

*Демчук Н.І.,  
д.е.н., професор,  
професор кафедри фінансів,  
Дніпропетровський державний аграрно-економічний університет*  
*Окселенко Н.О.,  
к.е.н.,  
Дніпропетровський державний аграрно-економічний університет*

## СТРУКТУРА КАПІТАЛУ ЯК МЕТОД ЗАХИСТУ ВІД РЕЙДЕРСТВА

**Анотація.** Досліджено, які дії може вживати підприємство, щоб уникнути ворожого поглинання. Зазначено, що структура капіталу підприємства може бути використана як один із методів блокування або зниження ймовірності спроб рейдерства. Розглянуто методи захисту компанії від рейдерських атак через призму оцінки внутрішніх та зовнішніх причин нестачі грошових коштів та методів покриття нестачі. Виявлено вузькі місця в діяльності підприємств, запропоновано шляхи підвищення стійкості підприємств до рейдерських атак.

**Ключові слова:** рейдерство, капітал, структура, безпека, вороже поглинання, захоплення.

**Постановка проблеми.** В Україні рейдерство є надзвичайно актуальною проблемою в сучасному суспільстві, яка набирає статусу загрози національній безпеці України через нестійкість, корумпованість державних органів, прогалин у законодавстві, несформованих інституцій прав власності. І хоча в розвинених країнах рейдерство є ефективним інструментом впливу на неефективні підприємства, у нас це інструмент перерозподілу власності та особистих інтересів.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Дослідженням проблематики рейдерства, причин його розповсюдження та особливостей займалися: С. Анісімов, З. Варналій, М. Грищенко, А. Гуров, Н. Гурова, М. Делягин, Ю. Конєва, В. Мандибура, О. Осипенко, І. Селіванова, Ю. Хомич та ін. У працях вітчизняних учених Б. Андрушківа, Н. Кирича, М. Мельника, З. Варналія, І. Мазура, О. Белікова, М. Ляшунко висвітлюються основні передумови та причини поширення і розвитку рейдерства в Україні та вказуються основні шляхи протистояння рейдерським атакам, як із боку підприємницьких структур так і з боку держави. Вивчення робіт учених свідчить про недостатнє вивчення питання регулювання рейдерства та запобігання йому в Україні.

**Мета статті** полягає у розгляді рейдерства як однієї із загроз безпеці підприємства, визначенні основних форм прояву рейдерських посягань та окресленні слабких місць підприємств, які найчастіше підпадають під рейдерські загарбання, та розгляді структури капіталу як методу захисту від рейдерства.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Термін «рейдерство» на сьогоднішній день набув гучного та подекуди загрозливого звучання. За останні роки кількість рейдерських захоплень підприємств в Україні значно збільшилася. Проблема набула системного характеру, оскільки в останні роки до схем незаконного поглинання та захоплення підприємств почали широко залучати правоохоронні органи, суди, Державну виконавчу службу. Обсяг сегмента поглинання та злиття, за різними оцінками експертів інвестиційних компаній, в Україні становив від 1,5 до 3 млрд. дол. на рік [1].

Основною відмінністю українського рейдерства від зарубіжних аналогів є те, що в Європі поглинання компаній зазвичай закінчуються вдосконаленням технологічного ланцюга виробництва, підвищенням вартості акцій, взагалі є ефективним інструментом у системі перерозподілу власності, адже передбачає реструктуризацію підприємства з подальшим його оздоровленням та виведенням на якісно новий рівень [2]. В Україні ж у результаті рейдерських атак наноситься непоправна шкода економіці як окремого підприємства, так і держави в цілому.

Світова практика країн із розвинутою ринковою економікою свідчить про те, що у тих випадках, коли рейдерство в межах закону, то це не завдає жодного руйнівного впливу, адже злиття і поглинання – це нормальні природні процеси в разі їх чіткого законодавчого визначення та, відповідно, регулювання.

Готуючи ту чи іншу схему рейдерської атаки з урахуванням кінцевої мети (розширити свій бізнес, отримати активи, ліквідувати підприємство тощо), рейдери обирають певний набір тактичних прийомів із цілого арсеналу рейдерського інструментарію. Вітчизняна специфіка придбання корпоративного контролю на підприємстві має свої особливі технології та сценарії, що значно відрізняються від методів, які застосовуються у світовій практиці. Механізми, за якими сьогодні в Україні здійснюються недружні поглинання, передбачають усі можливі нюанси насильницького відторгнення бізнесу [5].

На практиці існують чотири основні способи захоплення підприємства: через акціонерний капітал, кредиторську заборгованість, органи управління та оспорювання підсумків приватизації. Захоплення через акціонерний капітал свідчить про те, що він сильно розпорошений або недостатньо контролюється.

Початком атаки є скупка акцій. Як правило, рейдери планують скупити близько 10–15% акцій – ця кількість є достатньою, щоб ініціювати проведення зборів акціонерів із «потрібним» порядком денним, наприклад зміною керівництва підприємства.

Відбирання власності через кредиторську заборгованість. Прострочені борги підприємства скуповуються в дрібних кредиторів за низькими цінами, потім консолідується й пред'являються до одночасної виплати. Нездатність підприємства розрахуватися за своїми обов'язками дає підстави для початку процедури банкрутства або санації з усіма наслідками, що випливають із цих процедур. Завод, що перебуває на санації, не підконтрольний ані його власнику, ані менеджменту. Головна діюча особа – керуючий санацією, якого, як правило, рейдери легко можуть зацікавити «співпрацею».

Серед схем і методів ворожого поглинання поширеним є метод скуповування боргів підприємства, його штучне банкрутство та початок процедури санації.

Розглянемо тепер проблему ворожого поглинання з точки зору добробуту акціонерів корпорації. Поглинання може турбувати поточних власників корпорації як мінімум із двох причин:

– коли інвестори-акціонери вирішують позичити свої тимчасово вільні кошти корпорації (інакше кажучи, купують її облигації та інші боргові зобов'язання), то вони оцінюють не тільки потенціал ринку попиту на продукцію компанії, динаміку її потоків прибутку, обсяг уже існуючого боргового навантаження, але й імовірність її ворожого поглинання в майбутньому. Чому кредиторів компанії може цікавити така річ, як імовірність її поглинання? Тому що в результаті ворожого поглинання корпорації відбувається зміна менеджменту, а зміна менеджменту автоматично означає зміну набору можливих дій компанії (насамперед інвестиційних і фінансових), що впливають на її кредитоспроможність;

– незважаючи на те що вороже поглинання, швидше за все, добре позначиться на добробуті більшості акціонерів корпорації, вони все-таки можуть відмовитися від продажу належних їм пакетів, побоюючись, що вартість акцій, які виявляться не охопленими тендером, виявиться значно вище ціни, що одержать вони, погоджуючись на тендер.

Отже, зрозуміло чому корпорація може прагнути максимально знизити ймовірність ворожого поглинання. Але які дії може вживати компанія, для того щоб уникнути ворожого поглинання? На нашу думку, структура капіталу корпорації може бути використана як один із методів блокування (а якщо не блокування, то зниження ймовірності) спроб її ворожого поглинання. Для кожної корпорації в ринковій економіці виконується наступна аксіома: чим вище коефіцієнт «борг/власний капітал корпорації», тим вище ймовірність ворожого поглинання корпорації.

Оскільки для одержання контролю над компанією необхідно лише залучити достатню кількість фінансових ресурсів для викупу контрольного пакета її акцій, пропозицію на покупку корпорації простіше зробити, коли в корпорації великий коефіцієнт «борг/власний капітал». Для викупу контрольного пакета акцій подібної компанії потрібно менше капіталу.

Оптимальна структура капіталу – це фінансування за рахунок власних коштів або періодичних емісій звичайних акцій і мінімальне використання всіх форм боргового навантаження. Дана модель досить примітивна, оскільки не пояснює більш складні ситуації, пов'язані з проблемами перерозподілу власності всередині компанії та впливу структури капіталу на цей перерозподіл.

Боргові зобов'язання виникають у підприємства, оскільки існує дефіцит коштів. Причини виникнення дефіциту коштів можна розділити на внутрішні та зовнішні. До внутрішніх причин належать ті, що зародилися на самому підприємстві й обумовлені його специфікою. Зовнішні причини виникнення дефіциту коштів не залежать від підприємства. Для подолання дефіциту коштів існує два основних шляхи, які бажано реалізувати в комплексі: збільшення припливу й зменшення відтоку коштів. Наслідком дефіциту коштів є ріст боргових зобов'язань, що, своєю чергою, підвищує можливість ворожого поглинання.

Причини виникнення дефіциту грошових коштів на підприємстві розглянемо на рис. 1. Для подолання дефіциту коштів існує два основні шляхи, які бажано реалізувати в комплексі: збільшення

припливу і зменшення відтоку коштів. Одним із найпоширеніших способів збільшення надходження коштів на підприємство є продаж або здача в оренду необоротних активів. При цьому продаж дає одноразовий приплив коштів (за винятком випадків, коли необоротні активи продаються на виплат), а оренда забезпечує постійне надходження грошей протягом усього періоду оренди.

Ефективним способом збільшення припливу коштів є оптимізація та раціоналізація асортименту випускаємої продукції. В умовах неплатежів або надмірного поширення негрошових форм розрахунків для збільшення припливу коштів можна використовувати механізм повної або часткової передоплати. У такому випадку покупцям і замовникам висувається жорстка умова: продукція підприємства буде поставлятися тільки після надходження передоплати.

Передоплату можна використовувати в комплексі із ще одним ефективним способом збільшення припливу коштів – розробкою й впровадженням системи знижок для покупців і замовників (чим більше сума передоплати, тим більше знижка). Без передоплати краще нічого не відпускати або відпускати з додатковою націнкою.

Для рішення актуальних фінансових проблем можна використовувати механізм короткострокового фінансування



Рис. 1. Причини виникнення дефіциту грошових коштів на підприємстві

в банку або іншій фінансово-кредитній установі. У багатьох випадках більш зручним є не залучення кредиту, а відкриття кредитної лінії. При наданні підприємству кредиту на розрахунковий рахунок перераховуються всі гроші за договором. Через певний період часу підприємство повинне повернути банку цю суму зі сплатою відсотків. Що стосується кредитної лінії, то в цьому випадку кошти на розрахунковий рахунок підприємства не перераховуються. При необхідності компанія має можливість у будь-який момент взяти необхідну суму. Сума кредитної лінії може бути вичерпана одним або декількома платежами. При цьому відсотки розраховуються за фактичне користування коштами. Дефіцит грошових коштів можливо покрити також зменшенням витрат: відстрочка платежів по поточних зобов'язаннях; перегляд структури затрат та їх оптимізація; різні системи знижок від постачальників; при інвестиційній діяльності – оптимізувати вихідні грошові потоки; перехід на роботу з давальницькою сировиною (узяття у іншого підприємства для переробки). Відсутня необхідність платити за сировину готівкою.

Основним моментом безпеки активів є підтримання в максимально ідеальному стані правовстановлюючих документів на майно, зокрема на майнові об'єкти, право власності на які підлягає державній реєстрації. Критерієм цього ідеального стану слугує строк, протягом якого можливо зібрати пакет документів, необхідних для укладення угод про відчуження або обтяження такого майна: внесення до статутного фонду, дарування, купівля-продаж, оренда, іпотека тощо. Що стосується кредиторської заборгованості, працююче підприємство завжди має поточну кредиторську заборгованість, однак необхідно пам'ятати про оптимальну структуру капіталу.

Практично всі українські підприємства незалежно від організаційно-правової форми можуть стати об'єктом нападу зі сторони рейдерів. Проте більшість аналітиків вважають, що підприємства «другого ешелону» відносяться до групи найбільшого ризику. Адже такі компанії на ринку значно недооцінені, їх значно більше, ніж підприємств-гігантів, і нерідко вони мають високоліквідні активи. Особливо цікавими для рейдерів є ті підприємства, де слабкий власник. Навіть якщо підприємство має досвід кількох корпоративних воєн, воно все одно знаходиться в зоні ризику. Майже всі спеціалісти у сфері протидії рейдерства радять: рейдерського нападу краще запобігти, ніж у ньому перемогти. Абсолютна більшість поглинань формально базується на помилках акціонерів або менеджменту підприємства при управлінні останнім. При правильному розрахунку захоплення підприємства обходиться дешевше, ніж законна купівля його акцій. У великому бізнесі в дев'яти з десяти випадків те, що ззовні видається як корпоративний конфлікт, звичайний господарський чи трудовий спір – прояв рейдерської атаки [6].

Оскільки структура капіталу чинить значний вплив на вартість підприємства в момент виникнення загрози його поглинання, поточний менеджмент повинен використовувати структуру капіталу як інструмент маніпулювання часткою звичайних голосуючих акцій, що перебувають у його власності, так, для збільшення цієї частки менеджмент може почати нарощувати боргове навантаження на свою компанію.

Висновки. Рейдерство в Україні має вельми негативний вплив на підприємницький клімат шляхом дестабілізації роботи вітчизняних підприємств, формування несприятливого інвестиційного клімату. Найбільш значимі фінансові та промислові структури, які є стрижневими для вітчизняної еконо-

міки, у значній мірі корумповані, але при цьому грають і будуть відігравати провідну роль в економіці України.

Структура капіталу підприємства значно впливає на його вартість у момент виникнення загрози поглинання. Усі моделі корпоративного контролю пояснюють зміни структури капіталу лише в короткостроковому періоді. Ставши метою ворожого поглинання, корпорація негайно починає нарощувати обсяги боргового навантаження й одночасно викуповувати звичайні акції у своїх акціонерів. Тобто компанія скорочує власний капітал і нарощує обсяги запозичень.

Для подолання рейдерства важливо не лише розробляти та інтегрувати зміни та доповнення до чинної нормативно-правової бази, тобто здійснювати регулювання на державному рівні, але й упровадити антирейдерські технології безпосередньо на підприємствах. На сьогодні самозахист є більш актуальним та дієвим. Для цього підприємствам слід підготуватися до можливості рейдерських вторгнень за допомогою своєчасної розробки та застосування стратегії захисту від рейдерів, конкретних завчасно обміркованих схем, покладенням обов'язків щодо проведення таких дій на відповідні органи підприємства та посадових осіб.

#### Література:

1. Варналій З.С. Рейдерство в Україні: передумови та шляхи подолання / З.С. Варналій, І.І. Мазур // Стратегічні пріоритети. – 2015. – № 2 (3). – С. 101–109.
2. Грек Б.М. Поняття та історичні передумови розвитку рейдерства в Україні / Б.М. Грек, Т.Б. Грек // Адвокат. – 2010. – № 9. – С. 29–34.
3. Хвесик А.М. Інноваційно-інвестиційна і технологічна безпека трансформації регіональних економічних систем / А.М. Хвесик; за наук. ред. акад. НААН України, д-ра екон. наук, проф. М.А. Хвесика. – К.: Наукова думка, 2013. – 486 с.
4. Зайцева І.Ю. Основні методи недружніх поглинань в Україні, викорстовувані сучасними рейдерами / І.Ю. Зайцева // Економіка: проблеми теорії та практики: зб. наук. праць: у 6 т. Т. 3. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2009. – Вип. 252. – С. 675–683.
5. Мельник М.І. Формування бізнес-середовища України в умовах інституційних трансформацій: [монографія] / М.І. Мельник. – Л.: ІРД НАН України, 2012. – 566 с.
6. Панасенко Р.А. Щодо визначення поняття «рейдерство» / Р.А. Панасенко [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://archive.nbuv.gov.ua/Portal/Soc\\_Gum/Dtr\\_pravo/2013\\_4/files/LA409\\_35.pdf](http://archive.nbuv.gov.ua/Portal/Soc_Gum/Dtr_pravo/2013_4/files/LA409_35.pdf).
7. Прийняття рішень в аналізі та контролі капіталу торговельних підприємств: [монографія] / А.Д. Бутко [та ін.]. – К.: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2012. – 275 с.
8. Соколенко Т.М. Економічна безпека підприємства в умовах транзитивної економіки / Т.М. Соколенко // Сучасна наука XXI століття: зьомка міжнародна наук.-практ. Інтернет-конф. – Київ, 2011.
9. Тимофеев Т.В. Экономическая безопасность и управление риском предприятий / Т.В. Тимофеев, Л.Г. Наумова [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://btb-cons.ru/articles/?art\\_id=6](http://btb-cons.ru/articles/?art_id=6).

#### Демчук Н.И., Окселекно Н.А. Структура капитала как метод защиты от рейдерства

**Аннотация.** Доказано, какие действия может предпринимать предприятие, для того чтобы избежать враждебного поглощения. Отмечено, что структура капитала предприятия может быть использована как один из методов блокировки или снижения вероятности попыток рейдерства. Рассмотрены методы защиты компании от рейдерских атак через призму оценки внутренних и внешних причин недостатка денежных средств и методов покрытия их недостатка.

Выявлены узкие места в деятельности предприятий, предложены пути повышения устойчивости предприятий к рейдерским атакам.

**Ключевые слова:** рейдерство, капитал, структура, безопасность, враждебное поглощение, захват.

**Demchuk N.I., Okselenko N.A. Capital structure as a method of protection raiding**

**Summary.** It is investigated what actions the company may take in order to avoid a hostile takeover. It is indicated

that the capital structure of the enterprise may be used as a method of blocking or reducing the likelihood of attempts to raid. The methods of protection against the raider attacks through the prism of evaluation of internal and external causes of funds lack and methods of the lack coverage are given. Shortcomings in the enterprise activity are revealed; the ways to improve the sustainability of enterprises to raider attacks are suggested.

**Keywords:** raid, capital structure, safety, hostile takeover, seizure.