

УДК 338.240.314

В.В. Македон

*Дніпропетровський університет економіки та права***ЕФЕКТИВНІСТЬ ІНТЕГРАЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ У МІЖНАРОДНОМУ ТА ВІТЧИЗНЯНОМУ КОРПОРАТИВНОМУ СЕКТОРІ**

Статтю присвячено проблематиці формування очікуваної ефективності діяльності корпорації після операції злиття або поглинання. Проаналізовано фактори, які формують синергетичний ефект, та фактори, які знижують ефективність корпоративних угод такого типу.

Ключові слова: корпорація, корпоративний капітал, пакет акцій, концентрація, синергія, реструктуризація, конкурентоспроможність, злиття та поглинання.

Статья посвящена проблематике формирования ожидаемой эффективности деятельности корпорации после операции слияния или поглощения. Проанализированы факторы, которые формируют синергетический эффект, и факторы, которые снижают эффективность корпоративных соглашений данного типа.

Ключевые слова: корпорация, корпоративный капитал, пакет акций, концентрация, синергия, реструктуризация, конкурентоспособность, слияние и поглощение.

The article is devoted to problem of the expected efficiency of corporation's activity forming after the operation of mergers and acquisitions. The factors which form a sinergistical effect are analyzed, and so the factors which reduce efficiency of corporate agreements of this type.

Key words: corporation, corporate capital, share holding, concentration, synergy, restructuring, competitiveness, mergers and acquisitions.

У процесі розвитку та ускладнення структури суспільного виробництва операції злиття та поглинання стали невід'ємним компонентом корпоративної політики і найважливішим фактором розвитку продуктивних сил. Щорічно у світі здійснюється декілька тисяч операцій злиття та поглинання, причому їхня кількість постійно зростає і вони охоплюють все нові галузі і сфери економіки.

Разом з тим необхідно зазначити, що механізми дії злиття та поглинання на стан фінансів корпорацій, так само як і фактори, що визначають ефективність злиття та поглинання для компаній, які реорганізуються, до кінця не вивчені. Так, загальноприйнятим поясненням того факту, що до 40% операцій злиття та поглинання в світі фінансово нерезультативні (не дають компаніям-ініціаторам приросту грошового потоку і вартості), є помилкова оцінка вартості компанії-мети та погана фінансова реструктуризація самої операції. Насправді наявність великого числа неефективних операцій злиття та поглинання свідчить про те, що або у корпорацій відсутні чіткі критерії здійснення операції злиття та поглинання, які можуть принести максимальний економічний ефект, або неточні і неповні самі методологічні підходи до визначення економічної результативності злиття та поглинання [5].

Метою статті є визначення головних факторів, які формують показники ефективності використання операцій злиття та поглинання в системі міжнародного та вітчизняного корпоративного управління. Відповідно до мети, основними завданнями статті є:

- характеристика та статистична оцінка якісного складу використання операцій злиття та поглинання в системі корпоративного управління;
- аналіз факторів, які визначають мотиваційні процеси у середовищі корпорацій для використання угод злиття та поглинання;
- визначення очікуваного економічного та організаційного ефекту від операції злиття або поглинання;
- роль фондового ринку в інтеграційній політиці корпорацій.

Міжнародна статистика показує, що далеко не всі злиття та поглинання призводять до серйозного поліпшення фінансово-економічних показників корпорацій, що об'єднуються. Значна частина злиттів та поглинань неефективна (не результативна) за формальними ознаками і не дає для компаній, що об'єднуються, високого синергетичного ефекту.

Проблематику корпоративної інтеграції та використання операцій злиття та поглинання активно досліджує багато вітчизняних та закордонних вчених, зокрема таких як: Гамільтон Дж., Гохан П., Деркач М.І., Євтушевський В.А., Руденко Ю.В., Рудик Н.Б. Більшість вчених значну увагу приділяють пошуку економічного ефекту від злиттів та поглинань. В той же час поза увагою залишаються питання первинних мотиваційних факторів як зовнішнього, так і внутрішнього походження. Наявність цих факторів і визначає актуальність наукових досліджень у даному секторі корпоративного управління.

Американська фінансова компанія "KPMG", проаналізувавши 700 великих операцій злиття та поглинання за період 2002-2008 рр., виявила, що лише 20% з них збільшили свою ринкову вартість, у 30% практично не відбулося змін, а 50% відзначили зниження вартості [7].

Більшість дослідників вважають, що головними причинами недостатньої фінансової результативності великого числа злиттів та поглинань є: неправильний вибір компанії-мети; недостатня якість опрацювання операцій; помилки при визначенні величини синергетичного ефекту.

Окремі фахівці вважають, що, в принципі, більшість операцій злиття та поглинання ефективні, але виникають сумніви у достовірності самих статистичних даних про низьку ефективність злиттів та поглинань, точніше, у правильності методики оцінки фінансового ефекту від злиттів та поглинань. У більшості випадків статистична вибірка формувалася аналітиками у найближчі періоди часу після здійснення злиттів та поглинань (у межах 1-6 місяців), а існують дані, які показують, що максимум ефективності від злиттів та поглинань досягається через рік-півтора після здійснення операції, коли відбувається стабілізація фінансів компаній, які об'єдналися.

Слід вважати, що реальні причини великого числа неефективних злиттів та поглинань, що не дають компаніям, які об'єднуються, великого економічного результату, знаходяться глибше – вони не у помилках менеджменту і не у недосконалості методології оцінки ефективності злиттів та поглинань (адже навіть 35-40% неефективних операцій – це все одно дуже багато), а в не цілком правильному трактуванні реальних цілей корпорацій при здійсненні злиттів та поглинань [1].

Реальний спектр початкових мотивів злиттів та поглинань істотно ширше і не може зводитися тільки до мотивів підвищення ефективності. Стабілізуюча дія злиттів та поглинань на фінанси корпорацій і економіки вельми багатогранна. При сучасному рівні розвитку суспільного виробництва існує велика група мотивів злиттів та поглинань, які не пов'язані безпосередньо із фактором підвищення економічної ефективності корпорацій, але які у той же час сприяють зростанню соціально-економічної і фінансової стабільності на мікро- і макрорівні економіки. Зокрема, такі операції злиття та поглинання можуть здійснюватися за мотивами конкурентної боротьби (рис. 1).

Для невеликих за розмірами корпорацій дуже важливий фактор розширення їх ніш на ринку, зміцнення конкурентних позицій та підвищення на цій основі економічної безпеки. Природно, що у даному випадку такі "класичні" мотиви злиттів та поглинань, як ефект синергії, необхідність взаємодоповнюваної структури акти-

вів і так далі, просто ігноруються і не прораховуються поглинаючими компаніями. Для них важливіше усунути конкурента, завоювати додаткову частину ринку і забезпечити собі тим самим конкурентну перевагу. Адже очевидно, що великі корпорації мають, у порівнянні з відносно невеликими і слабо інтегрованими виробництвами, значні конкурентні переваги.

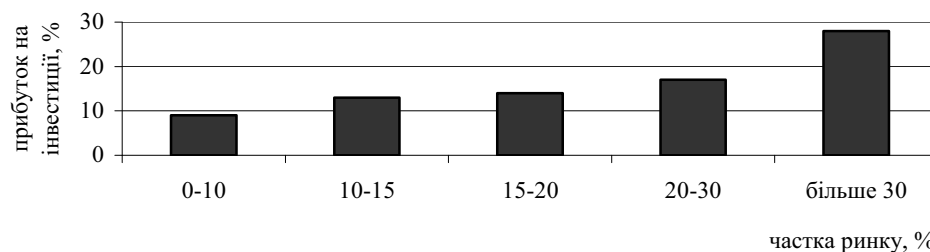


Рис. 1. Залежність прибутковості операцій компанії від контролюваної нею частки ринку [3]

Великій корпорації легко витіснити з ринку невелику за розмірами корпорацію, яка виробляє однотипну продукцію, ніж навпаки, оскільки велика компанія контролює пропорційну за розмірами частину споживчого попиту даної продукції, що значно підвищує її фінансову стійкість. Якщо навіть менший за розмірами конкурент випустить більш конкурентоздатний товар з кращими споживчими властивостями, то у більшості випадків це не підірве конкурентних позицій більш великої компанії, яка контролює основну частину попиту на даному товарному ринку, оскільки невелика за розмірами корпорація не зможе швидко збільшити виробництво до необхідних обсягів (що особливо важливе у секторі товарів з низькою еластичністю, попит на які мало змінюється із зміною цін) [3; 6].

Навпаки, якщо велика компанія, яка контролює значну частину попиту на дану продукцію, випустить новий і більш конкурентоздатний товар, то маленька компанія – конкурент майже неминуче буде витіснена з ринку і збанкрутує. Подібні злиття та поглинання підвищують конкурентоспроможність виробництва і сприяють тим самим зростанню обсягів збуту продукції корпорацій, позитивно впливають на стабілізацію фінансів національного корпоративного сектора, зокрема, запобігають банкрутствам невеликих корпорацій, що балансують на межі рентабельності, чим вдається уникнути тривалих процедур банкрутств компаній, підтримувати в економіці зайнятість. У світі існує безліч прикладів стратегічних поглинань, метою яких є не зростання ефективності, а просте розширення виробництва, отримання недорогих (але не завжди ліквідних і прибуткових) активів.

Конкурентний “монопольний” фактор злиттів та поглинань особливо важливий у тих випадках, коли об’єднуються компанії з однаковою структурою виробництва, які виробляють однотипну продукцію масового споживання (горизонтальне злиття). У даному випадку мотиви конкурентної боротьби, поглинань конкурентів часто виходять на перше місце, без врахування фінансової ефективності операції злиття чи поглинання, рівня очікуваного синергетичного ефекту, оскільки конкуренція на такому ринку може бути дуже гостра.

Більше 50% операцій злиттів та поглинань корпорацій, які відбуваються у світі, визначаються мотивами конкурентної боротьби, і лише 30% операцій мають на меті зростання ринкової вартості об’єднаної компанії, розширення спектру продукції, яка випускається, створення виробничого ланцюжка і концентрації доданої вар-

тості за готовим продуктом. На рис. 2 показано співвідношення операцій злиттів та поглинань за їх реальними мотивами [1].



Рис. 2. Розподіл важливості економічних мотивів операцій злиттів та поглинань для корпорацій

Але ці дані свідчать про те, що економічними мотивами далеко не всіх операцій злиттів та поглинань є підвищення поточної ефективності і вартості компаній, які об'єднуються. Мотиви перемоги у конкурентній боротьбі (які супроводжуються, як правило, і підвищенням фінансової стабільності) мають принципово не менше значення.

Із зазначеного вище можна зробити декілька висновків, які мають певне теоретичне і практичне значення. Головним мотивом більшості операцій злиттів та поглинань є конкурентна боротьба, або інтенсивність злиттів та поглинань повинна залежати від рівня конкуренції. Чим сильніше боротьба за споживача, тим більшою буде кількість злиттів та поглинань. Мабуть, цим пояснюється порівняно висока інтенсивність злиттів та поглинань в американській економіці, де рівень конкуренції достатньо високий.

Недостатньо висока інтенсивність злиттів та поглинань в Україні обумовлена, зокрема, і недостатньою конкуренцією в українській економіці. Переважання в світовій економіці у теперішній час злиттів горизонтального типу пояснюється, мабуть, і тим, що в тих галузях, де відбуваються подібні операції (телекомунікації, фармацевтика, банківська сфера та інші), конкуренція вища, ніж у галузях (як правило, наукомістких, високотехнологічних і часто працюючих на держзамовлення), де переважна більшість злиттів та поглинань вертикального типу [3; 5].

На загальну результативність злиттів та поглинань впливає і такий фактор, як можлива раптова зміна зовнішніх економічних умов діяльності корпорацій. Зокрема, при можливому зниженні платоспроможного попиту на продукцію (наприклад, через скорочення обсягів держзамовлення) корпорації, які працюють у певному сегменті ринку, вимушені консолідувати свої виробництва. Але при цьому ефективність виробництва об'єднаної компанії може і не зростати, а залишатися на тому ж рівні, що і до початку дії фактора зниження попиту.

Таким чином, існує достатньо велика група злиттів та поглинань (близько 30-35% від їх загального числа), які формально не дають корпораціям синергетичного ефекту. Точніше, синергетичний ефект за великим рахунком присутній і в даних випадках, зокрема, у формі зростаючої фінансової стабілізації корпоративного сектора, але він не завжди прораховується існуючими методиками оцінки ефективності злиттів та поглинань (зростання вартості компаній). Як можна, наприклад, врахувати в економічному ефекті, що розраховується від злиттів та поглинань, довгострокові фінансові вигоди поглинаючої компанії від розширення виробництва у результаті інтеграції, коли в основі мотивації злиттів та поглинань лежать чисто "монопольні" мотиви?

На погляд автора, це якраз і стало причиною того, що за головний мотив і результат злиттів та поглинань вважається збільшення ефективності виробництва об'єднаної компанії. Логіка підходу, що склався, мабуть, полягає у наступному: оскільки найбільш важливим показником дієвості злиттів та поглинань є зростання вартості об'єднаної компанії (що само по собі правильно), а приріст вартості визначається появою додаткового грошового потоку, то відсутність цього потоку (недостатнє поліпшення показників фінансової ефективності) трактується як недостатня ефективність самих злиттів та поглинань. Проте існують злиття та поглинання, які не пов'язані із поточним поліпшенням фінансових показників компаній, але дають їм певний довгостроковий фінансовий ефект. У табл. 1 представлений авторський підхід до диференціації операцій злиттів та поглинань з погляду їх кінцевого результату – зростання економічної ефективності або підвищення фінансової стабільності фінансів корпорацій, що об'єднуються [2].

Таблиця 1. Диференціація операцій злиттів та поглинань по основному економічному результату [1, 9]

Основні економічні мотиви злиттів та поглинань	Частка даного типу злиттів та поглинань у їх загальному обсязі	Тип злиттів та поглинань	Галузі економіки	Основний ефект від злиттів та поглинань	
				Підвищення фінансової ефективності корпорації	Підвищення фінансової стабільності в економіці
Розширення масштабів виробництва	30%	Як правило, горизонтальний	Виробництво однотипних товарів і послуг	–	+
Розширення частки ринку, зміцнення позицій на ньому, інші мотиви конкурентної боротьби	25%	Будь-який	Будь-які	–	+
Змінні зовнішні умови виробництва (зміна попиту на продукцію, новачі науково-технічного прогресу і так далі)	10%	Будь-який	Будь-які	–	+
Підвищення ефективності виробництва (зниження витрат, збільшення норми прибутку, зростання вартості акцій і так далі)	20%	Будь-який	Будь-які	+	+
Підвищення рівня інтеграції, вертикального комбінування виробництва	15%	Вертикальний	Високотехнологічні, наукоємкі галузі	+	+

З даних таблиці видно, що до 35% операцій злиттів та поглинань можуть, навіть теоретично, не супроводжуватися поліпшенням показників ефективності компаній (що трактується як максимізація отриманого економічного ефекту на одиницю витрат). Саме у цьому і є основні причини великого числа неефективних, за формальними ознаками, операцій злиттів та поглинань у світовій економіці.

Статистику впливу операцій злиттів та поглинань на ефективність виробництва різко погіршують ті операції, які не мають своєю безпосередньою метою отримання синергетичного ефекту (і, навпаки, ті операції, які спочатку ставлять за мету підвищення ефективності, у більшості випадків, сягають успіху). Це дозволяє

пояснити і значні розбіжності в оцінці ефективності злиттів та поглинань у різних дослідників, що досягають 35-40% (що навряд чи можна пояснити тільки відмінностями методик і підходів). Такі експерти, на наш погляд, вивчають різні об'єкти дослідження, що і дає великі відмінності в результатах аналізу [3; 8].

Те, що важко прораховується, цілком успішно може визначатися на основі ринкової оцінки, яку дає конкурентний фондовий ринок. На наш погляд, результиуючим і найбільш точним вартісним показником кінцевої ефективності злиттів та поглинань може виступати збільшення ринкової капіталізації об'єднаної компанії – зростання курсової вартості її акцій.

Фондовий ринок виступає необхідним інституційним елементом процесу структурної реорганізації національного корпоративного сектору, як з точки зору справедливої і всеосяжної оцінки вартості компаній, так і з погляду джерела отримання інвестиційних ресурсів, необхідних корпораціям для здійснення злиттів та поглинань (зокрема за рахунок додаткових емісій акцій корпорацій). Особливо важливо підкреслити, що у ринкову оцінку вартості компаній, які поглинаються, і ринкову оцінку ефективності злиттів та поглинань (тобто оцінку вартості об'єднаної компанії) потрапляють і ті фактори вартості, які взагалі не прораховуються аналітичним шляхом.

При формуванні вартості акцій корпорацій на фондовому ринку враховуються і показники, які не “розраховуються”. Реакція фондового ринку, є, по суті, віддзеркаленням середньостатистичних очікувань (зокрема інтуїтивних, які не підлягають формальній логіці) від даної операції злиття та поглинання достатньо великим числом ринкових експертів. Якщо ринкова капіталізація (ринкова вартість) об'єднаної структури зростає порівняно із вартістю корпорацій, які злилися, то слід вважати, що об'єднання за всіма параметрами ефективне.

Якщо курс акцій компанії впаде, це означає, що інвестори подають сигнал про те, що, на їх думку, вигоди від поглинання сумнівні. Тому реакція фондового ринку для компаній є одним з найважливіших показників ефективності злиттів та поглинань.

Практика дійсно показує, що фондовий ринок у багатьох випадках виключно позитивно реагує на злиття. Вартість акцій компаній, що об'єднуються, зростає, і їх акціонери отримують істотні вигоди від курсових різниць.

Слід зазначити, що у ході аналізу дії злиттів та поглинань на показники ринкової капіталізації виникає цікава закономірність – акції компаній, які поглинаються, зростають у ціні значно більше, ніж акції поглинаючих компаній. Якщо ціни на акції поглинаючих компаній підвищуються у середньому на 2-5%, то капітал компанії, які поглинаються, може зрости на 15-20%. Фінансові плоди злиття отримують, в основному, акціонери корпорацій-цілей [5].

Цьому феномену дається наступне основне пояснення – компанії-покупці, як правило, значно більші за розмірами, мають міцні позиції на фондовому ринку, і вигоди від злиття не знаходять істотного віддзеркалення у зростанні курсу їх акцій (факт злиття незначно впливає на курс акцій, оскільки цей курс визначається іншими, не менш значущими факторами, зокрема економічною потужністю компанії).

Навпаки, для компанії, яка поглинається, як правило, невеликою за розмірами і достатньо слабкою у фінансовому відношенні, операція злиття чи поглинання – це значуща подія, яка істотно впливає на рівень її ринкової капіталізації. З цим необхідно погодитися, але слід додати, що певну роль грає і те, що компанії, що поглинаються, як правило, мають невисоку економічну ефективність, що призво-

дить до зниження курсу їх акцій. Отже, можливостей для їх зростання у результаті злиттів та поглинань відносно більше, ніж у акцій поглинаючих компаній. У компаній-покупців значення коефіцієнта Тобіна (відношення ринкової вартості компанії до її відновної вартості), як правило, значно вище, ніж у корпорацій, які купуються. До того ж на ринку злиттів та поглинань існує певна конкуренція між компаніями-покупцями, що сприяє зростанню вартості компаній-цілей.

Випереджаюче зростання акцій компанії, яка поглинається, при злитті є ще одним доказом того, що ринкові показники вартості є найбільш репрезентативними і точними, принаймні, щонайточніше відображають все різноманіття і складність фінансово-економічних процесів сучасного виробництва [3; 6].

Таким чином, можна констатувати, що не тільки очікуваний синергетичний ефект є головним мотивуючим фактором інтеграційних операцій. Дуже часто компанії намагаються підвищити рівень конкурентоздатності своєї продукції, підвищити ринкову капіталізацію або сформувані ефективний виробничий механізм діяльності. В той же час для правильної оцінки вартості компаній, що поглинаються, і стимулювання в Україні процесу консолідації національної економіки повинен швидше розвиватися корпоративний сектор фондового ринку. Не дивлячись на активізацію діяльності ДКЦПФР і позитивну динаміку формальних показників за 2008 рік в сфері вітчизняного корпоративного управління, фондовий ринок в Україні поки не розвинений. Досить сказати, що на ньому котируються акції всього двох десятків українських компаній. Окрім таких глобальних недоліків, як невиконання фондовим ринком функцій по трансформації внутрішніх заощаджень в інвестиції і міжгалузевому перерозподілу капіталу, це затрудняє ринкову оцінку вартості компаній, яка з урахуванням вищевказаного вважається найбільш всеосяжною і справедливою, а також оцінку кінцевої ефективності злиттів та поглинань у всьому різноманітті і складності цього процесу.

Бібліографічні посилання і примітки

1. Гохан П. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / П. Гохан. – М.: Альпина, 2006. – 742 с.
2. Деркач М.І. Об'єднання підприємств як інструмент підвищення конкурентоспроможності / М.І. Деркач // Актуальні проблеми економіки. – 2006. – №6. – С. 57-63.
3. Євтушевський В.А. Стратегія корпоративного управління / В.А. Євтушевський, К.В. Ковальська, Н.В. Бутенко. – К.: Знання, 2007. – 287 с.
4. Етокова О. Транскордонне злиття і поглинання в умовах нерозвиненості системи корпоративного управління на прикладі України / О. Етокова // Конкуренція. Вісник Антимонопольного комітету України. – 2003. – №2(5). – С.29-32.
5. Килимник О. Злиття та поглинання компаній як домінуюча форма прямого іноземного інвестування / О. Килимник, Ю. Руденко // Збірник наукових праць. Вип. 30 / відп. ред. В.Є.Новицький. – К.: ІСЕМВ НАН України, 2001. – С. 179-186.
6. Рудык Н.Б. Конгломеративные слияния и поглощения: книга о пользе и вреде непрофильных активов / Н.Б. Рудык. – М.: Дело, 2005. – 244 с.
7. Пирогов А. Слияния и поглощения: зарубежная и российская теория и практика / А. Пирогов // Менеджмент в России и за рубежом. – 2001. – №5. – С.11-15.
8. Hamilton G. Red Transnational or Red Herrings. / G. Hamilton, M. Hill, P. Knirsch, E. Zaleski. – N.Y.: 2007. – 518 p.
9. UNCTAD, World Investment Report 2010. – United Nations. – New York and Geneva, 2010. – 172 p.

Надійшла до редколегії 20.07.2011