

них ресурсів та альтернативні види палива. Впровадження стратегічних підходів до планування розвитку і впровадження енергоефективних технологій є для нас нагальною проблемою, враховуючи велику кількість недостатньо завершених для комерціалізації наукових розробок.

Враховуючи, що енергоефективність є наскрізним пріоритетом розвитку країни, від якого залежить і наша економічна незалежність, доцільно розпочати в енергетиці та споріднених галузях – споживачах енергоресурсів впровадження напрацьованих світовою практикою інструментів: технологічних платформ, технологічних дорожніх карт та моделей узгодження показників кінцевих результатів з обсягами необхідних фінансових ресурсів. Це допоможе зрушити з місця і проблему впровадження стратегічного планування на рівні національної економіки, де Україна тупцює вже близько п'яти років, відставши від наших сусідів – Казахстану та Російської Федерації.

Література

1. Declaration on Green Growth, adopted at the Meeting of the Council at Ministerial Level on 25 June 2009. [C/MIN(2009)5/ADD1/FINAL]. – [режим доступу]: www.oecd.org.
2. Перспективы энергетических технологий 2006. В поддержку Плана действий «Группы восьми». Сценарии и стратегии до 2050 г. ОЕСР/МЭА, WWF России (пер. на русский язык). – М.: 2007. – 586 с.
3. The Green Investing 2011: Reducing the Cost of Financing. World Economic Forum USA Inc. April 2011. – [режим доступу]: <http://www.weforum.org>
4. Навстречу «зеленой экономике»: путь к устойчивому развитию и искоренению бедности. Обобщающий доклад для представителей властных структур. ЮНЭП, 2011 г. – [режим доступу]: www.unep.org/greeneconomy
5. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of Regions on Investing in the Low Carbon Technologies (SET-Plan). – COM(2009) 519 final. – [режим доступу]: <http://www.ec.europa.eu>
6. Luluk Sumiarso Energy Sector and Climate Change: Challenges and Opportunities to the Indonesian Energy Sector. Presented at Asia-Pacific Forum on Low-Carbon Economy. Beijing, June 17–20, 2009.
7. OECD Green Growth Strategy. – OECD, 2009. – [режим доступу]: www.oecd.org/greengrowth
8. Guidelines on Strategic Planning and Management of the Energy Sector. UN ESCATO, New York, 2002. – [режим доступу]: www.un.org
9. European Commission Forth Status Report on the European Technology Platforms. Harvesting the Potential. – Luxembourg, 2009. – 108 с. – [режим доступу]: http://cordis.europa.eu/technology-platforms/home_en.html.
10. Energy Technology Roadmaps. A guide to Development and Implementation. OECD/IEA, 2010. – [режим доступу]: <http://www.iea.org>
11. Indicators for Sustainable Energy Development, presented at the Ninth Session of the Commission on Sustainable Development, 16–27 April 2001, New York.
12. Energy Indicators for Sustainable Development: Methodologies and Guidelines, International Atomic Energy Agency (IAEA), United Nations Department of Economic and Social Affairs (UNDESA), International Energy Agency (IEA), Eurostat, European Environment Agency (EEA). Vienna, 2005. – [режим доступу]: <http://www.iea.org>
13. Соловьева Г.М. Перспективы применения технологических «дорожных» карт в системе государственного управления. Материалы первой международной научно-практической Интернет-конференции «Процедура разработки Форсайта». – Иркутск, февраль 2007 г. – С. 114.
14. Green Paper. A European Strategy for Sustainable, Competitive and Secure Energy. Brussels, 8.3.2006. COM(2006) 105 final. – [режим доступу]: <http://ec.europa.eu>
15. The European Strategic Energy Technology Plan/ Towards a low-carbon future. European Union, 2010. – [режим доступу]: <http://setis.europa>
16. Національна доповідь про стан та перспективи реалізації державної політики енергоефективності у 2008 році. НАЕР, НАН України, Київ, 2009. – 94 с.

Н.В. СЕМЕНЧЕНКО,

к.е.н., доцент, Національний технічний університет України «КПІ»

Імперативи запровадження вертикальної та горизонтальної інтеграції

Розглядається фінансова синергія та її вплив на залучення капіталу за умов об'єднання однієї та декількох компаній. Аналізується фінансова економія від масштабу злиття та економічні стратегії горизонтальної та вертикальної інтеграції. Надаються принципи використання тієї чи іншої стратегії.

Рассматривается финансовая синергия и ее влияние на привлечение капитала при объединении одной и

нескольких компаний. Анализируется финансовая экономия от масштаба слияния и экономические стратегии горизонтальной и вертикальной интеграции. Приводятся принципы использования той или иной стратегии.

The article examines a financial synergy and its impact on capital raising by the joint one and several companies. It analyzes the financial savings from the scale merger and

economic strategies of horizontal and vertical integration. Provided the principles of using one or another strategy.

Постановка проблеми. Деякі емпіричні дослідження підтверджують, що злиття й поглинання використовуються для досягнення операційної економії. Наприклад, у роботі [1] відмічається підвищення ефективності заводів, на яких відбулась зміна власників. Фактично вони прийшли до висновку, що ті заводи, які працювали гірше за всіх, з найбільшою вірогідністю могли змінити власника. Проте, не слід заявляти, що лише тому, що існують деякі свідчення операційної економії в результаті злиттів, вони є кращим засобом її досягнення. Подібне припущення не підтверджується економічними дослідженнями.

Мета статті – проаналізувати фінансову економію від масштабу злиття та економічні стратегії горизонтальної та вертикальної інтеграції.

Виклад основного матеріалу. Синергічні вигоди. Доведено, що існує концепція, близька до економії від масштабу (і з якою її іноді плутають), – економія від обхвату (economies score) – це здатність компанії, використовуючи первинну кількість сировини, запропонувати своїм клієнтам більш широкий асортимент товарів та діапазон послуг.

Вдалим наочним прикладом економії обхвату є банківська галузь. Тут при обґрунтуванні злиття й поглинань економія від обхвату може бути такою ж важливою, як і економія від масштабу [2]. Прагнення до досягнення цих видів економії було одним із чинників консолідації банківської галузі в період п'ятої хвилі злиття.

Синергічні вигоди нерідко фігурують як причина затратного злиття і часто позиціонуються у покупців як причина виплати премій придбання, що звичайно виплачуються при купівлі контрольного пакету акцій компанії-мети. Ці премії є надбавкою до ринкової вартості компанії, яка виплачується за право контролювати та пропорційно одержувати прибуток від підприємства. З урахуванням результатів деяких придбань, які не справили очікування, ринок іноді сумнівається в обґрунтованості цієї синергії, особливо коли вона використовується як виправдання занадто високої премії. Синергія вимагає, щоб покупець одержував виграш, наприклад, у формі підвищення своєї продуктивності, яка компенсує цю премію [3]. Передбачається, що ці вигрashi будуть реалізовані за роки, наступні за угодою. Але чим далі в майбутньому очікується реалізація цих вигод, тим нижче їхня сьогоднішня вартість. І чим вище ставка дисконтування, що використовується для приведення синергічних вигод до поточної вартості, тим складніше виправдати високу премію. Крім того, чим вище премія, тим більшим буде тиск на об'єднану компанію, направлений на досягнення нею високих темпів зростання в найближчому майбутньому, щоб продемонструвати вигоду від синергії.

Фінансова синергія як можливість зниження витрат на капітал у результаті об'єднання однієї чи декількох компаній є більш сумнівним мотивом для злиття або поглинання.

Фінансовою синергією називається вплив злиття або поглинання корпорації на залучення капіталу поглинаючої компанії або партнерів по злиттю. В тих межах, в яких існує фінансова синергія в об'єднаних корпораціях, слід знижувати і витрати на капітал. Проте питання, чи дійсно існує фінансова синергія, в корпоративних фінансах, є спірним.

Відомо, що об'єднання двох компаній може знижувати ризик, якщо їх грошові потоки не співпадають повністю. Ризик банкрутства теоретично зменшується з урахуванням факту, що в грошових потоках об'єднаної корпорації великі коливання менш можливі, а це означає зниження вірогідності падіння цих потоків до рівня, коли компанія виявляється технічно неплатоспроможною. Хіггінс і Шолл пояснюють цей ефект терміном взаємного страхування боргу [4]. При певних обставинах одна з компаній може опинитися в умовах банкрутства і кредитори зазнають збитки. Проте, якщо дві фірми були об'єднані до настання фінансових проблем, грошові потоки платоспроможної компанії, що перевищують її потреби з обслуговування власного боргу, можуть пом'якшити падіння грошових потоків іншої компанії і цього виявиться достатньо, щоб не допустити банкрутства об'єднаної корпорації та спричинення збитків кредиторам.

Проблемою ефекту взаємного страхування боргу є те, що вигоди власникам позикового капіталу забезпечуються за рахунок власників власного капіталу, тобто кредитори вкладають гроші в менш ризиковану компанію. Але їх вигоди відбуваються за рахунок акціонерів, які зазнають втрат у процесі поглинання. Ці дослідження припускають, що загальний прибуток, який може бути отриманий об'єднаною компанією, є постійним (R_T). Якщо певна частина цього прибутку передається власникам облігацій (R_B), то це повинне відбуватися за рахунок акціонерів (R_S):

$$R_T = R_B + R_S.$$

Тобто ефект взаємного страхування боргу не створює нової вартості, а лише перерозподіляє вигоди між постачальниками капіталу компанії. Та з цим висновком деякі економісти не згодні. Льовеллен, наприклад, вважає, що в комбінаціях такого типу акціонери виграють [5]. Дійсно вважається, що збитки акціонерів можуть бути скомпенсовані після злиття компаній випуском нових боргових зобов'язань. Тоді акціонери отримають виграш за рахунок економії на податках при виплаті відсотків по облігаціях. Це було продемонстровано в [6].

У роботі [7] пропонується модель для демонстрації диверсифікуючого ефекту, що спостерігається, коли два або більше не повністю корельованих потоків доходів об'єднуються з метою зниження вірогідності дефолту. Цей більш низький рівень ризику спонукає власників капіталу надавати його об'єднаній компанії (або конгломерату) за більш низькою ціною, ніж вони дали б його окремим її компонентам до злиття. Їх аналіз представляє фінансові синергічні вигоди як економічний виграш, що репродукується злиттям.

Проте якщо більш велика компанія, створена в результаті об'єднання декількох інших, виявляється настільки неефек-

тивною, що її прибутки починають падати, то вона може виявитися більш ризикованою, ніж кожна з її складових окремо.

Як не дивно, але в результаті поглинань може бути отримана й фінансова економія від масштабу у формі меншої ставки відсотка та менших трансакційних витрат. При цьому вартість запозичення для випуску облігацій в неї буде нижча, а облігації будуть пропонувати більш низьку процентну ставку, ніж у меншої компанії. Це ж стосується і випуску акцій.

Горизонтальна і вертикальна інтеграція. На додаток до економії від масштабу злиття і поглинання мають ще два економічні мотиви – горизонтальну і вертикальну інтеграції.

Горизонтальною інтеграцією (horizontal integration) називається збільшення ринкової частки та ринкової сили компанії в результаті поглинань і злиття з конкурентами.

Нагадаємо, що ринкова сила (market power) – її іноді також називають силою монополії – визначається як здатність встановлювати та підтримувати ціну на свою продукцію або послуги вищу за конкурентний рівень або інакше – призначати ціну, що перевищує граничні витрати.

Існують три джерела ринкової сили:

- диференціація продукту;
- бар'єри для входження в галузь;
- частка ринку.

Використовуючи горизонтальну інтеграцію, компанія в змозі збільшувати свою частку ринку. Проте може трапитися так, що навіть при істотному збільшенні частки ринку відсутність значної диференціації продукту або бар'єрів для входу на ринок може завадити компанії підвищити ціну своєї продукції понад граничні витрати. Якщо ж у галузі не існує бар'єрів для входу на ринок, це перевищення ціни над граничними витратами може тільки привабити нових конкурентів, які знизять ціну до рівня граничних витрат.

Об'єднання, які приводять до збільшення частки ринку, можуть суттєво впливати на ринкову силу об'єднаної компанії. Але чи збільшиться фактично її ринкова сила, залежить від розміру компаній, що зливаються, і рівня конкуренції в галузі. Взагалі-то, економічна теорія класифікує галузі відповідно до двох крайніх форм ринкової структури. На одному краю діапазону знаходиться чиста конкуренція – ринок що характеризується безліччю покупців і продавців, ідеальною інформацією та однорідними (не відмінними) продуктами. За цих умов кожний продавець погоджується на пропоновану ціну, не маючи можливості впливати на неї. Протилежністю чистої конкуренції є монополія – галузь з одним продавцем. Монополіст має можливість вибирати таку комбінацію ціни та обсягу продукції, яка максимізує його прибуток (звичайно, цей прибуток не гарантується, бо він залежить від співвідношення величин витрат і доходу монополіста). Усередині цих крайніх значень діапазону галузевої структури знаходиться монополістична конкуренція з безліччю продавців частково відмінних продуктів. Ближче до монополії знаходиться олігополія з невеликою кількістю (від 3 до 12) продавців диференційованого продукту. Горизонтальна інтеграція означає рух від конкуренції в бік монополії.

Вертикальною інтеграцією (vertical integration) називається злиття або поглинання компаній, які мають взаємостосунки покупця й продавця. Це стратегія, що дозволяє зробити процеси покупки, продажів і дистрибуції більш економічними.

Вертикальна інтеграція відбувається шляхом поглинання компаній, які знаходяться ближче до джерела постачання або до кінцевого споживача. Тому існують дві її модифікації: зворотна і пряма вертикальна інтеграції. Вперше в світі грандіозний проект вертикальної інтеграції здійснив Генрі Форд. Його компанії належали рудники й сталеплавильні заводи та залізниці, що їх зв'язували. У Форда були навіть власні каучукові плантації, які забезпечували сировиною шинне виробництво. В наші дні вертикальна інтеграція за фордовським сценарієм використовується лише в певних ситуаціях, наприклад, в умовах буму злиття й поглинань та формування стратегічних альянсів у сфері цифрових комунікацій.

Зворотна вертикальна інтеграція – це покупка існуючого або потенційного постачальника. Якщо таку стратегію об'єднати з разовим або багатократним горизонтальним поглинанням чи розширенням ринку, вона може привести до підвищення обсягу продажів у придбаного постачальника і прибутків компанії в результаті зниження собівартості через зростання обсягу товарів, що виробляються, чи послуг, що пропонуються. Основним недоліком цієї стратегії можна вважати втрату ефективності, яка обумовлена конкуренцією.

Пряма вертикальна інтеграція – це покупка існуючого або потенційного споживача. Наявність власної розподільної мережі – дуже важливий чинник у багатьох сферах діяльності, де поширене превентивне витіснення конкурентів (наприклад, у сфері електронних розваг).

Компанія може розглядати варіант вертикальної інтеграції з ряду причин. Так, компанії можуть інтегруватися вертикально, щоб забезпечити залежне від них джерело постачання (dependable source supply). Ця залежність виражається не тільки в наявності самого постачання, але й в його якості та своєчасності, що допомагає компанії надійно поставити свій власний продукт. Крім того, якщо компанії здійснюють управління товарно-матеріальними запасами за схемою точно вчасно (just-in-time), вони можуть скористатися перевагами вертикально інтегрованої корпоративної структури, щоб зменшити складські витрати. Можливість управління якістю – ще одне з достоїнств вертикальної інтеграції незалежно від того, де відбувається придбання, на вхідній чи вихідній гілці ланцюжка постачання, бо у високотехнологічних галузях, особливо в нових, вертикальна інтеграція може сприяти значному підвищенню якості продукції при зниженні її собівартості в результаті виробництва деталей та матеріалів, якість яких не вище (бо це знижує маржу прибутку) й не нижче (що створює проблеми при збірці й обслуговуванні) за ту, що вимагається.

Для ухвалення рішення щодо вибору певної форми інтеграції – зворотної, прямої чи разом обох, може виявитися

корисним вертикальний аналіз прибутковості інвестованого капіталу (ROI).

Ще однією причиною вертикальної інтеграції є потреба в спеціалізованих постачаннях (specialized inputs). Спеціально розроблені матеріали або машини й устаткування можуть мати невеликий ринок збуту або взагалі не мати інших споживачів, окрім одного певного покупця, який в результаті опиняється в повній залежності від постачальника, що може припинити поставку йому цих продуктів. Пошук інших постачальників може виявитися безрезультатним. Тоді одним із засобів усунення цієї проблеми стає поглинання постачальника, коли покупець отримує доступ до спеціалізованих вихідних матеріалів і навіть опиняється в кращій позиції для контролю власних виробничих стандартів компанії.

Висновки

Результати таких досліджень дозволили прийти до висновку, що прагнення до підвищення ринкової сили через горизонтальне злиття й поглинання може бути для компанії однією з причин злиття. Цей результат у певному сенсі допомагає пояснити, чому компанії виплачують премію понад ринкову вартість фірми-мети. Якщо вони досягають ринкової сили, поточна вартість виграшу від угоди може компенсувати первинні витрати. Та чи буде досягнута ринкова сила тривалою, залежить від інших економічних чинників, таких, зокрема, як наявність бар'єрів для входу в галузь.

Що стосується стратегії вертикальної інтеграції, можна зробити висновок, що вона позитивно позначається на плануванні продукції, дослідницьких і дослідно-конструкторських роботах, створенні дослідного зразка, а в деяких випадках – на дистрибуції та обслуговуванні. Управління запасами в умовах обмежених коштів та зниження собі-

вартості продажів товарів також є результатом вертикальної інтеграції. За таких умов, при виникненні дефіциту постачальники, що належать компаніям, не раз рятували своїх власників від краху.

Але слід зазначити, що в ній криються й певні небезпеки. Як вже зазначалося, трансферне ціноутворення при розрахунках за товари, що поставляються філіалами в материнську компанію, може певним чином спотворити реальні процеси оцінки собівартості. Тому її калькуляція за всіма видами діяльності (ABC) обов'язково повинна супроводжувати цю стратегію поглинання.

Література

1. Lichtenberg F., Siegel D. Productivity and Changes in Ownership of Manufacturing Plants // *Brookings Papers on Economic Activity*. – 3 (1987). – P. 643–683.
2. Mester L.J. Efficient Product of Financial Services: Scale and Scope Economies // *Review: Federal Reserve Bank of Philadelphia*, January/February 1987. – P. 15–25.
3. Sirower M.L. *The Synergy Trap*. – New York: The Free Press, 1997. – P. 44–81.
4. Higgins R.C., Schall L.C. Corporate Bankruptcy and Conglomerate Mergers // *Journal of Finance*. – 30, No.1 (March 1975). – P. 93–113.
5. Lewellen W.G. A Pure Rationale for the Conglomerate Merger // *Journal of Finance*. – 26, No.2 (May 1971). – P. 521–545.
6. Calais D., Masulis R.W. The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock // *Journal of Financial Economics*. – 3, No.1/2 (January/March 1976). – P. 53–81.
7. Levy H., Sarnat M. Diversification, Portfolio Analysis and the Un-easy Case for Conglomerate Mergers // *Journal of Finance*. – 25, No.4 (September 1970). – P. 795–802.