

**Миськів Г.В.,**

кандидат економічних наук,  
завідувач кафедри фінансів та обліку  
Львівської філії Європейського Університету

**Шевченко Н.В.,**

кандидат економічних наук,  
доцент кафедри фінансів та обліку  
Львівської філії Європейського Університету

## ВПЛИВ ІНТЕГРАЦІЇ КОРПОРАТИВНИХ СТРУКТУР НА ЇХНЮ КАПІТАЛІЗАЦІЮ

*Розглядається сутність інтеграції та капіталізації акціонерних товариств. Визначено залежність між інтеграцією вітчизняних акціонерних товариств та рівнем їхньої капіталізації. Обґрунтовано вплив інтеграції на капіталізацію акціонерних товариств в умовах розвитку фондового ринку України.*

*The article deals with the essence of integration and capitalization of joint stock companies. The dependence between the integration of domestic stock companies and their level of capitalization. The influence of integration on the capitalization of domestic stock companies in the development of domestic financial market.*

**Ключові слова:** інтеграція, капіталізація, акціонерні товариства, злиття, поглинання, ринкова вартість.

Розвиток ринкової економіки України не лише сприяв удосконаленню банківської системи та фінансового сектору, а й засвідчив переваги інтеграції та капіталізації для вітчизняних корпоративних суб'єктів. Інтеграція та капіталізація є запорукою ефективності й цілеспрямованості управління капіталом корпорації, визначають напрями економічного розвитку та фінансової стабілізації.

Орієнтуючись на світові й вітчизняні тенденції, реорганізація акціонерних товариств через інтеграцію (шляхом поглинання, злиття або приєднання) розв'язує стратегічні завдання концентрації капіталу в єдиній системі управління з метою забезпечення високого рівня конкурентоспроможності та капіталізації інтегрованої структури.

Питання утворення й функціонування інтегрованих структур різних типів розглядаються в працях таких українських учених, як О. Білорус, П. Буряк, М. Долішній, В. Забродський, М. Кизима, М. Туган-Барановський, С. Якубович, Л. Янів. Серед зарубіжних дослідників даної теми варто назвати таких російських науковців, як Ю. Вінслав, В. Дементьєв, А. Мелентьєв, В. Цветков, В. Рязанцев. Проблеми інтегрованих структур міжнародних масштабів у своїх працях висвітлюють Р. Алібер, Р. Вернон, О. Вільямсон, Е. Грехем, Дж. Даннінг, Р. Кейвс, Е. Пенроуз, Р. Стоубах та ін. Сутність та методи аналізу капіталізації акціонерних товариств вивчають В. Єсіпов, Е. Інгільдєєва, Г. Маховикова, В. Терехова, Дж. Хітчер,

В. Щербаков та ін.; капіталізацію на етапі ринкової трансформації вітчизняної економіки — О. Барановський, І. Бланк, П. Буряк, Г. Волинський, В. Геєць, М. Грідчина, О. Ковалюк, М. Козоріз, Я. Кудря, В. Лещук, Р. Слав'юк, В. Суторміна, В. Шелудько та ін. Разом із тим є потреба в дослідженні впливу інтеграції вітчизняних акціонерних товариств на їхні капіталізацію, фінансовий стан і позиції на фондовому ринку.

Виходячи з цього метою статті є вивчення взаємозв'язку інтеграції та капіталізації вітчизняних акціонерних товариств, визначення впливу інтеграції на капіталізацію в умовах розвитку фондового ринку України.

На сучасному етапі процеси інтеграції акціонерних товариств у великі корпоративні структури набувають логічно осмислених форм, “захоплення” підприємств, не пов'язаних між собою ні виробничо-технологічним ланцюжком, ні єдиним ринком, перестало бути нормою. Зростає значення адекватної оцінки як власного, так і придбаного бізнесу. При цьому ключову роль відіграє стратегічний вибір об'єктів злиття (поглинання), прийняття виважених управлінських рішень, націлених на максимізацію капіталізації — результуючий показник діяльності корпоративної структури перед її акціонерами й кредиторами<sup>1</sup>.

При цьому перед корпораціями постійно постає дилема: інтенсифікувати розвиток холдингової структури шляхом удосконалення сфери корпоративних фінансів та стратегічного менеджменту чи пов'язати подальший розвиток із інтеграційними процесами злиття (поглинання). Втім, у світлі останніх тенденцій розвитку ринку злиття (поглинання) компанії дедалі частіше обирають екстенсивно-інтенсивний розвиток корпоративної структури через інтеграцію з іншими акціонерними товариствами, поєднуючи ці процеси з побудовою надійної системи внутрішнього фінансового менеджменту. При цьому досягається швидке зростання капіталізації компанії, що поглинає чи приєднує, а також захоплення значно більшої частки ринку.

На практиці поняття “капіталізація” та процеси корпоративної інтеграції, результатом яких є створення інтегрованих корпоративних структур (ІКС), взаємопов'язані й взаємодоповнюючі, між ними існує взаємообернений зв'язок. Збільшення капіталізації підприємства дає йому змогу брати участь у інтеграційних процесах у ролі як покупця іншого підприємства (щоб у такий спосіб створити ІКС), так і підприємства, котре хоче придбати фінансово могутніша підприємницька структура (таким чином, воно увійде до складу ІКС). Тобто зростання капіталізації компанії спонукає її до інтеграційних процесів та створення або входження до складу вже існуючої ІКС.

Однак формування такої структури, яке зазвичай супроводжується захопленням більшої частки ринку, виробництвом інноваційної продукції, створенням замкнутого циклу виробництва тощо, на початковому етапі завжди спричиняє

---

<sup>1</sup> Аналітичний звіт Boston Consulting Group (BCG): [Електр. ресурс]. — <http://www.bcg.com/>

підвищення рівня капіталізації ІКС. Таким чином, останнє слугує своєрідним індикатором ефективності стратегічного рішення та оптимістичних очікувань інвесторів стосовно майбутнього збільшення доходів і прибутку. Ринок розглядає створення інтегрованої структури як вдалу інвестицію, поєднану з ефективним корпоративним управлінням. Саме тому в період до укладення угоди злиття (поглинання) та на початковому етапі діяльності новоствореної ІКС капіталізація останньої значно зростає. До речі, в довгостроковому періоді створення ІКС сприяє подовженню життєвого циклу компанії та максимізації прибутку.

Отже, в загальному випадку рівень капіталізації (ринкова вартість) компанії є функцією від двох змінних: бухгалтерського чи економічного прибутку (складова вільного грошового потоку, CF) та вартості капіталу (середньозважена вартість, WACC). Збільшення прибутку в довгостроковій перспективі забезпечує підвищення рівня капіталізації<sup>2</sup>:

$$V = f \left( \begin{array}{l} CF \rightarrow \max \\ WACC \rightarrow \max \end{array} \right) \rightarrow \max. \quad (1)$$

Оскільки створення й функціонування інтегрованих структур забезпечує прибутковість корпорації в довгостроковій перспективі, воно також гарантує стабільне зростання капіталізації утвореної структури.

Створення ІКС може спричиняти збільшення її капіталізації в таких випадках:

- 1)  $\uparrow$  капіталізації  $\rightarrow$  інтеграції між корпораціями;
- 2) створення ІКС  $\rightarrow \uparrow$  капіталізації.

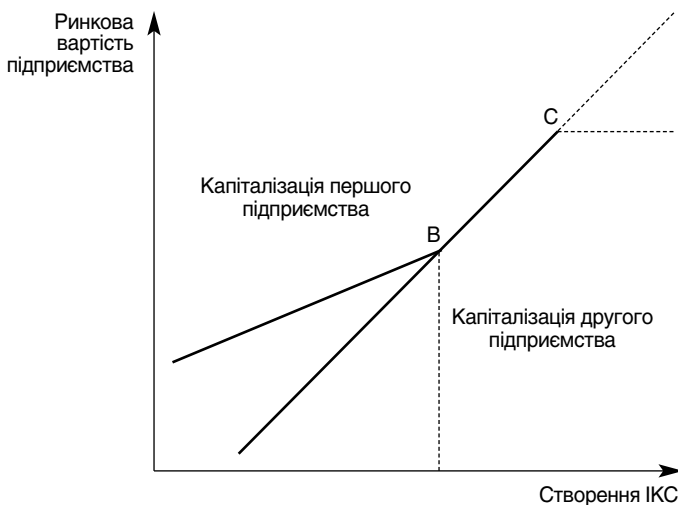
Графічно відобразити взаємозв'язок капіталізації та інтеграції корпорацій, що ефективно розвиваються, можна з допомогою рисунка.

Як бачимо, капіталізація першого та другого підприємств мала впродовж певного періоду тенденцію до зростання. У точці В відбулось укладення угоди між цими двома компаніями про злиття (поглинання) та було створено єдину інтегровану структуру. В результаті цього капіталізація новоствореної ІКС стрімко зростала протягом певного періоду, так би мовити за інерцією, через оптимістичні сподівання суб'єктів ринку від діяльності нової компанії.

У точці С можливе відхилення рівня капіталізації від прогресивного підвищення та значне уповільнення темпів її зростання. Цей випадок буде розглянуто нижче.

Слід зазначити, що досить часто трапляються випадки інтеграції фінансово нерівноправних корпорацій, коли одна поглинає або приєднує іншу, справи якої погіршуються або вже є вкрай незадовільними. Капіталізація (ринкова вартість) такої компанії помітно знижується та може стати меншою навіть від балансової вартості її активів. Наприклад, у 1980-ті рр. у США відбувалися злиття великих

<sup>2</sup> Матвиенко Н.И. Мезоэкономические условия и факторы роста капитализации предприятий // Молодой ученый. — 2011. — № 2. — Т. 1. — С. 118.



Джерело: розроблено й побудовано авторами.

Рис. Динаміка капіталізації інтегрованої структури, створеної корпораціями, що ефективно розвиваються

сталеливарних корпорацій із дрібними компаніями галузі з метою скорочення витрат, пов'язаних із розширенням виробничих потужностей. Виявилось, що вигідніше купити реально працюючу сталеливарну корпорацію за ціною, нижчою від балансової, ніж створювати аналогічні виробничі потужності й відповідну інфраструктуру “з нуля”.

Як відомо, публічні компанії з прозорою операційною й фінансовою діяльністю на ринку оцінюються дорожче, ніж закриті приватні компанії. При цьому поглинання слабкої корпорації з її активами та включення її в інтегровану структуру (приміром, холдинг) передбачає доведення стандартів управління в ній до рівня материнської компанії, що зумовить підвищення ринкової вартості придбаного активу. Іншими словами, якщо закриті компанії оцінюються на ринку на рівні 3—5 річних прибутків, а публічні — 8—10, то в разі придбання компанії за суму, яка дорівнює п'ятирічному прибутку, та доведення стандартів управління в ній до рівня публічної компанії її капіталізація зросте мінімум до 8-ми річних прибутків. Тобто чисте зростання її капіталізації становитиме 3 річних прибутки за мінусом витрат на вдосконалення системи управління, котрі значно нижчі від величини трирічного прибутку.

У точці В, якраз коли укладається угода про поглинання або приєднання, капіталізація обох компаній майже вирівнюється та починає стрімко збільшуватися, відображаючи оптимістичні сподівання інвесторів щодо стратегічного розвитку та зростання фінансових результатів новоствореної ІКС.

Основна причина реструктуризації компаній у вигляді інтеграційних процесів злиття й поглинання криється в прагненні отримати та посилити ефект, тобто

взаємодоповнюючу дію активів двох або кількох підприємств, сукупний результат якої набагато перевищує суму результатів окремих дій цих компаній. Злиття може виявитися доцільним, якщо дві чи декілька компаній мають у своєму розпорядженні взаємодоповнюючі ресурси. Після об'єднання ці компанії коштуватимуть дорожче порівняно з їхньою вартістю до злиття, адже кожна одержує те, чого їй бракувало, причому дешевше, ніж якби їй довелося створювати це самостійно.

Корпорації, котрі інтегруються, отримують у результаті злиття (поглинання) синергетичний ефект. Це саме той критерій, котрий спонукає компанії, що функціонують на ринку незалежно, до об'єднання, завдяки якому вони можуть досягти кращих і більших результатів, ніж окремо одна від одної, наприклад освоїти більшу частку ринку, реалізувати високотехнологічні проекти або випустити на ринок нову продукцію. Запропонований критерій полягає в тому, що позитивне рішення про злиття буде прийняте тоді, коли зростання капіталізації компанії, яка поглинає, перевищить витрати на придбання компанії, що поглинається, тобто різниця між капіталізацією компанії після придбання за вирахуванням витрат на нього має перевищити її капіталізацію до придбання, й компанія, котра поглинає, отримує синергетичний ефект (СЕ):

$$CE = (K_{last} - K_{before}) - Z, \quad (2)$$

де  $K_{last}$  — капіталізація після злиття (поглинання);

$K_{before}$  — капіталізація до злиття (поглинання);

$Z$  — затрати на придбання.

Для прийняття рішення про поглинання показник СЕ повинен мати додатне значення.

Якщо повернутися до рисунка, то в певній точці С можливості інтегрованої структури щодо підвищення рівня капіталізації роздвоюються: або вона працює далі зі зростаючою ефективністю та її ринкова вартість збільшується, або вона досягла найвищого рівня розвитку та стабілізувалася. Подальше зростання капіталізації інтегрованої структури від точки С показує, що синергетичний ефект у діяльності корпорації все ще присутній, а корпоративне управління — ефективне. Тобто здійснена інтеграція між корпораціями мала міцне підґрунтя, а критерій ефективності злиття (поглинання) у вигляді синергетичного ефекту виправдав себе. В іншому випадку, коли капіталізація ІКС зупиняється на одному рівні, а згодом починає поволі знижуватися, це означає, що рішення про злиття (поглинання) було недостатньо обґрунтованим, а синергетичний ефект або незначний, або взагалі відсутній.

У процесі інтеграції корпорацій усі синергетичні ефекти поділяються на два типи: операційні й фінансові синергії.

Одержання операційних синергій означає наявність таких ефектів:

— економія операційних витрат (ефект агломерації);

— економія витрат на проведення науково-дослідних робіт та інноваційної діяльності;

— комбінування ресурсів, що доповнюють один одний;

— збільшення ринкового сегмента корпорації.

Зазначимо, що при функціонуванні ІКС усі перелічені ефекти присутні повною мірою.

Після інтеграції новостворена корпоративна структура може використовувати переваги, що з'являються зі збільшенням її розмірів, а отже й масштабів діяльності, однією з яких є економія операційних витрат. ІКС може домогтися істотного скорочення адміністративних, маркетингових та інших таких витрат, тобто досягти ефекту масштабу в діяльності горизонтальних чи вертикальних інтегрованих структур.

Емпіричні дані про діяльність ІКС країн Західної Європи та США за останнє десятиліття свідчать, що темп зниження витрат на одиницю продукції при інтеграції становить для корпорацій автомобільної промисловості 12 %, сталеливарних і літакобудівних — 20 %, а для тих, що спеціалізуються на виробництві напівпровідників, — 40 %<sup>3</sup>.

Об'єднання капіталів у інтегровані структури може сприяти не лише значному зниженню операційних витрат. Сформована в результаті інтеграційних процесів нова структура може істотно підвищити кваліфікацію персоналу, якість централізованого бухгалтерського обліку, фінансового менеджменту та контролю. Усе це разом спричинить підвищення загального рівня стратегічного управління ІКС. Окрім того, в результаті об'єднання деякі підприємства можуть використовувати науково-дослідні центри та кваліфікованих працівників інших підприємств, що увійшли до складу новоствореної ІКС, для розробки й запровадження нових продуктів, товарів і послуг. У такому разі помітно скорочуються витрати на виконання НДДКР.

Часто великі компанії прагнуть розширити свій виробничий асортимент за рахунок продукції, що виробляється невеликими фірмами та має попит на ринку, однак створення аналогічних власних виробництв для них є економічно не вигідним. Водночас невеликі підприємства часто стикаються з проблемою браку фінансових ресурсів для розвитку наявних і реалізації нових проєктів. За цих умов об'єднання буде вигідним для обох сторін: невелика фірма отримає доступ до фінансових ресурсів, а велика — потрібний їй продукт, до того ж за ціною, набагато нижчою, ніж створення власного виробництва. В даному випадку у створеній ІКС чітко простежується ефект комбінування ресурсів, які доповнюють один одний.

У світлі монополізації останній ефект операційних синергій можна пояснити збільшенням сегмента ринку при проведенні горизонтальної або вертикальної

---

<sup>3</sup> Ринок М&А — 2010: яким йому бути? / А. Попов, О. Коновалов, М. Черкасенко, М. Услистий, В. Самойленко // Правовий тижень. — 2010. — № 4 (182). — С. 12.

інтеграції, що призводить до зниження конкуренції та до монополізму на ринку певної продукції. Тому в більшості країн світу, в т. ч. в Україні, точиться боротьба проти підприємницької інтеграції, яка обмежує конкуренцію. Втім, хоча ІКС відіграють не останню роль у монополізації ринку, їх утворення є природним процесом, а не умисним.

Як бачимо, в діяльності ІКС присутні всі види ефектів операційних синергій, і це цілком природно для такого виду організаційно-господарського утворення.

Окрім того, в результаті інтеграції окремих корпорацій можна отримати такі фінансові синергії<sup>4</sup>:

- створення податкових щитів (уникнення надмірного оподаткування);
- можливість купівлі великого підприємства за ціною, нижчою від балансової;
- фінансова диверсифікація.

Зокрема, уникнення надмірного оподаткування великою мірою стимулює різноманітні процеси об'єднання, оскільки надає можливість використовувати інтеграцію як спосіб оптимізації податкового тиску. Наприклад, компанії можуть вирішити об'єднатися, якщо одна з них має значні податкові пільги, а операції іншої оподатковуються на загальних підставах. Якщо після злиття компаній пільги поширяться на новостворену структуру, це буде надзвичайно вигідна угода. Інтеграція шляхом купівлі однією іноземною корпорацією іншої є також способом виведення з-під оподаткування тимчасово вільних коштів. Купівля компанії не лише не погіршує добробут акціонерів, а й зазвичай поліпшує його, саме тому багато іноземних компаній вважають її вигідним і розумним способом вкладення своїх вільних фінансових ресурсів.

Ще одним ефектом фінансової синергії, котрий доволі часто називають катализатором інтеграції, є фінансова диверсифікація. Як відомо, вона виступає способом зменшення ризиків і управління ними. Фінансові менеджери стверджують, що проведення диверсифікації з допомогою злиття стабілізує зростання прибутковості операцій, а також зменшує ризик, пов'язаний із інвестиціями в цінні папери цієї інтегрованої структури.

Варто зауважити, що в ІКС України фінансові синергії спостерігаються рідше, ніж операційні. Частіше вони виникають під час інтеграційних процесів між корпораціями в іноземних державах — унаслідок специфіки їхнього законодавства та розвитку фондового ринку.

Розглянуті вище ефекти операційних і фінансових синергій є передумовами створення ІКС. Тому є потреба в їх комплексній оцінці та дослідженні в кожному конкретному випадку, використанні позитивних і нівелюванні негативних моментів їхнього впливу при створенні ІКС.

Ефект синергії тісно пов'язаний із ресурсозбереженням: синергії доповнюють одна одну в процесі діяльності ІКС, тому, досліджуючи ефективність функціону-

---

<sup>4</sup> Ринок М&А — 2010: яким йому бути? / А. Попов, О. Коновалов, М. Черкасенко, М. Услистий, В. Самойленко // Правовий тиждень. — 2010. — № 4 (182). — С. 12.

вання останньої, необхідно відзначити роль ресурсозбереження в підвищенні її ефективності. Обов'язковою умовою ефективного функціонування інтегрованої структури є економічно обґрунтоване використання всіх видів ресурсів, що забезпечується переходом до єдиної системи управління затратами в рамках ІКС. Зниження ресурсомісткості виробництва зумовлене сутністю такої структури, оскільки співпраця між її підрозділами сприяє ефективнішому використанню всіх ресурсів. Утім, надмірне розширення бізнесу нейтралізує синергетичний ефект, що може стати причиною зниження ефективності виробництва, уповільнення темпів зростання капіталізації та, як наслідок, спровокувати дезінтеграційні процеси.

Г. Коуз, виходячи з теорії трансакційних витрат, довів, що корпорація зростатиме доти, доки затрати на організацію додаткової трансакції всередині компанії не зрівняються із затратами на здійснення цієї ж трансакції через обмін на відкритому ринку або із затратами на її організацію через іншу фірму<sup>5</sup>.

Інтеграційні процеси між корпораціями можуть як підвищити ефективність їхньої діяльності, так і погіршити результати поточної виробничої діяльності, збільшити бюрократичний тягар. Як правило, заздалегідь оцінити масштаби змін унаслідок злиття чи поглинання дуже складно. Експерти називають три причини невдалої інтеграції. Це:

- неправильна оцінка компанією, яка поглинає, привабливості ринку або конкурентної позиції компанії, що поглинається;
- недооцінка обсягу інвестицій, потрібних для здійснення угоди зі злиття чи поглинання;
- помилки в процесі реалізації угоди щодо злиття.

Слід зазначити, що в багатьох випадках злиття й поглинання здійснюються за взаємною згодою керівників обох компаній. Однак доволі часто відбуваються й ворожі злиття.

Усі перелічені прорахунки негативно відбиваються на рівні капіталізації новоствореної ІКС, і замість позитивного ефекту від інтеграції у вигляді підвищення ринкової вартості корпоративної структури власники отримують лише збитки й тягар шойно купленої корпорації.

Особливу увагу варто звернути на капіталізацію вертикально й горизонтально інтегрованих структур. З точки зору ринкової віддачі, привабливішою для інвесторів буде вертикально інтегрована структура. Акції корпорації, котра має закінчений виробничий цикл та фінансовий блок, матимуть більшу вартість, ніж акції окремого заводу, навіть якщо він у складі потужного холдингу. Крім того, в ІКС саме цього типу присутні майже всі операційні синергії, що підтверджує їхню ефективність. Горизонтальні ІКС можуть захопити більшу частку ринку та

---

<sup>5</sup> Див.: *Burns L. Methods of Calculating Foreign Investment Fund Income / J. Prebble (ed.); Taxing Offshore Investment Income, Fiscal Publications. — Birmingham, 2006.*



наблизитися до стану монополіста, але навряд чи це допоможе їм довший час утримувати високий рівень капіталізації.

Отже, вертикальна інтеграція сприяє підвищенню рівня капіталізації підприємства та є набагато ефективнішою за горизонтальну. Втім, при надмірному розширенні бізнесу темпи зростання ринкової капіталізації уповільнюються. Це означає, що досить часто невеликі за розмірами, проте однорідні за складом бізнесу корпорації є привабливішими для інвесторів на фондовому ринку, ніж великі вертикально інтегровані структури.

Дослідивши взаємозв'язок створення ІКС та її капіталізації, ми дійшли таких висновків. По-перше, зростання капіталізації окремої корпорації спонукає її до інтеграційних процесів у ролі покупця чи об'єкта придбання. По-друге, створення ІКС зумовлює зростання її капіталізації в короткостроковому періоді лише за рахунок оптимістичних сподівань інвесторів. По-третє, зростанню капіталізації ІКС у довгостроковому періоді сприяє позитивний синергетичний ефект як критерій доцільності інтеграційних процесів узагалі. По-четверте, вертикальна інтеграція зумовлює підвищення рівня капіталізації підприємства та є набагато ефективнішою за горизонтальну.

Напрямом подальших досліджень авторів є міжнародний досвід інтеграції та капіталізації акціонерних товариств і корпорацій та їхній вплив на світовий фондовий ринок.