

УДК 65.012.432

Б. Ю. Москвін, аспірант кафедри менеджменту
ДВНЗ «Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана»

АНАЛІЗ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЮ В УКРАЇНІ

Анотація. Стаття присвячена питанням специфіки побудови ринку корпоративного контролю. Автором надано визначення ринку корпоративного контролю, досліджено динаміку його активності та проаналізовано спільні та відмінні тенденції на вітчизняному та зарубіжному ринку корпоративного контролю, надано класифікацію основних факторів активізації угод в умовах кризи на ринку корпоративного контролю.

Ключові слова: ринок корпоративного контролю, фактори інтенсифікації угод, інституційне середовище, поведінка підприємств, угоди злиттів і поглинань.

Вступ. В сучасних умовах розвитку бізнесу в Україні, проблема функціонування ринку корпоративного контролю є однією з головних для власників і менеджменту підприємств, які є провідними гравцями на ринку корпоративного контролю. Активізація угод злиттів і поглинань (М&А) в Україні пов'язана з частковою стабілізацією економічної ситуації в країні та розширенням сфер впливу вітчизняних і зарубіжних фінансово-промислових груп. Про це свідчить активізація вітчизняного ринку корпоративного контролю у 2010—2011 рр. За даними агентства Mergermarket, у 2010 р. 41 українська компанія змінила власника (у 2009-му — 34). За попередніми даними, загальна сума угод М&А за 2010 рік може перевищити \$ 6 млрд. При цьому офіційно підтверджена сума угод (у 18-ти випадках) становить \$ 2,7 млрд. У цей список не входять дві великі угоди: поглинання «Метінвестом» ММК ім. Ілліча і придбання «Зовнішекономбанком» «Запоріжсталі» — через їх непрозорість і відсутності офіційно підтверджених сум за транзакціями [1].

Постановка проблеми. Оскільки організаційно-правові форми підприємств, система їх корпоративного управління та контролю є різними, не існує єдиних підходів та інструментів управління поведінкою підприємств на ринку корпоративного контролю, протидії корпоративним захватам. Частково, проблеми функціонування підприємств на ринку корпоративного контролю розглядаються у працях таких вітчизняних і зарубіжних учених, як: П. Астахов, В.П. Буянов, Н.В. Демчук, С.Г. Джура, К.Е. Доб-ринін, Д.В. Зеркалов, М.Г. Іонцев, Р.І. Капелюшніков, О.М. Каптуренко, С.М. Кліменко, В.І. Компанієць, О. Костюк, К.В. Крутильніков, Л.Л. Маханець, І.В. Можейко, А.Є. Молотніков, Н.Г. Ніконова, В.В. Откидач, А.А. Піманова, В. Поляков, Н.Б. Рудик, С. Сергієв, І.Ю. Туник, Н.І. Фасенсон, О.В. Фисуренко, А.Ю. Фьодоров, А.Є. Черпак й ін. Водночас, специфіка функціонування ринку корпоративного контролю зумовлена, зокрема, недостатнім рівнем розвитку інституційного середовища ведення бізнесу, зумовлює необхідність поглиблення теоретико-методичних підходів до дослідження поведінки суб'єктів на ринку корпоративного контролю, насамперед, до визначення факторів інтенсифікації ринкових транзакцій.

Зважаючи на зазначене, **метою** даної статті є дослідження факторів інтенсифікації ринкових транзакцій на ринку корпоративного контролю.

Результати дослідження. Термін «ринку корпоративного контролю» був уведений у науковий обіг у 1965 р. американським економістом Г. Манні, який, аналізуючи проблему підвищення ефективності корпоративного сектора національної економіки США, припустив існування прямого зв'язку між ефективністю управління

корпорацією і ринковою вартістю її акцій. Тоді ціна акцій корпорації нижче середньої за сектором ринку буде сигналізувати учасникам ринку про неефективність управління нею, слабкості менеджменту, недооціненість активів [3]. Така корпорація може стати метою поглинання для іншої корпорації, яка розраховує в результаті вигідного придбання збільшити активи своєї корпорації, досягнути ефекту синергії [4].

Отже, ринок корпоративного контролю — це ринок, де відбувається перехід прав на контроль над акціонерним товариством. Контроль може здійснюватись шляхом реалізації права володіння або користування всіма активами чи їх значною частиною, права вирішального впливу на формування складу, результати голосування та прийняття рішення органами управління суб'єкта господарювання, а також вчинення правочинів, які надають можливість визначати умови господарської діяльності, давати обов'язкові до виконання вказівки або виконувати функції органу управління суб'єкта господарювання. Його основу складає фондовий ринок, але право на контроль може переходити й іншим шляхом. Основна форма угод на ринку корпоративного контролю — угоди злиттів і поглинань.

З метою аналізу специфіки функціонування ринку корпоративного контролю необхідно розглянути фактори, які збільшують привабливість українських підприємств для поглинання на даному ринку (рис. 1). Ці фактори пов'язані як зовнішнім, так і внутрішнім середовищем господарювання підприємства. До внутрішніх факторів відносяться ті, які мають безпосередній вплив на підприємство, та можуть послабити захист підприємства, що стане причиною його захоплення. Зовнішні фактори пов'язані з середовищем господарювання підприємства, а саме з рівнем конкуренції, бар'єрами входження на ринок та активами, якими володіє підприємство, і які можуть становити інтерес для інших підприємств, а отже можуть спонукати їх до розширення власної сфери впливу на даному ринку, шляхом поглинання підприємства, яке володіє необхідними для розвитку активами (земля, будівлі й ін.).



Рис. 1. Фактори, які збільшують привабливість підприємств для поглинання на ринку корпоративного контролю

Розглянемо розвиток вітчизняного ринку корпоративного контролю. За інформацією «Ernst & Young», обсяг українського ринку корпоративного контролю за підсумками 2010 р. складає близько \$ 7,3 млрд. Різниця в цифрах пов'язана з тим, що зазвичай у базу Mergermarket заносять тільки публічні угоди або ті, інформацію про які агентству надала одна зі сторін трансакції або їх фінансові консультанти. Перелік найбільших угод на ринку корпоративного контролю України за 2010 рік наведено у таблиці 1 [2].

Таблиця 1

ПЕРЕЛІК НАЙБІЛЬШИХ УГОД M&A В УКРАЇНІ В 2010 РОЦІ [2]

Об'єкт поглинання	Продавець	Покупець	Сума угоди, \$ млрд
«Запоріжсталь» (96,6 %)	Едуард Шифрин, Алекс Шнайдер, Ігор Дворецький і Віталій Сацкий	Група інвесторів, фінансував Зовнішекономбанк (ВЭБ)	1,0—1,5
ІСД (50 % + 2 акції)	Віталій Гайдук	Група інвесторів, головним є Олександр Катунін, ВЭБ	1,0
ММК ім. Ілліча (біля 75 %)	Владимир Бойко	«Метінвест»	н/д
Концерн «Стирол»	Микола Янковський	Ostchem	0,5—0,6
«Викойл»	Тимур Валітов, Микола Гавриленко, Анатолій Гаврильченко і В'ячеслав Зіменков	«ТНК-ВР»	0,3
Студія «1+1» і «Кіно» (по 100 %)	Central European Media Enterprises (CME)	Ігор Коломойський	0,3
Allseeds Group (94 %)	Владимир Вінниченко і Вікторія Рябухіна	Група «Кернел»	0,2—0,25
«Техноком», ТМ «Мівіна» (100 %)	Лионг Куок Бінь	Nestle	0,1—0,25
Банк «Форум» (26,25 %)	Леонід Юрушев	Commerzbank AG	0,13
УкрСіббанк (18,7 %)	Олександр Ярославський	BNP Paribas	0,1—0,15

Дані фактори необхідно враховувати власникам і менеджменту підприємств при побудові стратегії захисту від корпоративних захватів, шляхом включення заходів, спрямованих на зниження привабливості підприємств для поглинання.

За даними табл. 1 можна зробити висновок про активність ринку корпоративного контролю України в 2010 році, який характеризувався недостатнім розвитком в умовах економічної кризи початку в період з 2008 по 2010 рр. Але проблема порушення принципів корпоративного управління (принципи ОЕСР) та чинного законодавства України при здійсненні угод злиттів і поглинань на ринку корпоративного контролю України ще є невирішеною і становить загрозу для становлення вітчизняного ринку корпоративного контролю як відкритого й не корумпованого ринку на рівні з ринками розвинутих країн.

Зазначимо, що за даними дослідження проведеного Freeman Consulting Services і Thomson Reuters [2], прогнозується зростання обсягу угод на світовому ринку корпоративного контролю у 2012 р. до \$3,2 трлн. Прогноз на 2011 р. складає \$2,6 трлн, що передбачає помірне зростання на 5 % порівняно зі зростанням на

26 % у 2010 р. Очікуване зростання глобального ринку корпоративного у 2012 р. контролю буде пов'язано з активізацією укладання угод з поглинання підприємств. Насамперед, такі тенденції прогноуються для підприємств промисловості (приріст на 33 %), енергетики, а також постачальників сировини (30 %), порівняно з прогнозом на 2011 р. [2].

Як зазначається в дослідженні, Латинська Америка і розвинені азіатські країни будуть основними регіонами експансії ринку корпоративного контролю в 2012 р. Найнепривабливішим регіоном для поглинань назвали Східну Європу і Росію, причому серед привабливих секторів у цьому регіоні були названі фінанси і нерухомість (20 %), паливно-енергетичний комплекс і сировинний сектор (18 %), охорона здоров'я (10 %) і промисловий сектор (6 %).

Як ми бачимо, очікуване уповільнення темпів зростання світового ринку корпоративного контролю у 2011 р. зміниться зростанням у 2012 р., що свідчить про інтенсифікацію угод злиттів і поглинань та активізацію світового ринку корпоративного контролю.

Для порівняння вітчизняного та зарубіжного ринків корпоративного контролю та аналізу розвитку ринку корпоративного контролю України, розглянемо рейтинг зрілості світового ринку корпоративного контролю, згідно з результатами нового звіту Центру досліджень ринку злиттів і поглинань (Mergers and Acquisitions Research Centre, MARC, Великобританія) (індекс) [8]. Даний рейтинг очолюють традиційні для угод злиттів і поглинань (M&A) ринки, такі як Канада (значення Індексу для цієї країни дорівнює 1,4), Великобританія (1,4), США (1,5), Японія (1,5) і Франція (1,5).

Разом із тим досить позитивні результати продемонстрували Малайзія, Ізраїль і Чилі, що насамперед пов'язано з характерними особливостями цих країн. Наприклад, Чилі посідає 24 місце, однак вплив політичних факторів оцінено в 1,4 балу, що є досить непоганим результатом. Таку ж кількість балів за аналогічним критерієм отримали лідери рейтингу — Великобританія та США.

Лідером групи перехідних ринків є Чехія (2,1), а ринків, що розвиваються, — Індонезія (3). Росія та Казахстан із показниками 2,7 і 2,8 відповідно посіли в рейтингу середні місця. Україна з показником 3,2 перебуває на 90 місці з 175 країн в рейтингу. Результати нашої країни за окремими категоріями є такими: нормативно-правова категорія — 3,8; економічна — 3,9; фінансова — 3,3; політична — 4; технологічна — 2; соціокультурна — 2. Середнє значення Індексу для країн групи зрілих ринків дорівнює 1,7, перехідних ринків — 2,7, а ринків, що розвиваються, — 3,5 [8].

Один із найнесподіваніших висновків цього дослідження полягає в тому, що в періоди посилення політичної нестабільності наявною є тенденція до збільшення кількості угод M&A, але тільки в країнах із перехідною економікою. Проте політичні умови та розвиток технологій майже не мають помітного впливу на кількість угод зі злиттів і поглинань на зрілих ринках, де ключову роль відіграють соціокультурні фактори.

Останніми роками Азія стає регіоном із найбільш сприятливими умовами для угод M&A після Північної Америки та Західної Європи. Південна Корея, Сінгапур та Гонконг отримали таку ж кількість балів, як Австралія та Німеччина, що свідчить про досягнення ринками M&A в цих країнах стадії зрілості. Незважаючи на високі темпи зростання останнім часом та економічну міць Китаю, Індекс показує, що потенціал ринку M&A цієї країни ще не розкрився. При більш детальному вивченні даних видно, що, незважаючи на високі бали, отримані Китаєм за більшістю критеріїв, такі чинники, як політична стабільність і нормативно-правове ре-

гулювання оцінені в 3 та 3,3 балу відповідно. Це свідчить про те, що хоча ринок Китаю і віднесений до категорії зрілих, ця країна на сьогодні може вважатися лише лідером групи країн з перехідною економікою. У групі країн БРІК у рейтингу зрілості ринків М&А Китай випереджає Бразилію, Росію та Індію.

Експерти зауважують, що найбільш зрілими є ринки, на яких традиційно відбувалася найбільша кількість угод М&А. Проте Малайзія, Ізраїль, Чеська Республіка та Чилі теж розташувалися у верхніх рядках рейтингу. Розвиток ринків М&А в цих країнах зумовлений рядом їх характерних рис. Так, Малайзія отримала найбільшу кількість балів за економічними та фінансовими критеріями. Ізраїль лідирує за технологічними чинниками, Чеська Республіка — за соціокультурними, а Чилі — за політичними. Ці країни випереджають Бразилію, Росію, Індію та Китай, ринки яких аналітики зазвичай відносять у дослідженнях до основних поміж тих, що розвиваються. Додатковим чинником успіху зазначених вище країн став невеликий розмір їхніх ринків. У міру того, як ситуація на ринках починає стабілізуватися, зростає важливість угод зі злиттів і поглинань як інструменту, що використовується компаніями з метою підвищення темпів зростання.

Для багатьох компаній це вимагає вивчення нових ринків у пошуках можливих об'єктів придбання. Проблеми в цій сфері пов'язані з отриманням достовірної інформації про регіональні ризики та можливості. Інвестори часто говорять про країни БРІК як про одну «групу». Однак існують помітні відмінності в економічних умовах Бразилії та Росії, а також культурні особливості в Індії та Китаї. Успіх угод М&А залежить від розуміння та оцінки ризиків і можливостей, пов'язаних із ними, отже інвесторам слід уважно вивчити всі аспекти перш ніж укладати угоди.

У цілому, як зазначають розробники Індексу, він забезпечує чітке уявлення про ступінь зрілості ринку М&А окремих країн і може бути зручною відправною точкою для обговорення питань укладення угод на менш відомих ринках. Індекс свідчить про потенціал нетрадиційних ринків для учасників світового ринку злиттів і поглинань. Щорічні дослідження, які здійснюються в рамках складання Індексу, демонструють формування певних тенденцій на ринках М&А різних країн і з часом дозволяють відстежити динаміку ступеня їх зрілості [8].

Активізація угод на світовому ринку корпоративного контролю відобразилася і на вітчизняному ринку, про що свідчить зростання кількості угод злиттів і поглинань в Україні в 2010 р. Спільною тенденцією для вітчизняного та зарубіжного ринку є активізація угод злиттів і поглинань та акумуляції додаткових коштів для їх проведення, що спричинила стабілізація фінансового становища підприємств після фінансової кризи. Але різними є фактори, що сприяли активізації угод на ринку корпоративного контролю. Для зарубіжного ринку такими факторами є, насамперед, намагання більш конкурентоспроможних підприємств збільшити акціонерну вартість корпорацій, збільшити вигоду стейкхолдерів, шляхом поглинання менш ефективних та конкурентоспроможних підприємств, а для вітчизняного ринку корпоративного контролю притаманно зміцнення позицій фінансово-промислових груп і монополізація галузі господарювання, шляхом поглинання активів (підприємства, будівлі, земля), які становлять для них інтерес або можуть становити конкуренцію на даному ринку.

Висновок. В статті було проведено дослідження факторів інтенсифікації ринкових транзакцій на ринку корпоративного контролю. Автором проведено порівняльний аналіз зростання вітчизняного та зарубіжного ринку корпоративного контролю й надано перелік факторів, які спричинили активізацію угод злиттів і поглинань на даних ринках.

Щодо **напрямків подальших досліджень**, то необхідно проаналізувати причини недостатнього розвитку інституційного середовища в Україні та порівняти його з інституційним середовищем у розвинутих країнах, що надасть змогу виявити причини відмінності між факторами, що спонукають до активізації угод на вітчизняному та зарубіжному ринку корпоративного контролю та надати рекомендації щодо дотримання міжнародних стандартів корпоративного управління при їх проведенні на вітчизняному ринку корпоративного контролю.

Література

1. *Галицька Ольга*. Фінансова турбулентність скорочується // Газета «Економічні відомості». — № 69 (1529). — 20.04.2011 р.
2. *Судзинова Елена*. Обзор рынка злиттів та поглинань. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.prostobiz.ua/biznes/razvitie_biznesa/stati/obzor_rynka_sliyaniy_i_pogloscheniy_za_2010_god_kto_kupil_ukrainskie_aktivy.
3. *Manne, Henry G.* Mergers and the Market for Corporate Control // Journal of Political Economy. — 73 (1965): 110.
4. *Рудык Н.Б., Семенкова Е.В.* Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. — М.: Финансы и статистика, 2000. — 456 с.
5. *Jensen, Michael, and Richard Ruback.* «The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence.» Journal of Financial Economics 11 (March 1993): 5—50.
6. *Michael S. Weisbach.* Corporate governance and hostile takeovers // Journal of Accounting and Economics. — № 16. — 1993. — P. 199—208.
7. *Jonathan R. Macey.* A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail // Yale Law Journal. — №25. — 1990. — P. 85.
8. *Карпаченко Аліна*. Індекс зрілості ринку М&А // Газета «Цінні папери України», № 1 (646), 06.01.2011 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.securities.org.ua>.
9. *Рудык Н.Б.* Методы защиты от враждебного поглощения. — М.: Дело, 2006.
10. *Jonathan R. Macey.* Market for Corporate Control // The concise encyclopedia of economics. — 2nd edition. — 2002.

Стаття надійшла до редакції 01.11.2011 р.

УДК 338.4

Д. Ю. Наконечна, аспірант,
ДВНЗ «Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана»

ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ПІДВИЩЕННЯ ЕНЕРГОЕФЕКТИВНОСТІ ВИРОБНИЦТВА ЦЕМЕНТУ В УКРАЇНІ: ТЕНДЕНЦІЇ ТА ОСНОВНІ ПРОБЛЕМИ

Анотація. У статті розглянуто тенденції та основні проблеми в забезпеченні підвищення енергоефективності в цементній підгалузі України упродовж 2008—2010 рр. Охарактеризовано основні види заходів, що запроваджуються або можуть здійснюватися вітчизняними компаніями для зниження витрат на паливно-енергетичні ресурси. Представлено інформацію щодо проектів спільного впровадження в рамках Київського протоколу.

Ключові слова: цементна промисловість, енергоефективність, проекти спільного впровадження.