008 с.
5. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» / Відомості Верховної Ради (ВВР). — 2006. — № 31.
6. www.preferredstockonline.com
7. *Mohanty Pitabas* A Practical Approach to Solving the Circularity Problem in Estimating the Cost of Capital // *Social Science Research Network*, <http://ssrn.com/abstract=413240>
8. *Гвардин С. В., Чекун И. Н.* Финансирование слияний и поглощений в России. — М.: Бином, 2006. — 195 с.
9. *Maquieira C., W. Megginson, and L. Nail* Wealth Creation Versus Wealth Redistributions in Pure Stock-For-Stock Mergers // *Journal of Financial Economics* 48, 1998, pp. 3—33.

Стаття надійшла до редакції 20.11.2007 р.

УДК 338.46.336.7

І. Б. Івасів, канд. екон. наук, доц.,
докторант кафедри банківської справи,
ДВНЗ «Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана»

СУЧАСНИЙ БАНК — КРИЗА ІДЕНТИЧНОСТІ

В роботі зроблено спробу визначити феномен банку в контексті сучасного фінансового ландшафту, для чого використовується поняття «сучасний банк». Розглянуто провідні тенденції розвитку фінансових ринків та фінансової архітектури, що спричинили до розмивання кордонів банківського сектора.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: банк, глобалізація, дерегулювання, конкурентні сили, фінансовий ринок, фінансова архітектура.

Глибинні зміни світової фінансової архітектури, фінансових ринків та його інструментарію призвели до того, що банки — раніше безумовно провідні інститути фінансового посередництва — стикнулися з проблемою визначення власної ідентичності. Мова йде про те, що в процесі ідентифікації банку потрібно дати відповідь на питання «що таке банк?», що виявляється далеко не простим завданням. Так, ще в 1972 р. Н. Мерфі заявив, що «важко створити інтегровану теорію банківської фірми» [1, с. 101]. На проблему відсутності єдиного підходу до трактування сутності банків звертають увагу як зарубіжні, так і вітчизняні дослідники, зокрема О. Дзюблюк [2], та В. Корнеєв [3]. І дійсно, порівняння банків навіть однакових розмірів часто-густо може виявити значні відмінності між окремими інститутами.

У даній роботі ми спробуємо запропонувати власний погляд на банк, у контексті модерних фінансових ринків та наявної фінансової архітектури, а також спробувати виявити особливості сучасного банку.

О. Кириченко, І. Гіленко, С. Роголь, ототожнюючи поняття «банк» та «комерційний банк», вважають, що «Комерційний банк — це багатофункціональний фінансовий інститут, що здійснює широкий спектр послуг кредитного, страхового і платіжного характеру, а також виконує різноманітні фінансові функції...» [4, с. 28]. Основною відмінністю комерційних банків ці дослідники вважають «відсутність