

Т.В. Момот, д-р екон. наук (ХНАМГ, Харків)

К.Ю. Величко, ст. викл. (ХДУХТ, Харків)

УКРУПНЕННЯ ТА КОНЦЕНТРАЦІЯ ПРОМИСЛОВОГО КАПІТАЛУ: ПІДХОДИ ДО КЛАСИФІКАЦІЇ ЗЛИТТІВ ТА ПОГЛИНАНЬ

Висвітлено підходи до визначення понять «злиття/поглинання» (mergers & acquisitions) як процесів укрупнення та концентрації промислового капіталу. Наведено економічну класифікацію, мотиви процесів злиття та поглинання. Акцентовано увагу на отриманні синергетичного ефекту під час злиття або поглинання.

Отражены подходы, определяющие понятия «слияние/поглощение» (mergers & acquisitions) как процессы укрупнения и концентрации промышленного капитала. Приводится экономическая классификация, мотивы процессов слияния и поглощения. Акцентировано внимание на получении синергетического эффекта при слиянии или поглощении.

Deals with approaches to defining the terms mergers & acquisitions as a process of consolidation and concentration of industrial capital. An economic classification, motifs mergers and acquisitions. The attention is focused on getting synergies in a merger or acquisition.

Постановка проблеми у загальному вигляді. Концентрація виробництва як організаційно-економічна форма суспільного поділу праці проявляється в досягненні певного обсягу чи масштабу спеціалізованих підрозділів загальної кооперації виробництва. Під концентрацією капіталу розуміють збільшення його розміру внаслідок капіталізації додаткової вартості. Сьогодні процеси укрупнення та концентрації промислового капіталу розглядаються не лише в контексті стратегічного планування діяльності фірми, а і як альтернатива внутрішньому шляху розвитку бізнесу. Злиття та поглинання (mergers & acquisitions, далі М&А) стали пріоритетною стратегією в умовах глобалізації світової економіки. Вони розглядаються як найважливіший спосіб швидкої оптимізації власних матеріально-виробничих активів відповідно до ринкової кон'юнктури та виступають засобом реалізації корпоративної стратегії, головним з шляхів досягнення конкурентних переваг. За оцінками від 50 до 60% злиттів та поглинань виявляються невдалими та не приносять очікуваного ефекту, тому більшість фахівців піддають сумніву

доцільність та ефективність злиттів і поглинань в тому аспекті, чи може внаслідок об'єднання створитися цінність (П. Моросіні та У. Стеджер стверджують, що однозначно створення цінності у результаті М&А полягає у дослідженні того яким чином компанії, що його здійснюють працюють над створенням сукупності спільних активів та можливостей, вже після процесу М&А) [3].

Світовий досвід здійснення злиттів та поглинань свідчить, що велика кількість глобальних угод М&А закінчилися крахом. Саме тому, надзвичайно важливими є теоретичне обґрунтування форм злиттів та поглинань, уточнення поняття «злиття та поглинання», вивчення спонукальних мотивів щодо М&А.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Найбільш значуща кількість публікацій з цієї проблематики належить західним авторам, таким як М. Бішоп, П. Гохан, С. Фостер, Ф. Крюгер, А. Лажу, М. Марсале, Р. Нельсона, Дж. Стиглер, Р. Стілман, М. Трем, С. Рід, М. Хебек, Ф. Вестон, Р. Бейлі, С. Маерс, П. Стейнер, А. Бекенштейн, К. Чанг, Р. Меліхер, Дж. Ледортер, та інших. Серед російських науковців слід відзначити роботи І. Владімірова, С. Савчука, Е. Томіліної. Серед вітчизняних дослідників можна виділити роботи В. Андрійчука, О. Білоруса, В. Будкіна, І. Бураковського, А. Гальчинського, В. Геєця, Б. Губського, М. Дудченка, О. Стокової, Г. Климка, А. Кредісова, Д. Лук'яненко, Ю. Макогона, С. Мочерного, О. Мозгового, В. Новицького, Є. Панченка, Ю. Пахомова, А. Поручника, О. Рогача, Л. Руденко, М. Рубцова, А. Румянцева, Є. Савельєва, Н. Татаренко, та інших.

Мета та завдання статті. Дослідження тематики корпоративних злиттів і поглинань є вкрай актуальним саме через значний ступінь включення національної економіки у систему міжнародного бізнесу та міжнародного менеджменту. У науковій літературі існує значна кількість підходів до визначення термінів «злиття» та «поглинання». Це пояснюється тим, що такі операції мають не лише економічні, але й правові, бухгалтерські та податкові аспекти. Метою статті є визначення термінів «злиття та поглинання», узагальнення підходів до класифікації форм злиттів та поглинань, визначення мотивів та специфіки отримання синергетичної переваги процесів злиття та поглинання (mergers & acquisitions).

Виклад основного матеріалу дослідження. Сучасний український бізнес активно включився у процеси трансформації та консолідації. Так у 2005-2007 роках за участі українських компаній пройшли злиття та поглинання – Аваль, Криворіжсталь, Фарлеп, Сетаб-Нікополь, Nuta Czestochowa, Leman Commodities, Укрсоцбанк,

Оптіма Телеком, Дніпрометиз та ще близько півсотні підприємств. За 2008 рік, за даними аналітичної групи M&A-Intelligence, абсолютним лідером став фінансовий сектор, де відбулося 8 угод на загальну суму 1,92 млрд доларів США [6]. Основний внесок у загальний обсяг угод у фінансовому секторі зробили дві мегаугоди на загальну суму 1,83 млрд доларів США. Найбільша угода M&A за участю української компанії – купівля російським «Внешэкономбанком» (ВЭБ) з австрійською Slav AG «Промінвестбанку». Друга за вартістю угода – придбання 100% акцій ВАТ «Правекс-банку» італійським Intesa Sanpaolo S.p.A за 750 млн доларів США. Металургія стала другою галуззю за сумою угод M&A – дві транзакції разом дали 590 млн доларів США. Це відбулося практично завдяки одній мегагоді вартістю 550 млн доларів США, що була завершена у квітні 2008 року (придбання інвестиційною компанією «МирІнвест» і міжнародним трейдером Stemcor UK, Ltd. 100% акцій ЗАТ «Міні-металургійний завод «ІСТІЛ (Україна)» у Захура Мохаммада й Metalrussia Investment [5]. Достатньо активно на українському ринку M&A залишається харчова промисловість. Найпривабливішими галузями економіки для угод M&A є сировинні та переробні підприємства, агробізнес, медіа та телекомунікації. Ці процеси є закономірним наслідком світової тенденції поглиблення, централізації та концентрації капіталу [1]

Аналіз наукових джерел призводить до висновку, що західні економісти не дотримуються твердої термінології. У більшості випадків "поглинання" визначається як об'єднання двох фірм в одну, при цьому фірма, що поглинає, зберігається, а та, що поглинається, як юридична особа припиняє існування [1, с. 235–248]. Нерідко терміном "поглинання" також позначається придбання лише контрольного пакета акцій без ліквідації бізнесу компанії, що поглинається, як юридичної особи. З економічної точки зору різниця несуттєва, проте у правовому аспекті розбіжності у зазначених різновидах поглинань присутні. Через це обидва різновиди поглинань знайшли своє відбиття в українському законодавстві. У першому випадку використовується термін "приєднання", за якого до суб'єкта, що приєднує до себе інших суб'єктів господарювання, "переходять всі майнові права й зобов'язання приєднаних суб'єктів". У другому випадку у ст. 126 ГК України використовується термін "вирішальна залежність асоційованих підприємств", де під асоційованими підприємствами розуміється "група суб'єктів господарювання – юридичних осіб, пов'язаних між собою відносинами економічної й/або організаційної залежності у формі участі в статутному фонді й/або управлінні". У

свою чергу, під "вирішальною залежністю" розуміється "залежність між асоційованими підприємствами, за якою між підприємствами встановлюються відносини контролю-підпорядкування за рахунок переважаючої участі контролюючого підприємства в статутному фонді й/або загальних зборах або інших органах управління іншого (дочірнього) підприємства". Необхідно зазначити, що відносини вирішальної залежності можуть бути встановлені лише за згодою Антимонопольного комітету України, а факт простої або вирішальної залежності відбито у реєстраційних документах дочірнього підприємства й опублікований у відкритій пресі. При цьому "суб'єкт господарювання, що володіє контрольним пакетом акцій дочірнього підприємства (підприємств), визнається холдинговою компанією". Необхідно також уточнити, чим відрізняються терміни "поглинання" й "злиття". У західній економічній літературі дається трактування, яке припускає, що під час злиття поєднуються компанії з приблизно однаковими економічними параметрами, тобто обидві сторони угоди виступають як рівноправні партнери, і відбувається не придбання (поглинання), а дійсне злиття двох рівноцінних бізнес-партнерів. Такого ж трактування дотримуються більшість вітчизняних економістів. У юридичному аспекті ст. 59 Господарського кодексу України визначає злиття як дію суб'єктів господарювання, у результаті якої "всі майнові права й зобов'язання кожного з них переходять до суб'єкта господарювання, створеного в результаті злиття". Тобто кожне підприємство припиняє своє існування, а об'єднане підприємство стає новою юридичною особою. В конкретному випадку досить важко визначити, яка форма концентрації капіталу має місце – злиття чи поглинання. У більшості випадків, незалежно від юридичного оформлення угоди, можна виділити сторону, що домінує та яка залежить, тобто фактично є придбання бізнесу. В зарубіжній економічній літературі обидва терміни є тотожними. Тому будемо вважати доцільним економічне трактування понять "злиття" й "поглинання" та використовувати як відносно рівнозначні процеси, що характеризують укрупнення та концентрацію капіталу.

На нашу думку, для більш повноцінної оцінки процесів концентрації та укрупнення капіталу необхідно їх класифікувати (рис. 1). Залежно від характеру угоди процеси концентрації та укрупнення капіталу розділяються на дружні та ворожі. Дружнє поглинання (*friendly merger*) має місце, коли обидва підприємства позитивно ставляться до поглинання. Вороже поглинання (*hostile merger, hostile takeover*) має місце, коли менеджмент цільової компанії (тієї, яку збираються поглинути) не погоджуються з поглинанням і

докладає всі можливі зусилля для зриву домовленості. Залежно від умов і механізму проведення угоди розділяють:

- злиття на паритетних умовах ("п'ятдесят на п'ятдесят") – підприємства, що беруть участь у злитті, вносять у статутний фонд нового суб'єкта господарювання однакові за вартістю активи (найскладніший та рідкий спосіб);

- злиття не на паритетних умовах припускає різну участь на паях підприємств, що поєднуються, у статутному фонді нової фірми.

Також, поглинання може бути повним і неповним. Повне поглинання відбувається у випадку фактичного з'єднання промислових підприємств та злиття їх активів (поглинання ВАТ "Маркохім" (м. Маріуполь) потужним металургійним гігантом ВАТ "Азовсталь").



Рисунок 1 – Класифікація процесів укрупнення та концентрації капіталу

Часткове поглинання відбувається коли одне підприємство купує такий пакет акцій (часток, паїв) іншої, який дозволяє їй повністю контролювати діяльність останньої, тобто утворюється холдинг і підконтрольна компанія стає дочірньою. При цьому відбувається лише часткове злиття активів (поглинання корпорацією System Capital Management ВАТ "Азовсталь"). Залежно від різновиду діяльності учасників процесу концентрації виділяють горизонтальні, вертикальні,

родинні та конгломератні поглинання. Горизонтальне поглинання (horizontal merger), тобто об'єднання фірм, які працюють в одній галузі, одному сегменті ринку (придбання французькою компанією з виробництва продуктів харчування Danone американського виробника мінеральної води McKesson Water Products). Вертикальне поглинання (vertical merger) поєднує компанії різної стадійності виробництва одного й того ж продукту, тобто утворюють певний технологічний ланцюг (купівля ВАТ "ММК ім. Ілліча" контрольного пакета акцій Комсомольського рудоуправління). Родинні злиття – це об'єднання підприємств, що випускають взаємозалежні товари. Конгломератне поглинання (conglomerate merger) відбувається під час об'єднання компаній, що функціонують у полярно різних галузях економіки (придбання металургійним підприємством ВАТ "ММК ім. Ілліча" цілої низки великих об'єктів: аеропорту м. Маріуполь із утворенням авіакомпанії "Авіа", санаторію "Ай-Даниль" у Криму). Конгломератні поглинання, у свою чергу, поділяються на поглинання зі зростанням асортиментів (з'єднання неконкуруючих продуктів зі схожими процесами виробництва та каналами реалізації), поглинання зі збільшенням частки ринку (одержання доступу до нових, раніше не використовуваних каналів реалізації або збутових мереж) та чисті конгломератні поглинання (не припускають ніякої спільності). На нашу думку, одним з основних питань є дослідження мотивації подібних операцій. Систематизуючи світовий досвід, можна виділити низку мотивів злиттів і поглинань промислових підприємств (рис. 2). Головною метою, найчастіше, виступає підвищення добробуту акціонерів. Тому основну умову, обов'язкову для здійснення економічно ефективної концентрації капіталу, можна виразити у вигляді формули:

$$C(A)+C(B)<C(AB), \quad (1)$$

де $C(A)$ – вартість компанії А; $C(B)$ – вартість компанії В; $C(AB)$ – вартість об'єднаної компанії АВ.

Інакше кажучи, злиття або поглинання можна вважати ефективним, якщо вартість об'єднаної фірми стає більшою від суми вартостей обох фірм, узятих окремо до об'єднання. Даний ефект одержав назву синергетичного ефекту (від грецьк. Synergieia – співробітництво, співдружність). Синергетичний ефект під час злиття і поглинання промислових підприємств може бути досягнутий за рахунок:

- економії на масштабах;
- комбінування взаємодоповнюючих ресурсів;

- економії на трансакційних витратах;
- монопольного становища на ринку;
- взаємодоповнюваності в галузі НДДКР.

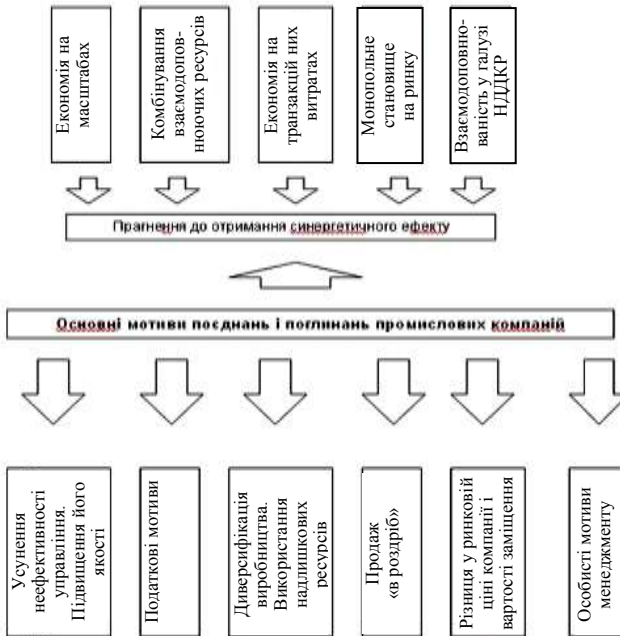


Рисунок 2 – Основні мотиви злиттів і поглинань промислових компаній

Економія на масштабах має місце коли середня величина витрат на виробництво одиниці продукції знижується зі збільшенням обсягів виробництва. Такий ефект є характерним для горизонтальних злиттів та поглинань. Проте, досягнення цього ефекту можливе і за конгломератних злиттів, якщо економії досягають за рахунок усунення дублювання та централізації функцій. Економія на витратах є, як правило, основним джерелом синергії, тому доцільно проводити злиття виробничих компаній за наявності в них взаємодоповнюючих ресурсів. Вартість активів компаній після об'єднання зростає порівняно з сумою їх вартостей до злиття, тому що кожна з компаній отримує необхідні їй ресурси дешевше, ніж вони б коштували у випадку їх самостійного створення. Часто великі фірми поглинають малі підприємства, здатні забезпечити відсутні компоненти для їх успішного функціонування, або ті, які виробляють унікальні продукти, але не мають достатніх ресурсів для розширення та розвитку

виробництва. Великі виробничі компанії також самі спроможні створити необхідні виробництва, але набагато простіше одержати до них доступ, поглинувши або злившись із компанією, яка вже їх має, тобто одержати монопольне становище на ринку. Такий мотив часто є одним з вирішальних під час горизонтальних злиттів і поглинань. У цьому випадку об'єднання дозволяє компаніям уникнути цінової конкуренції, але держава за допомогою антимонопольного законодавства обмежує такі об'єднання для запобігання цінової монополізації. Так, дослідження І. Хан Кіма та Віджея Сінгала виявило, що злиття, які відбулися в галузі авіаперевезень США наприкінці 80-х – початку 90-х рр., призвели до зростання тарифів на перевезення [7]. Одним з важливих резервів одержання синергетичного ефекту є взаємодоповнюваність у сфері НДДКР. Головним об'єктом для поглинань є перспективні в технологічному відношенні галузі. Крім того, як визначає М. Белопольський, є низка не менш важливих причин концентрації та укрупнення капіталу, що створюють синергетичний ефект, які, з іншого боку, є рушійним мотивом злиттів і поглинань:

- усунення неефективності та підвищення якості управління. Передбачається, що після об'єднання активи нового виробничого підприємства стануть більш ефективно керованими;

- податкові мотиви. Високорентабельне підприємство, що несе істотне податкове навантаження, може придбати компанію з більшими податковими пільгами, які можуть бути використані для нової компанії в цілому;

- диверсифікованість виробництва, використання надлишкових ресурсів, оскільки диверсифікованість дозволяє ефективно використати наявні великі потоки коштів, стабілізувати потік доходів і перенаправляти інвестиції в інші, більш прибуткові сфери бізнесу, що вигідно й акціонерам, і менеджерам, і постачальникам, і споживачам;

- продаж "врозкид", тобто за принципом "дешево купити й дорого продати". Його реалізація можлива в тому випадку, якщо надалі майно поглиненої компанії може бути продане частинами іншим зацікавленим компаніям з одержанням значного доходу;

- різниця в ринковій ціні компанії й вартості її заміщення. Мотив обумовлений тим, що часто простіше купити діюче підприємство, ніж будувати нове;

- особисті мотиви менеджменту. Американські дослідники стверджують, що велика кількість угод М&А були амбіціями вищого менеджменту (теорія Річарда Ролла, який припустив, що людський

фактор у подібних угодах відіграє важливу роль). Крім вищезгаданих мотивів злиттів і поглинань, можуть зустрічатися специфічні.

Процеси злиття і поглинання в корпоративному секторі економіки України, суттєво відрізняються, що пов'язано з історією та методами первісного нагромадження капіталу вітчизняними олігархами. Особливістю українських операцій М&А є переважне використання методу поглинань, більшість з яких здійснюється або з метою формування сильної вертикально інтегрованої структури організації, або з метою посилення ринкової позиції.

Висновки. Процеси концентрації та укрупнення капіталу промислових підприємств є закономірною реакцією на ринкову ситуацію, а також виступають одним з діючих механізмів прискорення темпів розвитку та досягнення синергетичного ефекту. Угоди щодо злиття й поглинання в промисловості можуть бути здійснені різними способами та по-різному мотивовані, проте у сучасній економічній ситуації дана тенденція може бути названа позитивною, а процеси укрупнення та концентрації промислового капіталу – є однією з можливостей захисту українських виробників від експансії потужних закордонних конкурентів.

Список літератури

1. Гальчинский, А. Концентрация капитала – место Украины в этом процессе [Текст] / А. Гальчинский // Экономические известия. – 2006. – 07 дек. – № 212 (517).
2. Демафилис, Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании [Текст] / Д. Демафилис ; пер. с англ. – М. : Олимп-Бизнес, 2007. – 960 с.
3. Моросини, Пьеро. Управление комплексными слияниями: В помощь руководителю компании, использующей стратегии М&А [Текст] / П. Моросини, У. Стеджер ; пер. с англ. – Днепропетровск : Баланс Бизнес Букс, 2005. – 304 с.
4. Портер, М. Конкуренция [Текст] : учеб. пособие / М. Портер ; пер. с англ. – М. : Вильямс, 2001. – 495 с.
5. Паламарчук, Г. П. Проблеми концентрації виробництва в Україні [Текст] / Г. П. Паламарчук // Економіка України. – 2008. – № 11. – С. 38–44.
6. Савельєва, Т. Проблеми розвитку великих корпоративних структур в економіці України [Текст] / Т. Савельєва // Персонал. – 2007. – № 2. – С. 22–29.
7. Kim, E. Mergers and Market Power: Evidence from the Airline Industry [Text] / E. Kim, V. Singal // American Economic Review. – 2003. – № 3. – P. 56–64.

Отримано 1.10.2010. ХДУХТ, Харків.

© Т.В. Момот, К.Ю. Величко, 2010.