

СУТНІСТЬ ТА ОСОБЛИВОСТІ СУЧАСНИХ КОРПОРАТИВНИХ ЗЛИТТІВ І ПОГЛИНАНЬ

Економічна суть операцій злиттів та поглинань компаній полягає у прагненні до збільшення розмірів власності інвестора, зростання прогнозованого прибутку, підвищення рентабельності інвестованого капіталу, як правило, у формі підвищення курсової вартості акцій і через неї вартості компанії в цілому – її капіталізації як сумарної ринкової (біржової) вартості всіх акцій компанії. Специфіка полягає в тому, що досягнення цих цілей забезпечується при здійсненні таких операцій не за рахунок розвитку і використання власних управлінських, фінансових, виробничих і збутових можливостей компанії. Зазначені цілі досягаються за рахунок механізму злиття або поглинання, коли придбання конкурентних переваг можливо отримати з меншими витратами саме за рахунок зовнішніх джерел шляхом придбання активів інших компаній. Найменшими ці витрати виявляються тоді, коли з різних причин активи компанії – цілі виявляються недооціненими на ринку. Насамперед мова йде про нематеріальні активи – управлінські, організаційні, кадрові переваги компанії в організації постачання, виробництва і збуту, зв'язках і впливу на ринку, можливостях лобювання напрямів руху фінансових потоків, отримання державних замовлень на продукцію, організації НДДКР, реалізації різних соціальних програм, використанні чинників міжнародної політики [1, 3].

Метою статті є дослідження економічних та організаційних умов для здійснення операцій злиттів та поглинань компаній, визначення зовнішніх та внутрішніх чинників, які впливають на прийняття рішення щодо інтеграційних дій, виявлення суб'єктивних мотивів корпорацій різних напрямків діяльності, які спонукають до операційних злиттів та поглинань.

У своїй основі злиття і поглинання як рух активів – це механізм перерозподілу власності від менш ефективних власників до більш ефективних або передача управління компанією на користь власників від менш ефективних менеджерів до більш ефективних з метою підвищення прибутковості діяльності та прибутковості вкладеного капіталу. Зростання вартості компанії означає зростання рівня її конкурентоспроможності, що призводить до підвищення кредитного рейтингу, збільшення інвестиційних можливостей, додаткового розширення або диверсифікації виробництва, збільшення масштабів НДДКР, виходу на нові ринки.

Необхідно відзначити, що є відмінності в поняттях «злиття компаній» та «поглинання компаній». Відповідно до загальноприйнятих у західній практиці корпоративного управління підходів під злиттям, зазвичай, розуміється будь-яке об'єднання компаній, в результаті якого утворюється єдина економічна одиниця з двох або більше раніше існуючих юридичних осіб. Поглинання це об'єднання двох або декількох юридичних осіб в одну, до якої переходять активи і зобов'язання юридичних осіб, які поглинаються і припиняють своє існування або контролюються шляхом володіння контрольним пакетом акцій чи часток в статутному капіталі. Найчастіше використовуються терміни *mergers and acquisitions* або *takeovers*, це означає злиття та поглинання компаній або поглинання шляхом придбання цінних паперів чи основного капіталу [2].

З юридичної точки зору в кожній країні існує досить велика кількість способів об'єднання. «Злиття і поглинання» (*M & A*) – це загальний термін для всіх операцій, які об'єднує передача корпоративного контролю у всіх формах, вклю-

чаючи придбання активів та обмін ними. Сюди входять саме злиття (з'єднання компаній в одну), поглинання, придбання компаній, *leveraged buyout (LBO)* – викуп із залученням позикових коштів, рекапіталізація, зміна структури власності, «зворотне злиття» (створення публічної компанії без *IPO (Initial Public Offering)*, *spin-off* (виділення та продаж бизнес-одиниці) і всі інші операції, які мають на меті передачу корпоративного контролю з рук одних акціонерів в руки інших.

Ці операції можуть бути використані в різних цілях як на користь компаній в цілому, так і на користь їх співвласників. Злиття і поглинання можуть поліпшити становище компанії, підвищити прибутковість і стійкість.

Основна причина, згідно з якою компанії використовують механізми злиття та поглинань, – це конкуренція, яка змушує активно шукати інвестиційні можливості, ефективно використовувати всі ресурси, знижувати рівень витрат і шукати стратегії протидії конкурентам. Операції зі злиття та поглинання мають різні цілі і форму, але обов'язково передбачають зміну власника або структури капіталу [4].

Існує значна група зовнішніх і внутрішніх факторів, які впливають на

рішення про перетворення компаній. Всі відомі хвилі злиттів та поглинань у світі так чи інакше пов'язані із структурними змінами і технологічними проривами, промисловими кризами та підйомами, інфляцією, тобто з періодами організаційної перебудови економіки і переоцінки її активів (табл. 1).

Найважливішим зовнішнім чинником, який впливає на рішення про перетворення компанії, є рівень конкуренції в галузі. Конкурентна боротьба стає найбільш жорсткою за наявності таких умов:

- рівність більшості компаній за розмірами і можливостями;
- повільне зростання попиту на товар;
- низькі витрати;
- незадоволеність конкурентів їхньою позицією на ринку;
- великий прибуток при вдалому стратегічному плануванні;
- високі бар'єри виходу з галузі;
- придбання слабких фірм сильними фірмами іншої галузі [5].

Важливим моментом тут є поява нових компаній-конкурентів.

У випадку якщо проникнення в ту чи іншу галузь не має серйозних ускладнень, а рівень прибутку достатньо висо-

Таблиця 1

Фактори зовнішнього середовища, які впливають на перетворення компаній

Сфера дії	Спосіб дії	Фактор
Організаційні	Революційні	1. Криза в галузі 2. Різкий стрибок рівня конкуренції, обумовлений: а) новими конкурентами; б) новими товарами. 3. Новий організаційно-економічний закон. 4. Поява нових організаційних форм в бізнесі
	Еволюційні	Плавна зміна рівня конкуренції, обумовлена: а) постачальниками; б) споживачами; в) конкурентами.
Економічні	Революційні	Стрибок цін на продукцію, сировину, технології, робочу силу, інформацію
	Еволюційні	Стан економіки галузі
Технічні	Революційні	Поява принципово нових технологій
	Еволюційні	Поступова зміна технологій галузі
Соціальні	Революційні	Різка зміна підприємницького клімату
	Еволюційні	Плавна зміна підприємницького клімату
Інформаційні	Революційні	Поява нового способу передачі, зберігання, переробки інформації
	Еволюційні	Накопичення нових науково-технічних знань

кий, то кількість фірм в ній збільшуватиметься. Проте якщо при цьому зростання споживчого попиту не відбуватиметься пропорційно зростанню пропозиції в цілому по галузі, то ціни, а отже, і прибуток падатимуть. Таким чином, прихід в галузь нових компаній обумовлює верхню межу прибутковості цієї галузі. Загальними бар'єрами для вступу у галузь є:

- ефект економії на масштабі виробництва;
- значне скорочення собівартості в результаті використання накопиченого досвіду;
- прихильність до певних товарних марок, переваги замовників, які склалися;
- значний обсяг необхідних капіталовкладень;

Для багатьох компаній важливим фактором, який має вплив на здійснення операцій зі злиття та поглинання, стає поява нових товарів-замінників. Якщо за деякими параметрами (ціна, якість, вимоги моди і т. д.) товар-замінник стає привабливішим для покупця, то останній віддасть перевагу цьому товару.

В останні роки суттєво збільшився вплив технологічного фактора на процес перетворення компаній. Поява нових інформаційних технологій, стільникового зв'язку, мережі Інтернет призвело до хвилі операцій із злиттів та поглинань в кінці ХХ – початку ХХІ ст. Разом із зов-

нішніми факторами, які впливають на динаміку злиттів та поглинань, існує значна кількість внутрішніх факторів, які визначають характер перетворення компаній (табл. 2) [1].

Серед найважливіших внутрішніх факторів, які впливають на рішення про проведення операцій зі злиття та поглинання, можна відзначити:

- рішення про горизонтальну або вертикальну інтеграцію;
- рішення про диверсифікацію, тобто про процес розширення номенклатури продукції яка виробляється, проникнення фірми в інші галузі виробництва;
- рішення про спеціалізацію, тобто про скорочення номенклатури виробництва шляхом поділу його на незалежні або напівзалежні підприємства;
- різке розширення бізнесу шляхом акціонування або додаткової емісії;
- партнерство, тобто взаємодія з іншими фірмами шляхом створення союзів, асоціацій, альянсів.

Інша, не менш важлива економічна причина злиттів та поглинань – низька, на думку власників і (або) менеджерів компанії, величина прибутку або наявність прямих збитків. Обумовлено це може бути двома причинами: низькою рентабельністю активів (при високих обсягах продажів) або низькими обсягами продажів (при високій рентабельності активів). Для збільшення обсягів продажів здійснюється придбання споріднених підприємств (горизонтальна дивер-

Таблиця 2

Внутрішні фактори здійснення перетворень компаній

Сфера дії	Спосіб дії	Фактор
Організаційні	Революційні	1. Зміна стратегії підприємства у бік: а) інтеграції; б) диверсифікації; в) спеціалізації; г) партнерства 2. Зміна структури управління
Економічні	Революційні	1. Зміна структури власності 2. Значні збитки
Технічні	Революційні	1. Зміна типу виробництва 2. Зміна технологічної динаміки виробництва
Соціальні	Революційні	1. Зміна лідера 2. Зміна команди, яка здійснює управління
Інформаційні	Революційні	Зміна інформаційного носія

сифікація). Збільшити рентабельність можна декількома способами, головним з яких є збільшення ціни і зменшення витрат. Збільшити ціну можна шляхом поглинання конкурентів і зменшення рівня конкуренції на ринку. Мінімізація витрат забезпечується різними способами, зокрема за допомогою трансформацій. Вирішальну роль при цьому відіграють транзакційні витрати [6].

Операції злиттів та поглинань різних періодів відрізнялися за своєю природою та цілями, які вони переслідували. Спочатку переважало горизонтальне злиття, потім домінуючу роль почало відігравати вертикальне злиття, надалі вирішального значення набули виробничі конгломерати, і, нарешті, зараз переважне значення мають фінансові та горизонтальні злиття найбільших компаній.

Основною метою здійснення сучасного горизонтального, вертикального або конгломератного злиття є розширення фінансових можливостей об'єднаної компанії, перш за все поліпшення доступу до світових фінансових ринків, отримання податкових знижок, поліпшення фінансової структури і зменшення мінливості доходів (уникнення так званого касового розриву).

Повертаючись до базової аргументації злиття, слід підкреслити, що однією з переваг конгломератного злиття є те, що при них досягається диверсифікація бізнесу. Диверсифікація передбачає вихід корпорації за межі традиційної для неї галузі. Проте конгломератне злиття не може дати жодних економічних переваг, які були б недоступні індивідуальному інвесторові до утворення конгломерату.

З цієї причини слід визначити два основних пояснення привабливості конгломеративних злиттів. По-перше, як було зазначено, вигода може виникнути в результаті того, що компанії-покупці (компанії-агресори) знаходять недооцінені компанії і скуповують їх за цінами меншими, ніж потенційна ринкова вартість. По-друге, джерелом вигоди може стати підвищення кредитоспроможності і за інших рівних умов – зниження вартості капіталу. Крім того, злиття компаній двояким чином позначається

на їх здатності виступати в ролі позичальників: з одного боку, злиття змінює вартість вже існуючого боргу; з іншого боку – злиття змінює здатність емітувати борг в майбутньому [6].

Нарешті, можна виділити ще два економічних мотиви для проведення злиття: це горизонтальна і вертикальна інтеграція. При цьому під горизонтальною інтеграцією розуміється збільшення частки ринку компанії за рахунок придбання і злиття з конкуруючими компаніями. Вертикальна інтеграція відбувається у тому випадку, коли компанії, які об'єднуються, мали раніше стосунки «постачальник – покупець», та були окремими стадіями єдиного виробничого процесу.

Горизонтальна інтеграція має на меті зростання ринкової частки та ринкової влади і часто є проявом монополізації галузі, яка з часом посилюється. Ринкова влада тут визначається як можливість компанії встановлювати і підтримувати ціни вище за конкурентний рівень, тобто вище за граничні витрати виробництва. Ця можливість вимірюється через індекс Лернера [3]:

$$I = (P - MC) / P$$

де P – ціна продукції;

MC – граничні витрати виробництва одиниці продукції.

До істотних аргументів проти горизонтальної інтеграції можна віднести технічну складність їх проведення з погляду невразливості операції з позицій антимонопольного законодавства, а також підвищення кінцевої ціни для споживача.

Вертикальна інтеграція найбільш характерна для тих випадків, коли мова йде про стратегічно важливі джерела сировини. При цьому часто важлива не тільки кількісна доступність того чи іншого джерела, але і можливість здійснювати вплив на якість і терміни постачання сировини і компонентів. Таким чином, одним з мотивів вертикальної інтеграції є скорочення всіх логістичних витрат і, як наслідок, підвищення загальної ефективності корпорації. Крім того, шляхом включення постачальника у виробничий процес досягається зниження

транзакційних витрат, а також витрат, пов'язаних з різного роду адаптацією сировини і компонентів під специфічні виробничі процеси компанії.

Вертикальна інтеграція, з одного боку, підсилює конкурентні позиції компанії, зокрема за рахунок можливої нижчої ціни для кінцевого споживача. З іншого боку, ряд джерел сировини може виявитися закритим для невертикально інтегрованих компаній, а це може призвести до обмеження конкуренції в галузі [2, 3, 5].

Нарешті, важливим і невід'ємним мотивом будь-якого злиття або придбання є суб'єктивний чинник. Як показує практика, при проведенні великих операцій купівлі і продажу компаній, більшість важливих стратегічних рішень, наприклад про злиття, здійснюються за рамками формального планування.

Значний інтерес для розуміння суті і механізму операцій із злиттів та поглинань становлять дані дослідження консалтингової компанії «KPMG». У 2006 р. цією консалтинговою компанією було проаналізовано близько 700 найбільших міжнародних операцій із злиттів та поглинань, які відбувалися у період 2000–2005 рр. Як критерій розглядалася ефективність операції для акціонерів, тобто зміна курсу акцій до та після операції. При цьому враховувався середній темп розвитку відповідного ринку і динаміка курсу акцій компаній, які беруть участь в операції через рік після її здійснення.

Як показало дослідження, 82% компаній-респондентів впевнені в ефективності операції, до якої були залучені. Проте на відміну від їх суб'єктивної оцінки незалежне дослідження виявило зворотні дані. Тільки 17% компаній збільшили свою сумарну вартість, у 30% практично не відбулося змін і 53% компаній відзначили зниження вартості. Таким чином, 83% операцій не принесли відчутної вигоди своїм акціонерам [7].

У якості змінних факторів, які впливають на ефективність операцій, розглядалися дві групи факторів: 1) *hard* та 2) *soft*. До першої належали оцінка синергії злиття (отримання організаційного і фінансового ефекту) на стадії підготов-

ки і планування проекту інтеграції, а до другої – вибір команди, яка здійснює управління, вирішення культурних протиріч та організаційні комунікації.

У результаті ті компанії, які віддавали перевагу підготовчій оцінці синергії злиття, опинилися на 28% успішнішими, ніж в середньому за всіма ефективними операціями. Фактор планування проекту злиття викликав підвищення ефективності на 13% щодо середнього рівня. У той же час компанії, які зосередили свою увагу на фінансовому боці питання, опинилися на 15% менш успішними, ніж в середньому за всіма ефективними операціями.

Згідно з відповідями компаній-респондентів, як найважливішу мету здійснення операцій злиття або поглинання більше 35% компаній називають освоєння нових географічних ринків, більше 22% – збільшення або захист своєї частки ринку, більше 10% – встановлення суворого контролю над ланцюжком постачальників і ще 10% – отримання нових товарів або послуг. Лише для 20% компаній, які здійснювали злиття, найважливішим фактором було збільшення ринкової вартості фірми [7].

Серед названих компанією «KPMG» факторів другої групи, які обумовили успіх злиття, найважливішими відзначалися: вибір управлінської команди і планування процесу інтеграції – більше 65% всіх респондентів; мінімізація культурних відмінностей – більше 45% всіх компаній; встановлення ефективних комунікацій всередині об'єднаної компанії – більше 40% компаній.

Компанії, які брали участь у дослідженні «KPMG», відзначали такі аспекти зростання доходів у результаті синергії злиття: поява нових споживачів (більше 50% учасників); поліпшення продажів на нових ринках (більше 45% компаній); поліпшення маркетингу і розробки нових товарів (близько 40% фірм); поліпшення обслуговування споживачів та доступ до нових каналів збуту (більше 35% фірм); підвищення ефективності торгового персоналу (більше 30% компаній-респондентів). У перші роки після об'єднання знизилася ефективність

діяльності і ринкова капіталізація більше ніж у третини компаній, і у результаті ці компанії були вимушені розділитися або продавати активи [7].

Уповільнення розвитку світової економіки і спад на фондових ринках змусили по-новому поглянути на практику об'єднання компаній, оскільки у багатьох випадках компаніям не вдається досягти заявлених при злитті підвищення ефективності та збільшення частки ринку.

Темпи злиттів та поглинань останнім часом дещо змінилися. Бум злиттів та поглинань, який припав на кінець 1990-х рр., змінився стагнацією і спробами багатьох компаній позбавитися від своїх придбань. Збільшення в розмірах за рахунок скуповування інших компаній не завжди йде на користь бізнесу.

Найбільші в історії банкрутства компанії «ENRON» і «Worldcom» дуже гостро поставили питання про ефективність злиття. Ряд інших великих операцій зі злиттів або поглинань виявилися також невдалими. Витративши на британську компанію «MG Rover» 9 млрд німецьких марок (4,1 млрд дол.) і шість років великих зусиль, німецький автомобільний концерн «BMW» у 2000 р. був вимушений із значними збитками продати своє придбання групі британських інвесторів «Phoenix Consortium». Успішно працююча «Daimler-Benz» після злиття із американською компанією «Chrysler» в 1997 р. так і не змогла вивести на рівень прибутковості своє американське придбання, і в 2006 р. було ухвалено рішення про розділення з подальшим перепродажем «Chrysler». Такі операції позначалися на фінансових результатах об'єднаної компанії, а отже, і на ціні її акцій. У 2001 р. «Daimler-Chrysler» зазнала збитків у 662 млн євро (580 млн дол.), тоді як в 2000 р. прибуток компанії склав 7,89 млрд євро (6,91 млрд дол.) [2].

Перевагу стратегії органічного зростання над стратегією злиття і поглинань продемонструвала американська роздрібна мережа «Wal-Mart», яка за підсумками 2003–2004 рр. стала найбільшою компанією світу за обсягами продажів, обійшовши нафтову компанію «Exxon-Mobil» (зайняла перше місце за підсум-

ками 2005–2007 рр. внаслідок підвищення вартості нафти на світових ринках. За підсумками 2006 фінансового року компанія отримала рекордний прибуток 39,7 млрд дол.), яка утворилася в результаті декількох злиттів. Успіх «Wal-Mart», яка реалізувала у 2004 р. товарів та послуг на 217,8 млрд дол., свідчить про те, що економічне зростання можна забезпечити і не вдаючись до скуповування інших компаній. Проте об'єднання нерідко приносять значні вигоди. Великі нафтові фірми, які об'єдналися, зокрема «Exxon-Mobil», обсяг продажів якої в 2005 р. склав 413 млрд дол., працюють досить успішно [3].

Таким чином, підсумовуючи вищесказане, необхідно зробити такі висновки:

1. Активізація здійснення операцій злиттів та поглинань є відповіддю на посилення конкурентної боротьби на ринках готової продукції або за джерела основної сировини;

2. Основні види інтеграційних операцій, які використовуються у світовому корпоративному секторі, — це вертикальні, горизонтальні, конгломеративні та фінансові.

3. До основних очікуваних ефектів від злиттів та поглинань компанії відносять отримання синергетичного ефекту та створення команди професійних керівників для вирішення протирічч менеджменту організації.

4. Операцій злиттів та поглинань — не єдиний напрямок гарантованого розширення компанії та приросту її ринкової частки, велика кількість угод не мають очікуваного ефекту або змушують компанію до розділення.

Список використаної літератури

1. Авхачев Ю.Б. Международные слияния и поглощения компаний: новые возможности предприятий по интеграции в мировое хозяйство / Ю.Б. Авхачев. — М.: Научная книга, 2005. — 120 с.
2. Гохан Патрик. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Патрик. Гохан. — М: Альпина. — 2006. — 742 с.
3. Демафиллис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуриза-

ции компании: пер. с англ. / Д. Демап-филис – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 960 с.

4. Євтушевський В.А. Стратегія корпоративного управління / В.А. Євтушевський, К.В. Ковальська, Н.В. Бутенко. – К.: Знання, 2007. – 287 с.

5. Корпорации: настоящее и будущее (экономико-правовые проблемы): монография / Донбасская национальная

академия строительства и архитектуры. – Донецк: ООО «Юго-Восток, Лтд», 2004. – 419 с.

6. Рудык Н.Б. Конгломеративные слияния и поглощения: книга о пользе и вреде непрофильных активов / Н.Б. Рудык. – М.: Дело. – 2005. – 244 с.

7. KPMG Corporation Review.–USA: Eagle Book, 2006. – 124 p.