

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
ІМЕНІ ТАРАСА ШЕВЧЕНКА**



**ЛАГУТІНА КАТЕРИНА ВАСИЛІВНА**

УДК 336.76:005.591.452

**ФІНАНСОВИЙ МЕХАНІЗМ КОРПОРАТИВНИХ ЗЛИТТІВ  
І ПОГЛИНАНЬ В УКРАЇНІ**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Автореферат дисертації на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

**Київ – 2013**

Дисертацією є рукопис.

Роботу виконано в Київському національному університеті імені Тараса Шевченка Міністерства освіти і науки України.

**Науковий керівник** – доктор економічних наук, професор  
**Науменкова Світлана Валентинівна**,  
Київський національний університет  
імені Тараса Шевченка,  
завідувач кафедри банківської справи

**Офіційні опоненти:** доктор економічних наук, професор  
**Терещенко Олег Олександрович**,  
ДВНЗ «Київський національний економічний університет  
імені Вадима Гетьмана»,  
професор кафедри фінансів підприємств

кандидат економічних наук,  
старший науковий співробітник  
**Терещенко Ганна Миколаївна**,  
Науково-дослідний фінансовий інститут  
ДННУ «Академія фінансового управління», провідний  
науковий співробітник відділу фінансових ринків

Захист відбудеться « 17 » квітня 2013 р. о 14<sup>00</sup> годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 26.001.12 Київського національного університету імені Тараса Шевченка за адресою: 03022, м. Київ, вул. Васильківська, 90а, аудиторія 203.

З дисертацією можна ознайомитись у Науковій бібліотеці ім. М. О. Максимовича Київського національного університету імені Тараса Шевченка за адресою: 01033, м. Київ, вул. Володимирська, 58, к. 12.

Автореферат розісланий « 16 » березня 2013 р.

Вчений секретар  
спеціалізованої вченої ради



О. Л. Каніщенко

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**Актуальність теми.** Необхідність підвищення рівня ефективності та інноваційності вітчизняної економіки обумовлює активізацію пошуку додаткових джерел мобілізації фінансових ресурсів для зростання вартісних параметрів акціонерного капіталу шляхом злиттів і поглинань. Корпоративні злиття і поглинання створюють можливості для підвищення національної та міжнародної конкурентоспроможності корпорацій за умови дотримання загальносвітових правил і норм їх здійснення. Процеси корпоративної реструктуризації через злиття і поглинання в Україні характеризуються не лише зростанням обсягів угод, але й ускладненням фінансового механізму їх здійснення. Спостерігається активізація корпоративних злиттів і поглинань у фінансовому секторі, що обумовлено, насамперед, посиленням регуляторних вимог щодо необхідного рівня капіталізації банків і фінансових установ.

Корпоративні злиття і поглинання в Україні відбуваються в умовах нерозвиненості вітчизняного фондового ринку, низького рівня ліквідності корпоративних цінних паперів, поширення непрозорих форм і методів контролю за фінансовими потоками, що створює перешкоди формуванню потужних конкурентоспроможних корпоративних структур, діяльність яких спрямована на підвищення ефективності національної економіки.

Необхідність зростання ринкової вартості українських корпорацій на основі злиттів і поглинань обумовлює необхідність поглибленого дослідження питань вдосконалення інструментарію оцінювання впливу злиттів і поглинань на підвищення капіталізації акціонерних товариств, обґрунтованості вимог до обміну/конвертації акцій в процесі переходу прав власності, розкриття специфічних джерел зростання вартості на основі отримання синергійного ефекту від злиття, застосування фінансових методів та інструментів захисту від ворожих поглинань та несанкціонованого виведення активів.

Проблематиці корпоративних злиттів й поглинань присвячено праці зарубіжних авторів, таких як: Р. Брейлі, Дж. Галпін, С. Гвардін, П. Гохан, А. Дамодаран, Д. Депаμφіліс, М. Іонцев, А. Лажу, С. Майерс, А. Радигін, С. Рід, Н. Рудик та ін. Серед вітчизняних авторів, що вивчають фінансові проблеми корпоративних злиттів і поглинань, слід виділити В. Базилевича, В. Баліцьку, І. Бланка, З. Васильченко, В. Геєця, В. Корнеєва, І. Лютого, В. Міщенко, С. Науменкову, Г. Паламарчук, О. Терещенка, Г. Терещенко, В. Шелудько та ін.

Наголошуючи на важливому значенні проведених наукових досліджень з даної тематики, слід зауважити, що цілий ряд теоретичних і прикладних питань ще не знайшли свого вирішення або залишаються дискусійними та потребують подальшого опрацювання. Так, відсутній узгоджений підхід до розкриття змісту корпоративних злиттів і поглинань як споріднених форм корпоративної реструктуризації; малодослідженими є питання використання фінансових інструментів при здійсненні корпоративних злиттів і поглинань в умовах нерозвиненого фондового ринку; викупу акцій за справедливою вартістю при злитті українських акціонерних товариств зі складною структурою власного капіталу; обчислення ефекту синергії при злитті банківських установ в Україні; підвищення

ефективності використання фінансових методів та інструментів для забезпечення від ворожого поглинання. Це все й обумовило вибір об'єкта, теми дослідження та її актуальність.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційна робота є складовою комплексної науково-дослідної держбюджетної теми економічного факультету Київського національного університету імені Тараса Шевченка «Модернізація економіки України на засадах сталого соціально-економічного розвитку: закономірності, протиріччя, ризику» (номер державної реєстрації 0111U006934) – підрозділ кафедри банківської справи «Модернізація фінансового сектору України для забезпечення сталого соціально-економічного розвитку», в межах якого розкрито тенденції та суперечності ринку корпоративних злиттів і поглинань в економіці України, а також конкретизовано перспективи удосконалення фінансового механізму їх здійснення.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертаційного дослідження є поглиблення теоретичних засад фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань та обґрунтування практичних рекомендацій щодо визначення впливу змін у структурі корпоративного капіталу на зростання ринкової вартості корпорацій для забезпечення позитивних структурних зрушень в національній економіці.

Відповідно до поставленої мети визначено основні завдання дослідження, які полягають у такому:

- обґрунтувати теоретичні підходи до дослідження фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань як споріднених форм корпоративної реструктуризації;
- розкрити основні складові фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань, визначити фінансові методи та інструменти їх здійснення;
- виявити особливості використання корпоративних цінних паперів як фінансового інструменту злиттів і поглинань;
- визначити протиріччя фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань в Україні в умовах нерозвиненого фондового ринку;
- уточнити порядок викупу акцій за справедливою вартістю при злитті акціонерних товариств зі складною структурою власного капіталу;
- визначити способи та форми забезпечення корпоративного контролю в економіці України;
- розробити методичний підхід до обчислення синергійного ефекту від злиття банківських установ з урахуванням впливу макроекономічних факторів;
- здійснити класифікацію фінансових методів та інструментів захисту від ворожих поглинань на основі застосування додаткових критеріальних ознак;
- обґрунтувати рекомендації щодо удосконалення державного регулювання процесів злиттів і поглинань в Україні.

*Об'єктом дослідження є процес корпоративних злиттів і поглинань.*

*Предметом дослідження є теоретичні засади та практичні аспекти фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань в умовах нерозвиненого фондового ринку в Україні.*

**Методи дослідження.** Для досягнення мети дисертаційної роботи та реалізації поставлених завдань використано загальнонаукові та спеціальні методи дослідження, зокрема: діалектичної та формальної логіки – при теоретичному аналізі сутності фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань (п. 1.2); діалектики – при розгляді тенденцій і протиріч фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань в Україні (п. 2.1); абстрагування і синтезу – при визначенні фінансового змісту і передумов злиттів і поглинань в корпоративному секторі економіки (п. 1.1); системний підхід – для якісної і кількісної характеристики ролі і значення корпоративних цінних паперів, їх конвертації і викупу при злиттях і поглинаннях, виокремлення складових фінансового механізму злиттів і поглинань (п. 1.3, п. 2.2); класифікації – при вивченні фінансових методів та інструментів захисту від ворожих поглинань в економіці України (п. 3.2); економіко-статистичні – при оцінюванні ефекту синергії у процесі злиття банків, а також виявленні динаміки основних показників розвитку ринку злиттів і поглинань в Україні (п. 2.1, п. 3.1). Крім того, в роботі використано прийоми групування, табличного та графічного представлення результатів дослідження.

*Інформаційною базою* проведення дослідження є законодавчі та нормативні документи з питань розвитку фінансового ринку та корпоративного сектору економіки, закони України, постанови Кабінету Міністрів України, нормативні акти Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, Антимонопольного комітету України, офіційні статистичні матеріали Державної служби статистики України, звітно-аналітична інформація українських банків. У роботі також використані наукові праці провідних вітчизняних та зарубіжних вчених, матеріали науково-практичних конференцій, публікації у періодичних виданнях, бази даних фінансової інформації міжнародних інституцій.

**Наукова новизна одержаних результатів.** У дисертаційній роботі отримано нові науково обґрунтовані результати, які у сукупності вирішують важливе науково-прикладне завдання – поглиблення теоретичних засад фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань та обґрунтування практичних рекомендацій щодо його розроблення і реалізації. Найбільш вагомими науковими результатами, що характеризуються новизною, отриманими особисто і виносяться на захист, полягають у такому:

*вперше:*

– запропоновано теоретичне розкриття сутності корпоративних злиттів і поглинань як споріднених форм корпоративної реструктуризації, що базуються на використанні цінних паперів як інструменту переходу прав власності та здійснення корпоративного контролю і характеризуються наявністю витрат, пов'язаних з об'єднанням бізнесу на основі застосування методу придбання, а також специфічними джерелами збільшення корпоративної вартості на основі синергійного ефекту, що дозволило визначити структуру фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань, розкрити зміст та послідовність його основних етапів;

*удосконалено:*

– теоретичне обґрунтування суперечностей фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань в Україні в умовах нерозвиненого фондового

ринку та низьколіквідного ринку цінних паперів, зокрема: між необхідністю застосування інструментів фінансового ринку та обмеженими можливостями їх використання, вимогами до забезпечення належного рівня капіталізації корпорацій та низькою інвестиційною привабливістю їх акцій, загально визнаними способами реструктуризації корпоративної власності і нетиповими формами її здійснення, необхідністю забезпечення прозорості угод злиттів і поглинань та поширенням непрозорих форм і методів контролю над фінансовими потоками;

– методичний підхід до обчислення синергійного ефекту від злиття банківських установ, в основу якого покладено процедуру розрахунку ефекту синергії, яка базується на оцінюванні вартості банку на основі застосування модифікованого дохідного підходу та використанні прогнозних фінансових показників його діяльності; специфікою даного підходу є забезпечення зіставності умов на звітні дати та врахування впливу макроекономічних факторів на вартість оцінюваних банківських установ;

– порядок викупу акцій за справедливою вартістю при злитті акціонерних товариств зі складною структурою власного капіталу, застосування якого підвищує обґрунтованість вимог до обміну/конвертації акцій з урахуванням найкращого міжнародного досвіду, забезпечує баланс інтересів власників та унеможливорює несанкціоноване виведення активів;

*дістали подальшого розвитку:*

– класифікація фінансових методів та інструментів захисту від ворожих поглинань в економіці України на основі застосування додаткових критеріальних ознак, які на відміну від існуючих підходів розкривають наявні та перспективні можливості використання цих методів й інструментів та визначають їх поділ на стратегічні і тактичні, внутрішні і зовнішні, превентивні і активні, операційні і неопераційні, такі, що використовуються до і після публічного оголошення про угоду поглинання;

– визначення змісту основних етапів реалізації фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань (планування, фінансування, придбання активів, оцінка ефективності і вартості корпорації) згідно з вимогами щодо дотримання основних принципів, а саме: неприпустимості зниження вартості та втрати активів, можливості підвищення рівня капіталізації корпорації внаслідок проведення злиття (поглинання), забезпечення закінченості процесу злиття (поглинання).

**Практичне значення одержаних результатів.** Дисертаційна робота містить науково обґрунтовані висновки та рекомендації, спрямовані на вдосконалення фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань, а також підвищення ефективності методики оцінки синергійного ефекту від злиття (поглинання). Отримані результати можуть бути використані в діяльності державних та місцевих органів влади, консалтингових та інвестиційних компаній, науково-дослідними інститутами при розробці нормативно-правової бази, а також в управлінні акціонерними товариствами.

Рекомендації автора стосовно порівняльного аналізу фінансових наслідків концентрації суб'єктів господарювання використані Антимонопольним комітетом

України (довідка № 422–10/545 від 02.02.2011 р.). Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку України використані рекомендації, викладені в дисертаційній роботі щодо порядку і умов конвертації акцій акціонерних товариств на основі врахування особливостей розподілу ефекту вартісної синергії, а також більш чіткого розмежування змісту конвертації і обміну акцій (довідка № 06/12203/НК від 23.07.2012 р.). Розроблені підходи до фінансової оцінки доцільності корпоративних злиттів і поглинань впроваджені у ПрАТ «Делойт енд Туш ЮСК» (довідка № 32/1623 від 15.01.2012 р.). Пропозиції щодо формування нових конкурентоспроможних підприємницьких структур шляхом реорганізації при здійсненні злиттів і поглинань використані Головним Управлінням з питань регуляторної політики та підприємництва Київської міської державної адміністрації (довідка № 058-03/702 від 27.03.2012 р.).

Одержані теоретичні результати дослідження використано в навчальному процесі на економічному факультеті Київського національного університету імені Тараса Шевченка (довідка № 013/647 від 21.09.2012 р.) при викладанні дисциплін – «Ринок фінансових послуг», «Корпоративні фінанси», «International Financial Markets and Institutions».

**Особистий внесок здобувача.** Дисертація є результатом власних досліджень та самостійною науковою роботою, в якій викладено науково обґрунтовані результати щодо процесу формування та вдосконалення фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань. Всі наукові положення та результати виконаної дисертаційної роботи отримані автором самостійно.

**Апробація результатів дисертації.** Основні наукові положення, результати і висновки дисертаційного дослідження пройшли апробацію на 12 міжнародних та всеукраїнських науково-практичних конференціях: V Всеукраїнській науково-практичній конференції «Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України» (Київ, 20–22 жовтня 2008 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Пріоритети національного економічного розвитку в контексті глобалізаційних викликів» (Київ, 20–21 листопада 2008 р.), VII Міжнародній науково-практичній конференції студентів, аспірантів та молодих вчених «Шевченківська весна: Економіка» (Київ, 23–26 березня 2009 р.), VIII Міжнародній конференції студентів, аспірантів та молодих вчених «Шевченківська весна: Економіка» (Київ, 22–26 березня 2010 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу» (Київ, 22 квітня 2010 р.), науковій конференції «Державне антикризове управління національною економікою: світовий досвід та проблеми в Україні» (Київ, 14–15 квітня 2010 р.), I Міжнародній конференції молодих вчених ЕМ-2010 (Львів, 25–27 листопада 2010 р.), Всеукраїнській науково-практичній конференції з міжнародною участю молодих вчених та студентів «Розвиток економіки України в умовах глобалізації» (Харків, 18 березня 2011 р.), Всеукраїнській науково-практичній конференції «Інноваційні процеси у фінансово-кредитній сфері» (Київ, 14–15 квітня 2011 р.), II Міжнародній науково-практичній конференції «Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу» (Київ, 3 листопада 2011 р.), VIII Міжнародній науково-практичній конференції «Бъдешите изследвания.

Икономики» (Болгарія, Софія, 17–25 лютого 2012 р.), VIII Міжнародній науково-практичній конференції «Efektivni Nastroje Modernich Ved – 2012. Ekonomicke vedy» (Чехія, Прага, 27 квітня – 05 травня 2012 р.)

**Публікації.** Підтвердженням результатів дисертаційної роботи є публікації 18 наукових праць загальним обсягом 6,13 друкованих аркуша; з них 5 статей у наукових фахових виданнях (3,15 друк. арк.), 2 статті в іноземних виданнях англійською та російською мовами (1,11 друк. арк.) та 11 – матеріали і тези конференцій. Наукові статті відображають основний зміст дослідження.

**Структура та обсяг дисертації.** Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, додатків та списку використаних джерел. Основний зміст дисертації викладено на 180 сторінках друкованого тексту. Дисертаційна робота містить 11 таблиць, 19 рисунків, список використаних джерел, що включає 214 найменувань, та 8 додатків.

## ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ

У **вступі** обґрунтовано актуальність теми, проаналізовано стан розробки наукової проблеми, визначено мету, завдання та методи дослідження, розкрито наукову новизну, висвітлено практичне значення та результати апробації дисертаційного дослідження

У **першому розділі «Теоретичні засади фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань»** розкрито зміст злиттів та поглинань як споріднених форм реструктуризації акціонерного капіталу, сутність, основні етапи фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань, особливості використання корпоративних цінних паперів як основного інструмента здійснення злиттів і поглинань.

Поняття «злиття» і «поглинання» використовуються у дисертації як усталений термін, який поширений у вітчизняній та зарубіжній практиці, – Mergers & Acquisitions. Безумовно, існує різниця між корпоративним злиттям і корпоративним поглинанням, але виокремлення спільних ознак злиттів і поглинань, а саме: використання цінних паперів (акцій) як інструменту переходу прав власності та здійснення корпоративного контролю, розподілу ризиків та вигід; наявність типових витрат, пов'язаних з об'єднанням бізнесу на основі застосування методу придбання, існування додаткових джерел збільшення корпоративної вартості на основі отримання синергійного ефекту, – дозволило розглядати ці поняття як споріднені форми реструктуризації корпоративного капіталу. Спорідненість злиттів і поглинань також проявляється у спільних підходах до оцінки ефективності на основі прогнозування їх впливу на структуру капіталу, рівень прибутковості операцій тощо.

Метою корпоративних злиттів і поглинань є зростання капіталізованої вартості корпорації, а основним мотивом, що спонукає до здійснення злиттів та поглинань, є ефект синергії. Відповідно до синергетичної теорії, виникаюча при злитті (поглинанні) корпорація може використовувати широкий спектр переваг (синергій) внаслідок об'єднання активів. Визначено основні джерела формування синергійного

ефекту, а саме: економія витрат, пов'язана з ефектом масштабу; зниження трансакційних витрат; підвищення ефективності менеджменту; зниження інтенсивності конкуренції.

Злиття і поглинання як форма купівлі-продажу корпоративних підприємств здійснюється на ринку корпоративного контролю. Наголошується, що ринок корпоративного контролю (ринок злиттів і поглинань) є особливою сферою економічних відносин щодо перерозподілу прав власності на основі здійснення угод злиттів (поглинань). Аналізуючи мотиви злиттів і поглинань, зроблено висновок, що злиття і поглинання в Україні, здебільшого здійснюються для перерозподілу прав власності з метою посилення контролю над фінансовими потоками у корпоративному секторі.

Фінансовий механізм корпоративних злиттів і поглинань представлено як комплекс форм і методів мобілізації, використання фінансових ресурсів з метою забезпечення ефективного здійснення реструктуризації і концентрації корпоративного капіталу. Фінансові методи злиттів і поглинань розглянуто за двома напрямками: 1) управління рухом фінансових ресурсів; 2) використання грошових коштів. Визначено, що в сучасних умовах основними критеріями ефективності корпоративних злиттів і поглинань є: підвищення ринкової вартості корпорацій, забезпечення їх капіталізації, зростання інвестиційної привабливості, посилення конкурентоспроможності; підвищення ефективності формування і використання фінансових ресурсів, розширення довгострокових джерел фінансування, забезпечення стійкості щодо ворожих поглинань.

Встановлено, що особливості фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань залежать від зміни структури капіталу корпорацій, пов'язаної із зміною ринкової вартості простих та привілейованих акцій, а також вартості облігацій з урахуванням їхньої дохідності. Ускладнення структури капіталу корпорацій (співвідношення акціонерного та довгострокового боргового капіталу) дає більше можливостей для їх динамічного розвитку та менших витрат на здійснення злиттів (поглинань).

Дослідження сутності фінансового механізму корпоративних злиттів (поглинань) дозволило побудувати його структурно-функціональну схему та розкрити зміст і спрямованість основних складових фінансового механізму корпоративних злиттів (поглинань), таких як: фінансове планування, фінансове забезпечення, фінансові інструменти, організацію управління, фінансове регулювання і контроль, нормативно-правове забезпечення.

Виокремлено основні етапи реалізації фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань (планування, фінансування, придбання активів, оцінка ефективності і вартості корпорації) та розкрито їх зміст згідно з вимогами щодо дотримання основоположних принципів, а саме: неприпустимості зниження вартості та втрати активів, можливості підвищення рівня капіталізації корпорації внаслідок проведення злиття (поглинання), забезпечення закінченості процесу злиття (поглинання) (рис. 1).



Рис 1. Принципи та етапи здійснення корпоративних злиттів (поглинань)

Джерело: розроблено автором

Обґрунтовано необхідність забезпечення прозорого ціноутворення на ринку цінних паперів, що дасть можливість визначити реальну вартість акцій та облігацій, активно протидіяти маніпулюванню цінами, розробити систему моніторингу та запобігання ризикам при здійсненні злиттів і поглинань.

У другому розділі «**Формування фінансового механізму злиттів і поглинань в умовах реструктуризації корпоративного капіталу в Україні**» досліджено основні суперечності у формуванні фінансового механізму злиттів і поглинань в Україні, особливості фінансування злиттів і поглинань на основі операцій з корпоративними цінними паперами, основні способи і форми забезпечення корпоративного контролю у механізмі злиттів і поглинань.

У 2011 р. обсяг ринку корпоративних злиттів (поглинань) в Україні дорівнював 4,75 % ВВП порівняно з 2,21 % у 2006 р. (рис. 2). Для виявлення тенденцій на ринку корпоративних злиттів і поглинань в Україні було проведено статистичне обстеження, що охоплювало період з 1 січня 2006 р. по 31 грудня 2011 р. і угоди злиттів (поглинань) обсягом вище 5 млн дол. США (рис. 3). Інформаційною базою слугувала, насамперед, база агентства MergerMarket, що містить первинну інформацію та опис параметрів угод злиттів (поглинань).

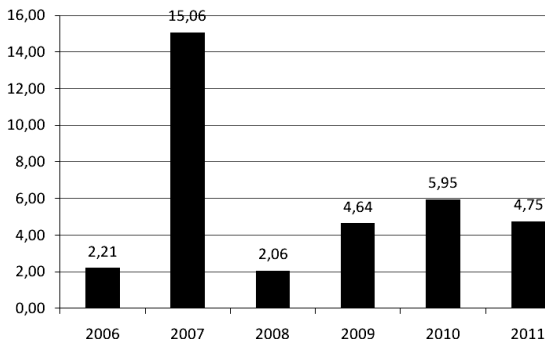


Рис. 2. Динаміка вартості угод злиттів і поглинань у зіставленні із ВВП України у 2006–2011 рр., %

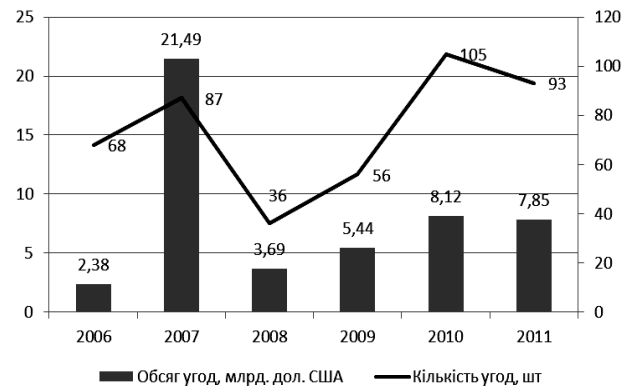


Рис. 3. Розвиток ринку злиттів і поглинань України у 2006–2011 рр. (публічно оголошені угоди вартістю понад 5 млн дол. США)

З'ясовано, що з урахуванням позитивної ролі концентраційних угод для модернізації вітчизняної економіки обсяг ринку корпоративних злиттів (поглинань) має складати не менше 10 % до ВВП. У процесі дослідження виявлено, що тенденції здійснення корпоративних злиттів і поглинань в Україні є дуже суперечливими: з одного боку, має місце тенденція до стиснення ринку (через труднощі з обсягами необхідного капіталу і доступом до зовнішнього фінансування), а з іншого боку, проявляється тенденція до його активізації за рахунок придбання проблемних активів.

Встановлено, що негативний вплив на розвиток ринку корпоративних злиттів і поглинань в Україні здійснюють такі фактори, як: низька прозорість ринку та існування на ньому штучних інформаційних бар'єрів; нестача великих інвестиційно привабливих корпорацій; недостатній розвиток фінансового ринку, який не здатний забезпечувати необхідними фінансовими ресурсами здійснення злиттів (поглинань); непрозорість структури власності корпорацій; низький рівень розвитку ринку публічної пропозиції акцій (ІРО); складність визначення ринкової ціни корпорацій за відсутності котирування їх акцій; низька ліквідність цінних паперів; висока вартість позикового капіталу, внаслідок чого банки не можуть кредитувати (фінансувати) корпоративні злиття (поглинання).

У дисертації розкрито суперечності фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань в Україні. Вони проявляються, насамперед, у невідповідності: між традиційними засобами акумулювання фінансових ресурсів і новими фінансовими інструментами здійснення злиттів (поглинань); між потребою у розширенні ролі фінансового ринку у здійсненні корпоративних злиттів і поглинань та розширенням непрозорих форм і методів перерозподілу прав власності. Цивілізовані фінансові інструменти здійснення угод корпоративних злиттів (поглинань) використовуються в

Україні рідко, значного поширення набуло застосування коштів офшорних компаній з метою повернення раніше вивезених з країни капіталів та використання тіншових схем оплати злиттів (поглинань). Загострення суперечностей фінансового механізму корпоративних злиттів (поглинань) в Україні пов'язано із поглибленням процесів перерозподілу власності на основі посилення боротьби між політико-бізнесовими структурами; низьким рівнем впливу ринку цінних паперів на формування сучасного корпоративного сектору; непрозорістю та істотною асиметрією інформації; яскраво вираженою сировинною орієнтацією багатьох злиттів (поглинань); низькою ефективністю контролю з боку держави та ін.

Оскільки важливою складовою фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань є обмін і викуп акцій корпорацій-учасників, то значну увагу в процесі дослідження приділено розгляду питань конвертації акцій під час злиттів (поглинань) та їх викупу (обов'язковому викупу). На основі узагальнення існуючої корпоративної практики обґрунтовано пропозицію щодо розрахунку коефіцієнта обміну/конвертації акцій на основі співвідношення вартості акціонерного капіталу корпорацій, що беруть участь у злитті (поглинанні), і вартості акціонерного капіталу новоствореної корпорації. Подібний підхід відповідає змісту угод корпоративних злиттів (поглинань) із оплатою акціями.

Основним підсумком здійснення злиттів (поглинань) є встановлення контролю над іншими корпораціями (корпоративного контролю). Встановлення (отримання) корпоративного контролю – це фінансово-економічний процес, настання (наявність) якого дає право зробити висновок про існування відносин контролю. Не зважаючи на цілий ряд обмежень у сфері корпоративного контролю, значного розвитку в Україні набули ворожі поглинання.

У дисертації пропонується виділяти певні процедури комплексного дослідження корпорації-продавця (цілі) при здійсненні злиття (поглинання) з метою забезпечення корпоративного контролю над нею: 1) виявлення ризиків і нерозкритих зобов'язань перед здійсненням злиття (поглинання); 2) оцінка факторів, що впливають на ціну угоди; 3) своєчасне виявлення проблемних зон, які можуть мати вплив на досягнення корпоративного контролю; 4) формування вихідної інформаційної позиції; 5) цілеспрямоване і ефективне планування злиття (поглинання) для досягнення корпоративного контролю. Запропоноване трактування цих процедур дало змогу розглянути корпоративний контроль з позиції управлінського впливу на ефективність здійснення злиттів (поглинань).

Щодо викупу акцій під час злиттів (поглинань) то, очевидно, що при задоволенні інтересів незгодних із злиттям (поглинанням) акціонерів не повинні порушуватися права іншої більшої частини акціонерів корпорації, які готові прийняти ризик у зв'язку із злиттям (поглинанням).

Обґрунтовано висновок про доцільність здійснення викупу акцій за справедливою ціною, не нижчою ринкової вартості, яка не повинна враховувати зміни в діях корпорації, що спричинили виникнення права вимоги оцінки і викупу акцій. Викуп акцій за справедливою ціною відповідає умовам інформаційної ефективності фондового ринку та неупередженості дій незалежних оцінювачів (для акцій, які не перебувають в обігу на організованому ринку). При цьому на ціну

викупу акцій істотно впливає чинник зміни (ускладнення) структури власного капіталу акціонерного товариства (рис. 4).



Рис. 4. Схема викупу акцій при злитті (поглинанні) акціонерних товариств зі складною структурою власного капіталу

Джерело: розроблено автором

Нерозвиненість та фрагментарність фондового ринку, коли ціноутворення на цінні папери не відображає вартості активів корпорацій, не створює належні умови для здійснення викупу акцій за справедливою ціною.

У третьому розділі «Напрями удосконалення фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань в Україні» досліджено вплив злиттів (поглинань) на підвищення вартості корпорацій, розкрито особливості застосування фінансових методів та інструментів захисту від ворожих поглинань в економіці України, обґрунтовано пріоритетні напрями удосконалення державного регулювання корпоративних злиттів і поглинань.

Активізація процесів корпоративних злиттів (поглинань) в Україні зумовлює необхідність пошуку ефективного інструментарію їх вартісної синергійної оцінки. На основі узагальнення фінансових результатів здійснення корпоративних злиттів

(поглинань) в Україні обґрунтовано висновок щодо доцільності оцінки синергійних ефектів при злиттях і поглинаннях на основі дохідного підходу, який ґрунтується на зіставленні майбутніх доходів з поточними витратами з урахуванням факторів часу і ризику. Виокремлено та розкрито основні джерела зростання вартості корпорацій внаслідок злиттів (поглинань) (табл. 1).

Таблиця 1

Джерела зростання вартості корпорацій внаслідок злиттів (поглинань)

Показники	Джерела зростання вартості	
VA (Value Added) – зміна вартості корпорації за результатами реалізації угоди; FV (Fair Value) – справедлива ринкова вартість корпорації; MV (Market Value) – ринкова ціна конкретної угоди; PV of Sinergy – поточна вартість синергійних грошових потоків, яка виникає внаслідок злиття і поглинання	Придбання «недооцінених активів» $VA = FV - MV$	Синергія $VA = PV \text{ of Sinergy}$
	Додаткові фактори, що впливають на зростання вартості	
	Стан управління придбаною корпорацією	Операційна та фінансова економія на масштабах
	Сприятливість (несприятливість) ринкової кон'юнктури	Зниження фінансових ризиків за рахунок диверсифікації та вертикальної інтеграції
	Рівень розподілу інформації між ринковими суб'єктами	Податковий ефект

Джерело: розроблено автором

У дисертації була проведена оцінка синергійного ефекту від злиття (поглинання) банків ПАТ «Перший український міжнародний банк» (надалі – ПУМБ) та ПАТ «Донгорбанк» (надалі – Донгорбанк), злиття яких відбулося у липні 2011 р. Злиття цих банків було проведено шляхом збільшення статутного капіталу та емісії акцій ПУМБа в обсязі зареєстрованого статутного капіталу Донгорбанку, а також обміну акцій ПУМБа на акції Донгорбанку. Вхідною інформаційною базою проведення розрахунків були дані відкритих джерел, зокрема річних звітів банків, інформація НБУ, відомості щодо котирувань боргових цінних паперів банків за сайтами інформаційних агентств та торговців цінними паперами.

Застосування процедури розрахунку вартості банків передбачало: формування бази вхідних даних та визначення припущень; побудову прогнозної структури пасивів і розрахунок прогнозних значень окремих складових доходів та витрат; визначення валюти балансу, оцінку чистого грошового потоку та вартості. В процесі оцінки синергійного вартісного ефекту від злиття (поглинання) банків здійснено відокремлений розрахунок вартості ПУМБа та Донгорбанку на звітні дати до злиття (станом на 01.01.2011 р.) та після злиття (станом на 01.01.2012 р.). Обов'язковою умовою визнання результатів вартісної оцінки було забезпечення співставності умов на ці звітні дати, що передбачало врахування макроекономічних факторів впливу на ставку дисконтування грошового потоку.

На основі розрахунків з використанням стандартних функцій MS Excel були отримані значення вартості досліджуваних банків в макроекономічних умовах ризиковості, які фактично діяли на 01.01.2011 р. та 01.01.2012 р. З використанням отриманих даних щодо вартості досліджуваних банків було визначено синергійний ефект від здійснення злиття банків (табл. 2).

Таблиця 2

## Результати оцінки синергійного ефекту від злиття ПУМБа та Донгорбанку

Об'єкти злиття	Значення показників			
	В макроекономічних умовах на 01.01.2011 р.		В макроекономічних умовах на 01.01.2012 р.	
	Ставка дисконтування, %	Ринкова вартість, тис. грн.	Ставка дисконтування, %	Ринкова вартість, тис. грн.
Донгорбанк	11,00	1566662,0	16,34	913905,0
ПУМБ (до злиття)	11,00	6274789,0	16,34	3820581,0
ПУМБ (після злиття)	11,71	9204450,0	17,05	5778591,0
Синергійний ефект від злиття (поглинання)		1362999,0		1044105,0

Джерело: складено і розраховано автором

Проведені розрахунки дозволили оцінити вартість ефекту синергії від злиття ПУМБа та Донгорбанку, яка склала 1044,1 – 1363,0 млн грн. залежно від різних макроекономічних умов ризиковості. При цьому відбулося фактичне збільшення прибутку ПАТ «ПУМБ» станом на початок 2012 р. порівняно із початком 2011 р. на 11,53 % та активів на 23,47 %, що спричинило підвищення позиції банку за розміром активів серед банків України з 13 до 8 місця.

На основі аналізу ринку корпоративного контролю в Україні та сучасної практики здійснено класифікацію фінансових методів та інструментів захисту від ворожих поглинань (рис. 5).



Рис. 5. Класифікація фінансових методів та інструментів захисту від ворожих поглинань

Джерело: розроблено автором

Для обмеження ризиків ворожих поглинань і рейдерства запропоновано впровадження в економіці України інституту фінансового омбудсмена, діяльність якого дозволить в позасудовому порядку вирішувати спори між корпораціями і фізичними особами (власниками, інвесторами, акціонерами).

Загострення суперечностей на вітчизняному ринку корпоративних злиттів (поглинань) вимагає нових підходів у сфері державного регулювання. Сьогодні різні державні органи виконують розрізнені функції з регулювання корпоративних злиттів і поглинань, дії цих державних органів часто не скоординовані, що знижує ефективність регуляторних рішень. Обґрунтовано, що головними завданнями регулювання процесів корпоративних злиттів та поглинань в Україні є: забезпечення ефективності, сприяння досягненню ефекту синергії та зростання вартості у цьому процесі, накладання фінансових санкцій за здійснення злиттів та поглинань з порушенням чинних норм.

Обґрунтовано необхідність розробки і прийняття окремого Закону України «Про злиття (приєднання) акціонерних товариств», у якому б знайшли своє відображення норми регулювання корпоративних злиттів і поглинань. Це сприяло б формуванню єдиної практики застосування правових норм про реорганізацію акціонерних товариств і дію важелів державного впливу на здійснення корпоративних злиттів і поглинань.

## **ВИСНОВКИ**

У дисертації наведене теоретичне узагальнення і обґрунтування змісту фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань в умовах нерозвинутого фондового ринку та низьколіквідного ринку цінних паперів в Україні. Результати дисертаційного дослідження дозволяють сформулювати такі висновки теоретичного та науково-практичного спрямування, які забезпечують вирішення поставлених завдань відповідно до мети роботи.

1. Розвиток економіки України в сучасних умовах характеризується консолідацією і реструктуризацією корпоративного капіталу, поширенням злиттів і поглинань корпорацій, зорієнтованих на досягнення ефекту масштабу та синергії. З огляду на специфіку процесів злиттів і поглинань порівняно із іншими формами реструктуризації корпоративного капіталу запропоновано авторське тлумачення сутності понять «злиття» і «поглинання», що враховує особливості їх здійснення у контексті формування фінансового механізму та використання фінансових інструментів переходу прав власності. Злиття і поглинання є спорідненими фінансово-економічними формами реструктуризації корпоративного капіталу, які забезпечують концентрацію фінансових ресурсів і капіталізацію акціонерних товариств.

2. Дослідження зарубіжного і вітчизняного досвіду функціонування ринку корпоративного контролю дало можливість обґрунтувати сутність фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань як цілісної сукупності фінансових методів та інструментів, що використовуються для здійснення злиттів (поглинань), та включає форми і засоби фінансового планування, фінансування, управління, фінансового контролю і регулювання. При цьому важливим є комплексний

взаємозв'язок фінансових методів, фінансових інструментів і фінансових важелів, за допомогою яких забезпечуються оптимальні параметри та ефективність корпоративних злиттів і поглинань. Головними ефектами застосування фінансового механізму злиттів (поглинань) є досягнення фінансових вигід (синергії), зростання корпоративної вартості, зниження витрат, пов'язаних з об'єднанням бізнесу.

3. На основі побудови структурно-функціональної схеми фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань розкрито зміст та спрямованість кожного з його компонентів, що дозволило дійти висновку про наявність значного потенціалу підвищення ефективності фінансового механізму злиттів (поглинань) в корпоративному секторі економіки України. Виокремлено та розкрито основні етапи реалізації фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань: планування, аналіз, практичне здійснення, оцінка ефективності злиття і поглинання, оцінка вартості корпорації.

4. Виходячи з факту домінування в розвинених країнах світу корпоративних цінних паперів як основного фінансового інструменту здійснення злиттів і поглинань, обґрунтовано висновок про необхідність розширення в економіці України угод з цінними паперами як ефективної форми проведення трансферів прав корпоративного контролю. Підвищення інвестиційної привабливості акцій українських корпорацій шляхом забезпечення належного рівня їх капіталізації та ліквідності, зростання частки акцій у вільному обігу, підвищення прозорості діяльності емітентів, збільшення активності на міжнародних ринках сприяє ефективному здійсненню злиттів (поглинань).

5. Виявлено ключові суперечності, що є характерними для фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань в Україні. Зокрема, вони пов'язані із високою концентрацією власності, дисбалансами фінансового ринку, слабким розвитком ринкових інститутів, низькою капіталізацією корпорацій, непрозорістю угод злиттів і поглинань, низьким рівнем корпоративного управління, значним впливом політичних факторів на перерозподіл прав власності. Запропоновано підходи до вирішення суперечностей розвитку фінансового механізму корпоративних злиттів (поглинань), що буде сприяти його активізації та підвищенню ефективності.

6. Розкрито теоретичні підходи до визначення пропорцій обміну акцій корпорацій, що беруть участь у злитті (поглинанні), а також ціни їх викупу. На основі узагальнення зарубіжної і вітчизняної практики викупу акцій корпорацій-учасників злиттів і поглинань уточнено організаційно-функціональну схему і методичні підходи до визначення справедливої ціни викупу акцій, яка не може бути нижчою ринкової вартості і не повинна враховувати зміни, що спричинили виникнення права вимоги оцінки і викупу акцій.

7. Поглиблено розуміння сутності і змісту корпоративного контролю за умов нерозвиненого фондового ринку. Серед специфічних особливостей забезпечення корпоративного контролю в економіці України виділено: тісний зв'язок із процесом приватизації, активна роль офшорного підприємництва і тіньових капіталів, нераціональність методів державного регулювання та їх лобістський характер та ін. Уточнено зміст організаційно-управлінських заходів, спрямованих на підвищення

ефективності, прозорість та диверсифікацію ризиків при здійсненні корпоративного контролю в економіці України на основі дотримання міжнародних принципів корпоративного управління.

8. Розроблено комплексний методичний підхід до оцінки вартості корпоративних злиттів і поглинань на основі обчислення синергійного ефекту від злиття банків. Виявлено, що основним джерелом зростання вартості банків в результаті злиття (поглинання) є ефект синергії. Стосовно угоди злиття ПАТ «Перший український міжнародний банк» і ПАТ «Донгорбанк», що відбулося у 2011 р., проведено оцінювання вартості банку, створеного в результаті злиття, на основі застосування методу модифікованого дохідного підходу та використання прогнозних фінансових показників діяльності. Фактичний синергійний ефект оцінено на рівні 1,04–1,36 млрд грн. залежно від врахування макроекономічних умов, які діяли на 01.01.2011 р. та 01.01.2012 р.

9. З огляду на широке поширення в Україні ворожих поглинань із застосуванням механізму рейдерства, обґрунтовано необхідність розробки системи методів та інструментів захисту корпорацій від ворожого поглинання (стратегічних і тактичних, внутрішніх і зовнішніх, превентивних і активних, операційних і неопераційних та ін). Доведено, що в Україні вибір ефективних методів та інструментів такого захисту є обмеженим.

10. Запропоновано комплекс заходів щодо вдосконалення регулювання корпоративних злиттів і поглинань в Україні. Виходячи із суперечливих реалій вітчизняного ринку корпоративного контролю розроблено пропозиції щодо комбінованого використання в економіці України різних інституційних регуляторних режимів: стимулюючого щодо підвищення капіталізації фінансового ринку; обмежуючого щодо зниження ризиків ворожих поглинань; заохочувального щодо забезпечення прозорості злиттів і поглинань.

## **СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ**

*У наукових фахових виданнях:*

1. Лагутіна К. Фінансовий механізм інноваційної діяльності у корпоративному секторі економіки України / К.В. Лагутіна // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2009. – № 112. – С. 27–29.

2. Лагутіна К. В. Корпоративні злиття та поглинання: можливості та наслідки для України / К. В. Лагутіна // Формування ринкових відносин в Україні : зб. наук. пр. / наук. ред. І. Г. Манцуров. – К., 2009. – Вип. 10 (101). – С. 119–123.

3. Лагутіна К. Фінансовий механізм концентрації корпоративного капіталу / К. В. Лагутіна // Вісник Київського національного торговельно-економічного університету. – 2009. – № 6. – С. 38–47.

4. Лагутіна К. Злиття та поглинання у контексті розвитку корпоративних фінансів в Україні / К. В. Лагутіна // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2010. – № 119. – С. 25–28.

5. Лагутіна К. Фінансове забезпечення корпоративних злиттів і поглинань в економіці України / К. В. Лагутіна // Світ фінансів. – 2010. – № 4. – С. 179–188.

*В інших виданнях:*

6. Лагутіна К. В. Проблеми управління вартістю корпоративних злиттів і поглинань / К. В. Лагутіна // Управління розвитком. – 2011. – № 4 (101). – С. 239–241.
7. Лагутина К. В. Финансовые аспекты развития рынка корпоративного контроля / К. В. Лагутина // Современный научный вестник. – 2012. – № 5 (117). – С. 38–46.
8. Lagutina K. Financial Principles of Corporate Mergers and Acquisitions / K. Lagutina // Nauka i studia. – 2012. – № 8 (53). – P. 112–119.
9. Лагутіна К. Фінансування інновацій підприємствами у складі холдингової компанії / К. В. Лагутіна // Пріоритети національного економічного розвитку в контексті глобалізаційних викликів : матеріали міжнар. наук.-практ. конф., (Київ, 20–21 листоп. 2008 р.) : тези доп. : у 2-х. – Ч. 2. / відп. ред. А. А. Мазаракі. – К. : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2008. – С. 144–145.
10. Лагутіна К. В. Сучасні проблеми розвитку ринку злиттів і поглинань (M&A-ринку) в Україні / К. В. Лагутіна // Шевченківська весна: Економіка : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. студ., асп. та молодих вчених / за заг. ред. В. Д. Базилевича. – Вип. VII. – К. : Сталь, 2009. – С. 180–182.
11. Лагутіна К. В. Індикатори оцінки стану ринку злиттів і поглинань (ринку M&A) / К. В. Лагутіна // Шевченківська весна: Економіка : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. студ., асп. та молодих вчених : у 2-х т. / за заг. ред. В. Д. Базилевича. – К. : ТОВ «Сталь», 2010. – Вип. VIII, т. 1. – С. 415–416.
12. Лагутіна К. В. Проблема оцінки вартості коомпанії за умов фінансової кризи / К. В. Лагутіна // Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу : матеріали Міжнар.наук.-практ. конф. – К. : КНЕУ, 2010. – С. 246–248.
13. Лагутіна К. В. Антикризіві пріоритети державного регулювання корпоративної інтеграції / К. В. Лагутіна // Формування ринкової економіки: зб. наук. праць. – Спец. вип. : Державне антикризове управління національною економікою: світовий досвід та проблеми в Україні. – К. : КНЕУ, 2010. – С. 226–229.
14. Лагутіна К. Наслідки світової кризи для розвитку корпоративних фінансів / К. Лагутіна // Економіка і менеджмент : матеріали I Міжнар. конф. молодих вчених EM-2010. – Львів : Вид-во Львівської політехніки, 2010. – С. 242–243.
15. Лагутіна К. В. Обмін і викуп акцій при злиттях і поглинаннях / К. В. Лагутіна // Інноваційні процеси у фінансово-кредитній сфері : всеукр. наук.-практ. конф., (Київ, 14–15 квіт. 2011 р.) : тези доп. / відп. ред. Н. П. Шульга. – К. : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2011. – С. 58–59.
16. Лагутіна К. В. Корпоративний контроль в умовах становлення ринку капіталів в Україні / К. В. Лагутіна // Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу : зб. тез II Міжнар. наук.-практ. конф., 3 листоп. 2011 р. – К. : КНЕУ, 2011. – С. 291–293.
17. Лагутина К. В. Государственное регулирование корпоративных слияний и поглощений: финансовый аспект / К. В. Лагутина // Материали за 8-а международна научна практична конференция, «Бъдещите изследвания», 2012. Том 10. Икономики. Държавна администрация. София. «Бял ГРАД-БГ» ООД – С. 40–43. – Режим доступу : [http://rusnauka.com/Page\\_ru.htm](http://rusnauka.com/Page_ru.htm).

18. Lagutina K. Newest trends of M&A market in Ukraine // Materialy VIII Mezinarodni vedecko-prakticka konference «Efektivni Nastroje Modernich Ved – 2012». – Dil 4. Ekonomicke vedy: Praha. Publishing House «Education and Science» s.r.o., 2012. – S. 25–28.

### АНОТАЦІЯ

**Лагутіна К. В. Фінансовий механізм корпоративних злиттів і поглинань в Україні.** – На правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. – Київський національний університет імені Тараса Шевченка Міністерства освіти і науки України, Київ, 2012.

У дисертаційній роботі поглиблено теоретичні положення щодо фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань та обґрунтовано практичні рекомендації для визначення впливу змін у структурі капіталу на зростання ринкової вартості корпорації в умовах нерозвиненого фондового ринку та низьколіквідного ринку цінних паперів.

Запропоновано авторське тлумачення змісту поняття «фінансовий механізм корпоративних злиттів і поглинань» на основі застосування структурно-функціонального підходу, що враховує особливості функціональних зв'язків та специфіку його структурних компонентів, методів та інструментів здійснення.

Визначено тенденції, суперечності та основні перешкоди розвитку фінансового механізму корпоративних злиттів і поглинань в Україні у контексті формування більш ефективного і зрілого ринку корпоративного контролю. Обґрунтовано форми і методи використання корпоративних цінних паперів як фінансового інструменту злиттів і поглинань. Оцінено вплив злиттів і поглинань на зміну вартості корпорацій на основі визначення ефекту синергії, що виникає під час злиття (на прикладі злиття банків).

За результатами дослідження розроблено теоретичні принципи вдосконалення державного регулювання корпоративних злиттів і поглинань.

*Ключові слова:* корпоративні злиття і поглинання, фінансовий механізм злиттів і поглинань, корпоративні цінні папери, корпоративний контроль, оцінка ефекту синергії злиттів (поглинань).

### АННОТАЦИЯ

**Лагутина К. В. Финансовый механизм корпоративных слияний и поглощений в Украине.** – На правах рукописи.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.08 – деньги, финансы и кредит. – Киевский национальный университет имени Тараса Шевченко Министерства образования и науки Украины, Киев, 2012.

В диссертационной работе углублены теоретические положения относительно финансового механизма слияний и поглощений и обосновано практические рекомендации для определения влияния изменений в структуре капитала на

увеличение рыночной стоимости корпорации в условиях неразвитого фондового рынка и низколиквидного рынка ценных бумаг.

Для выявления роли и места финансового механизма слияний и поглощений в системе корпоративных финансов исследованы подходы к его определению и структуризации, на основе которого предложено авторское толкование содержания понятия «финансовый механизм корпоративных слияний и поглощений» путем применения структурно-функционального подхода, который учитывает особенности функциональных связей, а также специфику структурных компонентов.

Идентифицированы финансово-экономические критерии эффективности корпоративных слияний и поглощений, а именно: повышение рыночной стоимости корпораций, обеспечение их капитализации, рост инвестиционной привлекательности, повышение конкурентоспособности корпораций, расширение долгосрочных источников финансирования, устойчивость к враждебным поглощениям. Выявлены основные этапы реализации финансового механизма корпоративных слияний и поглощений: планирование, анализ, практическое осуществление, оценка эффективности слияний и поглощений, оценка стоимости корпорации.

На основе статистического анализа украинского рынка корпоративных слияний и поглощений за период с 2006 г. по 2011 г. определены тенденции, противоречия и основные препятствия развития финансового механизма слияний и поглощений в контексте формирования более эффективного и зрелого рынка корпоративного контроля в Украине. Обоснованы формы и методы использования корпоративных ценных бумаг как финансового инструмента слияний и поглощений. Разработан порядок выкупа акций по справедливой стоимости при слиянии акционерных обществ со сложной структурой собственного капитала, использование которого обеспечивает баланс интересов собственников и препятствует несанкционированному выведению активов. Показано, что значительного внимания заслуживают вопросы, связанные с установлением корпоративного контроля, который анализируется как финансово-экономический процесс с точки зрения изменения прав собственности на акции.

Оценено влияние слияний и поглощений на изменение стоимости корпораций на основе определения эффекта синергии, который возникает при слиянии (на примере слияния двух украинских банков «Первого украинского международного банка» и «Донгорбанка» в 2011 г.).

По результатам исследования систематизирован и разработан усовершенствованный подход к реализации инвестиционного потенциала финансового механизма корпоративных слияний и поглощений. В работе предложена классификация финансовых методов и инструментов защиты корпораций от враждебных поглощений и рейдерства. Показано, что обоснованная корпоративная политика защиты от враждебных поглощений предполагает эффективное использование комплекса организационно-финансовых методов (стратегических и тактических) и инструментов (превентивных и активных, внутренних и внешних, операционных и неоперационных). Учитывая выявленные проблемы и противоречия рынка корпоративного контроля в Украине, были

предложены основные направления усовершенствования сферы регулирования корпоративных слияний и поглощений, реализация которых будет способствовать повышению эффективности финансового механизма слияний и поглощений, прежде всего путем развития фондового рынка, повышения его капитализации, обеспечения прозрачности функционирования, снижения риска враждебных поглощений, перехода к новым принципам государственного контроля за концентрацией хозяйствующих субъектов.

*Ключевые слова:* корпоративные слияния и поглощения, финансовый механизм слияний и поглощений, корпоративные ценные бумаги, корпоративный контроль, оценка эффекта синергии слияний (поглощений).

## SUMMARY

**Lagutina K. V. The Financial Mechanism of Corporate Mergers and Acquisitions in Ukraine.** – On the rights of manuscript.

The thesis for the Candidate Degree in Economics: Specialty 08.00.08 – Money, Finance and Credit. – Kyiv National University of Taras Shevchenko under the jurisdiction of Ministry of Education and Science of Ukraine, Kyiv, 2012.

In the thesis theoretical principles concerning the financial mechanism of corporate mergers and acquisitions are deepened and practical recommendations as for the assessment of the influence of changes in the capital structure on the increase in market value of a corporation amid the undeveloped stock market and low-liquid equity market are substantiated.

The author's interpretation of the concept of the «financial mechanism of corporate mergers and acquisitions» on the basis of application of the structural and functional approach, which takes into account peculiarities of the functional relationships and the specificity of its structural components, methods and instruments for implementation, is suggested.

The trends, contradictions, main obstacles to the development of the financial mechanism of corporate mergers and acquisitions in the context of creation of a more effective and mature market for corporate control in Ukraine are identified. The forms and methods of application of corporate securities as a financial instrument of mergers and acquisitions are substantiated. The effect of mergers and acquisitions on the changes in value of corporations on the basis of synergies' identification, that arise as a result of banks mergers, is assessed.

An improved approach to the realization of the investment potential of the financial mechanism of mergers and acquisitions on the basis of clear identification of management stages of this process is systematized and proposed. The principles of improvement of methodological approaches to financial evaluation of the effectiveness of corporate mergers and acquisitions are developed.

*Keywords:* corporate mergers and acquisitions, the financial mechanism of mergers and acquisitions, corporate securities, corporate control, evaluation of synergies of mergers (acquisitions).