

2. Вітлінський В. В., Тимченко О. М. Джерела і види податкових ризиків, їх взаємозв'язок // *Фінанси України* — 2007. — № 3. — С. 132—139.
3. Звітність ДПП у м. Ужгороді за 2000—2007 роки.
4. Федосов В. М. *Налоги в экономике современного капитализма (на примере ФРГ)*. — К.: Головное издательство издат. объединения «Вища школа», 1977. — 192 с.
5. Риккардо Д. *Начала политической экономии и налогового обложения*. — М.: Государственное издательство политической литературы, 1955. — 360 с.
6. Сміт Адам. *Добробут націй. Дослідження про природу та причини добробуту націй* / Є. Литвин (наук. ред.), О. Васильєва (пер. з англ.). — К.: Port-Royal, 2001. — 594 с.
7. Закон України «Про податок з доходів фізичних осіб» від 22 травня 2005 року № 889 — IV. / [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua)
8. Harold M. *Groves Tax philosophers*. — The University of Wisconsin Press. 1974. — 158 с.

*Стаття надійшла до редакції 05.02.2008 р.*

УДК 336.71

**О. О. Чуб,**

канд. екон. наук, доц.,  
доцент кафедри банківської справи,  
ДВНЗ «Київський національний економічний  
університет імені Вадима Гетьмана»

## ТЕОРЕТИЧНІ КОНЦЕПЦІЇ МОТИВІВ ПРОВЕДЕННЯ ОПЕРАЦІЙ ЗЛИТТЯ ТА ПРИДБАННЯ

*В статье рассмотрены мотивы проведения операций слияния и поглощения. Определены концепции определения синергетического эффекта при операциях слияния и приобретения банков. Выделены две группы мотивов проведения операций слияния и приобретения банков.*

*The motives of implementation of mergers and acquisition operations are investigated in the article. Conceptions for definition of synergetic effect in the mergers and acquisition operations of banks are defined. Two groups of the motives of mergers and acquisition operations are indicated.*

**Ключові слова:** злиття та поглинання, синергетичний ефект, раціональні мотиви проведення операцій злиття та придбання, сумнівні мотиви проведення операцій злиття та придбання.

У 90-ті роки ХХ ст. у світовій практиці почалася активізація ринку операцій злиття, придбання та поглинання або ринку знаного у міжнародній економічній спільноті як М&А-операції

(*mergers and acquisition operations*). Цей період характеризувався зростанням міжнародних M&A-операцій, причому поєднувалися конкуренти, особливо англійські компанії з американськими. Лідером у міжнародних процесах злиття і поглинання були англійські компанії. Посилення процесів злиття і поглинання спостерігалось в усіх галузях, але найбільший розвиток спостерігався у сфері комунікацій, інформаційних технологій, банківських і фінансових послуг, медичної індустрії і транспорту. На рис. 1 представлено абсолютну вартість проведених операцій M&A за секторами економіки на міжнародних ринках корпоративного контролю.

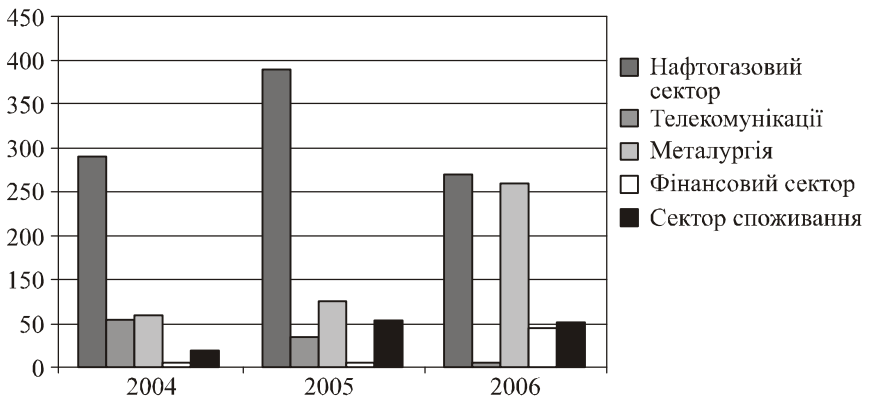


Рис. 1. Середня вартість угод придбання у п'яти галузях економіки [1]

Останнє десятиліття угоди злиття та придбання укладаються за згодою обох сторін, що пов'язано зі зростанням рівня корпоративної культури та затвердженням законодавчих обмежень на ринку корпоративного контролю, що сприяло розвитку нових інструментів і технологій при здійсненні M&A-операцій.

Головним вирішальним фактором при ініціації операцій злиття і придбання є визначення мотиву, тобто основної мети, якої прагне досягти покупець у результаті проведення операції злиття та придбання. Саме виходячи з основних мотивів визначаються бажані характеристики об'єкту придбання, без чого неможливо правильно вибрати майбутню компанію-мету, визначити тактику проведення і структуризації операції [2, с. 43].

Основним мотивом будь-якої операції придбання є зростання вартості бізнесу, джерелами якого може бути по-перше, купівля компаній із неякісним менеджментом чи недооцінених ринком із метою їх реорганізації і подальшого перепродажу. По-друге, збільшення вартості можливе через отримання синергетичного ефекту в результаті реалізації М&А-операції, і як наслідок зростання якісних та кількісних параметрів діяльності банку до реорганізації. Проте найбільш важливим залишається мотив отримання синергетичного ефекту [3].

Синергія відноситься до такого типу взаємодій, коли дві складові разом дають більший ефект, чим сума двох незалежних складових. У операціях придбання під терміном «синергія» розуміється здатність об'єднаної компанії бути більш прибутковою ніж у разі незалежного функціонування кожної окремої компанії до проведення злиття. У результаті реалізації М&А-операції новостворена компанія повинна коштувати більше, ніж коштували компанії до злиття кожна окремо. У найзагальнішому вигляді ефект синергії можна визначити за допомогою нижченаведеної формули:

$$\text{Синергія} = V_{xy} - (V_x + V_y), \quad (1)$$

де  $V_{xy}$  — вартість новоствореної компанії;  
 $V_x, V_y$  — ринкова вартість компаній до проведення М&А-операції.

Робін Мет'юз професор Кінгстонського університету пропонує для визначення синергії використовувати модель «2S», яка може бути представлена у наступному вигляді [4].

$$\text{Синергія} = S_{\text{super}} + S_{\text{sub}}, \quad (2)$$

де  $S_{\text{super}}$  — суперадитивність,  $S_{\text{sub}}$  — субадитивність.

Запропонована модель базується на твердженні, що синергія виникає за рахунок двох основних джерел — субадитивності і суперадитивності. Суперадитивність характеризується збільшенням прибутків у результаті об'єднання зусиль компаній для реалізації проектів, які неможливо було б реалізувати кожній компанії окремо. Субадитивність дозволяє об'єднаному банку знизити сукупні витрати на формування капіталу, усунути дублюючі посади за умови збереження існуючих масштабів ділової активності.

Синергетичний ефект може формуватися за рахунок підвищення вартості кожного з банків, що об'єднуються у складі інтегрованого банку (*синергія розширення*). Синергія розширення ви-

никає в результаті взаємодії двох джерел створення синергії — субадитивності і суперадитивності та є результатом отримання доступу банків до ресурсів один одного.

Синергія, що виникає за рахунок реалізації проектів, неможливих для кожного окремого банку до проведення операцій реорганізації (*синергія кооперації*). Синергія кооперації включає в себе тільки синергію, що виникає за рахунок суперадитивності та з'являється у результаті появи нового унікального ресурсу у об'єднаного банку.

Факт сплати премій у операціях злиття та придбання пояснюється виникненням ефекту синергії при об'єднанні банків. Зазвичай саме синергія дозволяє забезпечити позитивну вартість поглинання (*net acquisition value, NAV*), яка може бути визначена за формулою [5, с. 154]:

$$NAV = (V_{xy} - [V_x + V_y]) - (P + E), \quad (3)$$

де  $V_{xy}$  — вартість новоствореної компанії;  
 $V_x, V_y$  — ринкова вартість компаній до проведення М&А-операції;

$P$  — премія, виплачена за придбання компанії «у»;

$E$  — витрати на проведення М&А-операції.

Таким чином, ефект синергії ( $V_{xy} - [V_x + V_y]$ ) дозволяє компенсувати витрати понесені для фінансування операційних витрат проведення М&А-операції. Особливість синергії полягає в тому, що позитивний ефект проведення операції об'єднання понад очікуваний ринком і вірогідність його досягнення не завжди відома.

В умовах невизначеності величини синергетичного ефекту доречно зазначити, що чим вища сплачена премія, тим нижчі потенційні вигоди банку-покупця. Банк-набувач повинен враховувати, що, передаючи первинні синергетичні вигоди продавцеві у вигляді премії, його завданням є досягнення нових синергетичних ефектів, що нерідко буває достатньо складно зробити. Проте досягнення синергетичного ефекту не завжди виступає єдиним мотивом проведення злиття.

Банки, що беруть участь у М&А-операціях, достатньо рідко формують свою мету як «отримання синергетичних вигод» та надають перевагу чіткіше визначеній мотивації та керуються різними мотивами. Проблематика визначення мотивів реалізації операцій злиття та придбання знайшла своє відображення у працях ряду науковців [6; 7], але зазначеному питанню не приділяється достатньої уваги, переважно воно розглядається у контексті дослідження інших. Спробуємо детально дослідити мотиви здій-

снення операцій злиття та придбання та систематизувати їх. Не всі рішення про проведення операцій злиття та придбання мають під собою достатнє економічне обґрунтування. Так, деякі мотиви злиття та придбання здаються на перший погляд достатньо аргументованими, проте на практиці рідко приводять до появи додаткової вартості. У зв'язку з цим всі мотиви можна умовно розділити на дві великі групи: раціональні і сумнівні. До основних раціональних мотивів проведення операцій злиття та придбання можна віднести:

1. **Економію за рахунок масштабів діяльності.** Економія на масштабах відіграє вирішальну роль при проведенні горизонтального та конгломератного придбання. Економія досягається у тих випадках, коли середня величина витрат на одиницю прибуткових активів знижується у міру збільшення суми кожної окремої активної операції. Мотивація, що ґрунтується на економії за рахунок масштабів діяльності, є найбільш типовою при прагненні досягнення синергетичного ефекту.

2. **Економію за рахунок вертикальної інтеграції.** Поглинаючий банк набуває контролю над джерелами формування додаткових ресурсів, розширює клієнтську базу, а отже можливості проведення активних операцій. У даному випадку економія грошових коштів досягається за рахунок зниження транзакційних витрат. Також додатковий ефект отримується від підвищення доступності та зниження вартості депозитних ресурсів та додаткових можливостей отримання надприбутку. Часто банк-покупець намагається отримати синергетичний ефект через використання трансфертного ціноутворення, що приведе до зростання рентабельності банківництва за рахунок зниження витрат, поліпшить показники діяльності банку й збільшить вартість банку.

Основною перевагою здійснення операцій злиття та придбання є підвищення стабільності і надійності каналів формування депозитних та недепозитних ресурсів банку, що робить банк менш чутливим до кон'юнктурних коливань на грошовому ринку, що позитивно впливає на вартість бізнесу.

Таким чином, позитивний ефект від вертикальної інтеграції виявляється головним чином, у можливості хеджування цінних ризиків та нівелювання ризиків недостатності депозитних ресурсів.

3. **Комбінування взаємодоповнюючих ресурсів.** У результаті інтеграції банк набуває ресурси за нижчими цінами та може використати їх у активних операціях ефективніше, порівняно із вартістю ресурсів та ефективністю проведення активних операцій за умов незалежної діяльності.

4. **Податкові щити.** Банк, що поглинається, може мати право на значні податкові пільги, які використовуються не у повному об'ємі і які могли б бути використані об'єднаним банком для зменшення розміру прибутку до оподаткування.

5. **Можливість використання додаткових продуктів.** Придбання одним банком іншого дозволяє банку-покупцю отримати доступ до новітніх продуктових розробок у фінансовому секторі, що підвищить економічну ефективність діяльності поглинаючого банку.

6. **Підвищення якості й ефективності управління.** Вигоди від придбання низько-ефективних та компаній із низьким рівнем менеджменту полягають у підвищенні прибутковості банку-покупця за рахунок розповсюдження на них досконаліших технологій управління й більш професійного менеджменту. Але у даному випадку доречно зазначити, що йдеться не тільки про синергію як таку, а й про вартість контролю, яка виникає у результаті неоптимального управління у банку-продавця та спричиняє зниження вартості банку порівняно із потенційно можливою вартістю за умови оптимального управління.

Сумнівні мотиви проведення операцій злиття банків характеризуються невизначеністю результатів проведення та низькою ймовірністю досягнення позитивного ефекту. До основних сумнівних мотивів проведення операцій злиття та придбання можна віднести нижченаведені.

1. **Диверсифікація бізнесу.** Інтеграція проводиться з метою стабілізації грошових потоків та зниження рівня ризику новоствореної банківської установи. Проте, зазначений мотив проведення операції злиття та придбання призводить до фактичного нав'язування інвесторам методу диверсифікації в заздалегідь визначеній пропорції ризику та фіксації рівня прибутковості інвестицій. Дисбаланс ризикової структури портфеля власників банку та непогодження із нав'язаною структурою ризику, яка знаходиться за межами ефективної портфельної стратегії окремого інвестора може спричинити продаж акцій. З іншого боку, можливості диверсифікації інвестиційного портфеля індивідуального інвестора більші, оскільки йому простіше ефективно диверсифікувати свій портфель, ніж великому банку. Використовуючи стратегію диверсифікації, менеджмент компанії зачіпає інтереси власників, особливо міноритарних, що може призвести до тотального продажу часток міноритарних інвесторів на ринку та зниження ринкової капіталізації. Проведення операцій злиття та придбання, керуючись мотивом диверсифікації, економічно доціль-

не та стратегічно ефективно за умови, якщо менеджмент одночасно є власником та банк є його основним активом.

2. **Зниження витрат на фінансування.** Банк, що поглинається, нерідко виграє від зниження витрат на формування депозитних, недепозитних ресурсів та власного капіталу за рахунок того, що розмір об'єднаного банку може виступати гарантом надійності та стабільності, що дозволить отримати вищий кредитний рейтинг. У той же час, економічні показники діяльності новоствореного банку (коефіцієнт фінансового важеля, фінансової стійкості та ін.) будуть рівні середньозваженим аналогічним показникам банків до об'єднання, отже реальний справедливий рівень кредитоспроможності не зміниться, а тому банку навряд чи варто розраховувати як на зниження процентних ставок, так і на зменшення справедливої оцінки вартості залучення власного капіталу.

3. **Усунення конкурентів** (мотив монополії). Об'єднаний, більший за розмірами, банк та за наявності достатньо розгалуженої системи філій та відділень, має більший вплив на ринку. Банк, що поглинається, перестає бути ціновим конкурентом, при цьому нерідко банки-конкуренти купуються з метою їх подальшого закриття.

4. Специфічні мотиви ініціації поглинань, такі як **особисті мотиви або задоволення амбіцій власників і директорів компаній**. Очевидно, що, за рідким виключенням, економічні наслідки такого злиття виявляються негативними і нерідко призводять до краху навіть успішних компаній.

Завершуючи дослідження основних мотивів проведення операцій M&A, відзначимо, що для їх ефективної структуризації необхідно вже на початковому етапі стежити за тим, щоб при прийнятті рішення про проведення операцій ініціатори керувалися виключно раціональними мотивами.

У першу чергу, потенційному покупцеві необхідно усвідомити всі можливі стратегічні альтернативи для свого банку і, в разі ухвалення рішення про необхідність зростання через реалізацію M&A-операції, чітко стежити за тим, щоб основні напрями діяльності об'єкту-цілі гармонійно вписувалися в загальну стратегію, а рішення про операції не ухвалювалися б під впливом сумнівних мотивів. Так, не дивлячись на різноманітність механізмів створення вартості, всі операції злиття та придбання об'єднують одне — необхідність ефективніше інших банків генерувати вартість із набутих активів. Досягти цього вдається за умови, що операція здійснюється у рамках загальної корпоративної стратегії. Це дозволяє максимально повно використовувати наявні ак-

тиви й клієнтську базу та стежити за тим, щоб у операціях злиття та придбання переважали раціональні мотиви.

### *Література*

1. Сайт компании KPMG — [www.kpmg.ru](http://www.kpmg.ru)
2. *Игнатишин Ю. В.* Слияния и поглощения. Стратегия, тактика, финансы. — СПб.: Питер, 2005. — 201 с.
3. *Карпухина Е. А.* Международные стратегические альянсы. Опыт исследования. — М.: Дело и Сервис, 2004. — 176 с.
4. *R. Matthews.* Mergers, Complexity and Games: SEAG Annual Conference. Kingston University Business School, 2000.
5. *Гохан Патрик А.* Слияния, поглощения и реструктуризация компаний : пер. с англ. — 2-е изд. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. — 741 с.
6. *Седых А.* Слияния и поглощения банков: общин подходы и технологические аспекты // Банковский менеджмент. — 2006. — № 7. — С. 18—24.
7. *Горелая Н. В.* Зарубежный опыт моделирования эффективности банковских слияний // Деньги и кредит. — 2006. — № 8 — С. 35—41.

*Стаття надійшла до редакції 14.01.2008 р.*

УДК 336.71

**П. М. Чуб,**

канд. екон. наук, доцент,  
доцент кафедри банківської справи,  
ДВНЗ «Київський національний економічний  
університет імені Вадима Гетьмана»

## **УПРАВЛІННЯ ПРОЦЕНТНИМ РИЗИКОМ БАНКУ В СВІТЛІ НОВОЇ БАЗЕЛЬСЬКОЇ УГОДИ**

*В статье рассмотрен процесс управления процентным риском банка исходя из рекомендаций нового Базельского соглашения (Базель II) и национального законодательства в банковской сфере. Дана характеристика и выделены этапы процесса управления процентным риском банка. Среди этапов: идентификация (выявление) риска; оценка (измерение) риска; мониторинг риска; контроль за риском; пересмотр риска.*

*The process of percent risks management in bank according the new recommendations of Basel II and national bank legislation is investigated in the article. The characteristic and stages of percent risks management in bank are determined. The percent risks management consists of five stages : identification of risk, measuring of risk, monitoring of risk, control of risk and update of risk data.*

© П. М. Чуб, 2008