

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ МОТИВАЦІЇ УГОД ЗЛИТТЯ/ПОГЛИНАННЯ

Стародубцева Олена Іванівна, аспірант
Донецький Національний Технічний Університет

Стаття присвячена проблемі дослідження теоретичних концепцій мотивації угод злиття/поглинання. Наданий аналіз досліджень західних авторів з даної проблематики. Зроблені висновки щодо мотивації угод злиття/поглинання в світовому досвіді злиттів/поглинань.

Статья посвящена проблеме исследования теоретических концепций сделок слияния/поглощения. Предоставлен анализ исследований западных авторов по данной проблематике. Сделаны выводы по поводу мотивации сделок слияния/поглощения в мировом опыте слияний/поглощений.

Постанова проблеми у загальному вигляді. Сучасний етап функціонування ринку злиттів та поглинань свідчить про парадоксально високу кількість невдалих угод. Так, компанія KPMG проаналізувала 700 найважливіших угод та виявила, що 83% не призвели до зростання вартості акцій, а в 53% угод вартість акцій навіть знизилася. [1, 46] Дослідження компанією Booz Allen-Hamilton 117 угод теж підтвердило цю тенденцію: більш ніж 50% випадків мали гірші результати дохідності порівняно з конкурентами, що не приймали участь в угодах злиття/поглинання. [2]

На успіх угоди злиття/поглинання впливає дуже багато факторів, але основний момент – це створення вартості в результаті реалізації угоди. Відомо, що джерелом створення вартості є синергія, що народжується в результаті злиття/поглинання, тобто вважається, що запорукою успіху угоди є саме синергія. Але чи завжди це так? Цікаво, що серед причин негативних результатів ринку злиттів/поглинань окрім відсутності синергетичного ефекту аналітики називають також «перевагу особистих амбіцій топ-менеджерів над висновками об'єктивного аналізу об'єкта злиття/поглинання при прийнятті рішення про угоду»[2], тобто мотиви угод злиття /поглинання є не завжди раціональними. Таким чином, одним з найперших питань майбутньої угоди повинно стати чітке розуміння причин та мотивів, що лежать в її основі. Коректне усвідомлення мотивів є базою розробки чіткої стратегії зливання/поглинання, спрямованою на створення додаткової вартості.

Аналіз досліджень та публікацій останніх років. Дослідженню цієї проблематики присвячені роботи західних авторів, зокрема П. Гохан [3], який у тому числі вирізняє традиційні мотиви злиттів/поглинань та цілу низку фінансових та податкових механізмів, що роблять такі угоди привабливими для покупців. М. Сіровер [4] детально вивчає синергію, що з'являється в результаті угод злиття/поглинання, як основний мотив, С. Фінкельштейн [5] вивчає помилки менеджерів, що призводять до невдалих угод, та інших.

Невирішені частини загальної проблеми. Незважаючи на пильну увагу багатьох фахівців до питань успішних та неуспішних угод злиттів/поглинань, питання саме мотивації таких угод все ще залишається відкритим. Наразі є багато цікавих досліджень з цього приводу, але відсутня системна аналітика цих концепцій.

Мета статті. Мета статті – оглянути теоретичні концепції до мотивації угод злиття/поглинання та проаналізувати їх втілення в світовому досвіді злиттів/поглинань.

Основні результати дослідження. В сучасній економічній теорії існує три основні теорії, які пояснюють мотиви виникнення злиттів та поглинань: синергетична теорія, теорія агентських витрат вільних грошових потоків та теорія «гордині».

Синергетична теорія є найпоширенішою в поясненні мотивів злиттів та поглинань, перш за все, тому що ефект синергії, що виникає в результаті об'єднання компаній, постає передумовою економічного зростання компанії-покупця. В свою чергу, зростання компанії та її зміцнення на ринках світу є найпоширенішою метою її власників. Авторами синергетичної теорії виступають М. Бредлі, А. Десаї та Е. Кім, аналітики, які остаточно сформулювали її в 1983 році. [6] Сутність синергетичної теорії полягає в тому, що нова компанія, яка утворюється в результаті злиття / поглинання, може використовувати певні стратегічні переваги (синергії), які з'являються при концентрації активів в єдиному підприємстві. Ефект сумісних дій перевищує просту суму окремих зусиль, тобто сумарна віддача всіх капіталовкладень фірми є вищою за суму показників віддачі всіх її окремих підрозділів.

Друга концепція мотивації злиттів – теорія агентських витрат вільних грошових потоків – пропонує абсолютно оригінальний підхід до пояснення злиттів. Ця теорія була остаточно сформульована М. Дженсеном, професором Гарвардського університету, в 1986 році.[7] Сутність теорії Дженсена полягає в тому, що відносини між менеджерами корпорацій та їх акціонерами є потенційно конфліктними, бо між ними є конфлікт інтересів. В рамках цієї теорії менеджери вже не діють в інтересах своїх акціонерів, а переслідують свої власні цілі, наприклад, концентрація ресурсів збільшує владу менеджерів, а зростання компанії, в тому числі за рахунок злиттів/

поглинань, має наслідком зростання виплат менеджерам.

Конфлікти інтересів між акціонерами та менеджерами стосовно політики виплат є особливо серйозними, коли компанія генерує значні вільні потоки грошових коштів. Менеджери не мають мотивації повернути отримані грошові потоки акціонерам, замість того можуть інвестувати їх за ставкою, меншою за витрати з приваблення капіталу або розпилити їх на зростання організаційної неефективності. Однією з альтернатив тут може стати злиття, тобто менеджери компанії можуть вирішити «увести» потоки грошових коштів, що належать акціонерам, спрямувавши їх на фінансування злиття, навіть якщо воно не вигідно та навіть небезпечно з економічної точки зору.

Третя концепція, що теж була запропонована в 1986 році, називається «теорією гордині». Її автор – Р. Ролл – дійшов висновку, що злиття та поглинання взагалі не несуть в собі синергій, а якщо й несуть, то переоцінені [8]. Використавши висновки більш ніж 40 праць, Ролл вважає, що зростання вартості акцій компанії-цілі під час проведення злиття пояснюється не синергією, що очікується, а простим переходом грошових коштів від компанії-покупця до компанії-цілі – премією злиття. Ролл пропонує розглянути його версію ініціації та проведення більшості злиттів, в якій механізм злиття включає три етапи:

- 1) Корпорація-покупець визначає потенційну корпорацію-ціль.
- 2) Корпорація-покупець здійснює оцінку акцій (активів) компанії-цілі.
- 3) Визначена на другому етапі вартість корпорації-цілі порівнюється з її ринковою вартістю. Якщо оцінкова вартість корпорації-цілі нижче ринкової, то корпорація-покупець не проводить злиття, а якщо вище, то корпорація-покупець робить тендерну пропозицію та здійснює операцію злиття.

Навіть у випадку, коли злиття не несе синергетичного ефекту з огляду на ринкову вартість компанії-цілі, менеджмент базується на власному дослідженні цієї вартості, вважаючи вірним саме його. Саме тому теорія має назву «теорія гордині», адже рішення про здійснення угоди базується на ірраціональній гордині менеджерів корпорації-покупця.

В США за період з 1983 по 1998 роки було проведено низку досліджень щодо відповідності положень теорій злиттів реальним мотивам такої форми росту компаній як злиття /поглинання. Значне емпіричне тестування теорій злиттів здійснене Е. Берковичем та М. Нарайананом в 1993 році. [9,53] Результати дослідження представлені в табл.1.1.

Результати дослідження теорій злиттів Е. Берковичем та М. Нарайананом

Кількість досліджених угод	330
Період дослідження	1963-1988
Критерій оцінювання	Кореляція між дохідностями, що отримані в результаті злиття акціонерами компанії-цілі та загальною дохідністю злиття
Результати дослідження	1) Загально позитивна дохідність спостерігалася в 252 угодах (76,37%), при чому в 49,4% угод компанія-покупець отримала позитивний дохід від злиття, у той час як в 95, 8% випадків позитивний дохід отримувала компанія-ціль. Для всіх цих угод мотивація до злиття полягала в реальній синергії. 2) 23,63% угод пояснюються теорією агентських витрат вільних грошових потоків та теорією «гордині». Теорія гордині мала місце в кожному злитті в меншій концентрації, ніж в теорії Ролла.

За результатами цього дослідження можна стверджувати, що основним мотивуючим фактором для більшості злиттів та поглинань є синергія.

Ще одно дослідження впливу злиттів на добробут акціонерів компаній-покупців та компаній-цілей було проведене П. Доддом та Р. Рубеком в 1977 році. [10] Результати дослідження представлені в табл 1.2.

Результати дослідження П. Додда та Р. Рубека

Кількість досліджених угод	172 компанії-покупця та 172 компанії-цілі
Період дослідження	1958-1976
Критерій оцінювання	Курс акцій компаній, що зливаються
Результати дослідження	1) Тендерні пропозиції компаній-покупців були прийняті в 124 випадках, а в 48 – відхилені. Компанії-цілі, що досліджувалися, прийняли 136 пропозицій, а 36 відхилили в той же період часу. 2) Через 1 місяць після першої тендерної пропозиції середня дохідність для прийнятих злиттів становила 21%, а для відхилених – 19% (дохідність виражалася у зростанні курсу акцій компаній, що зливалися).

Результати дослідження П. Додда та Р. Рубека дозволяють зробити висновок, що, незалежно від остаточного фіналу угоди злиття /поглинання, в короткостроковому періоді (20-40 днів) ринок матиме позитивне ставлення до цього у вигляді зростання котирувань акцій.

На основі такого висновку в результаті дослідження П. Додда та Р. Рубека

сформувалася інформаційна гіпотеза злиттів, сутність якої полягає у припущенні, що гравці фондового ринку провокують зростання акцій компанії, що розпочинає процес злиття/поглинання, полягаючись на розрахунки і очікування, власне, компанії-покупця. Адаже більшість інвесторів мають віру в те, що компанії-покупці намагаються не реалізувати економічно необґрунтованих проєктів. Таким чином, зростання акцій можна пояснити не оцінками інвесторів, а їх психологічною реакцією на інформацію про майбутнє злиття.

При цьому, все ще існує певний відсоток угод, мотивованих агентською теорією та теорією «гордині». Єдине емпіричне дослідження, присвячене правдивості теорії агентських витрат вільних грошових потоків належить Л. Ленгу, Р. Шульцу та Р. Уоклінгу, які в 1991 році дослідили 209 тендерних угод, що зроблені за період з 1980 по 1986 роки. Для проведення аналізу фахівці використали коефіцієнт Q-Тобіна, який відображає відношення ринкової вартості активів компанії до їх оціночної відновлюваної вартості. За умови, що коефіцієнт Q-Тобіна є ефективним індикатором корпорацій із залишком вільних грошових потоків, можна стверджувати, що теорія агентських витрат вільних грошових потоків Дженсена є емпірично обґрунтованою.[11,64]

За останні 10 років кількість злиттів та поглинань зросла більш ніж в 5 разів, але незважаючи на поширеність угод злиття /поглинання, проблема їх ефективності постає досить гостро:

- 61% злиттів не окупають коштів, що були вкладені;
- 57% компаній, що об'єдналися, відстають в розвитку від інших суб'єктів ринку;
- менш ніж 20% компаній, що об'єднуються, досягають бажаних фінансових або стратегічних результатів;
- 53% найкрупніших злиттів призводять до зниження акціонерної вартості компанії, 30% на неї не мають впливу та лише 17% її створюють;
- «непов'язані» злиття (диверсифікаційні) часто показують кращі фінансові результати порівняно з «пов'язаними» (спорідненими), хоча останні досить часто мають більший потенціал для створення додаткової вартості для власників.[9,54]

Таким чином, факти демонструють, що відсутність гарантованої вигоди та низька вірогідність успіху не перешкоджають зростанню угод злиття/поглинання. Значну цікавість в даному контексті представляють результати дослідження консалтингової компанії «KPMG», яка в 2000 році проаналізувала близько 700 найкрупніших міжнародних (транскордонних) угод злиття/поглинання. Результати дослідження представлені в табл. 1.3.

Результати дослідження консалтингової компанії «KPMG»

Кількість досліджених угод	700
Період дослідження	1996-1998
Критерій оцінювання	Курс акцій компаній, що зливаються, до та після угоди, з урахуванням середнього темпу розвитку відповідного ринку та динаміки курсу акцій компаній-учасниць угоди через рік після її здійснення.
Результати дослідження	<p>1) Із 82% компаній-респондентів, впевнених у позитивному ефекті угоди, 17 % збільшили свою сумарну вартість, 53% мали зниження вартості, а у 30% зміни вартості не відбулося. 83% угод не принесли відчутної вигоди акціонерам.</p> <p>2) Компанії, що проводили оцінку синергії на етапі планування угоди, виявилися на 28% більш успішними серед всіх успішних угод. Загальний фактор планування проекту на 13% збільшив ефективність угоди.</p> <p>3) Мета здійснення злиття /поглинання:</p> <ul style="list-style-type: none"> - нові географічні ринки (35%); - зростання / захист долі ринку (більш 22%); - контроль над ланцюжком постачальників (більш 10%); - отримання нових товарів або послуг (10%); - зростання ринкової вартості фірми (20%).[9, стор.54]

Отже, в умовах посилення глобальної конкуренції у компаній з'являються нові підстави та мотиви для здійснення угод злиття/поглинання, які, на думку автора, вже не вичерпуються лише існуючими теоріями. Фахівці консалтингової компанії McKinsey & Company наразі виділяють декілька основних мотивів для здійснення угод злиття/поглинання в сучасному світі:

- 1) Консолідація в рамках галузі. (В жорсткому конкурентному середовищі укрупнення за рахунок злиттів та поглинань забезпечує компаніям кращий захист від ворожих поглинань. Нерідко великі компанії практикують консолідацію з метою підвищення дисципліни в галузі, пом'якшення конкуренції та усунення загрози демпінгу.)
- 2) Географічна диверсифікація. Розширення географії допомагає вийти на нові ринки збуту, а також компанія знижує залежність від локальних політичних та економічних ризиків
- 3) Вертикальна інтеграція. (Основною причиною для вертикальної інтеграції служить сьогодні забезпечення безпеки поставок сировини та продажу готової продукції та цін на них)
- 4) Продуктова диверсифікація. (За допомогою угод злиття/поглинання компанії

можуть переходити до більш перспективних галузей, і такий перехід нерідко супроводжується продажем активів).

- 5) Реінженеринг традиційних бізнес-процесів. Деякі керівники досить виправдано не хочуть будувати «нову компанію» на основі застарілих процесів та використовують інтеграційний імпульс, щоб налагодити нові.
- 6) Перехід до нових бізнес-моделей. (Великі компанії часто не можуть об'єднати або перебазувати свої підрозділи із-за високих витрат, але при злитті в будь-якому разі доводиться переводити працівників на нове місце, і це дає шанс використовувати нові бізнес-моделі.)
- 7) Вихід на новий рівень ефективності. (В результаті об'єднання двох організацій часто з'являється можливість підвищити ефективність діяльності)
- 8) Сумісне використання активів. (Можливість створювати вартість, використовуючи активи – заводи, продукцію, бренди, особливі відносини з владою або клієнтами – уже в рамках об'єднаної компанії).
- 9) Використання імпульсу. (Злиття, як правило, відкривають у компанії «друге дихання», що стимулює її вдосконалення).[12,16]

Висновки і результати дослідження. Враховуючи погляди закордонних авторів на мотиваційні теорії злиттів, можна зробити такі висновки. По-перше, при здійсненні операції злиття/ поглинання у двох сторін існує потенційна можливість отримання вигоди від злиття. В сучасній економіці в умовах глобалізації ринків це може бути єдиною стратегією виживання підприємства.

По-друге, злиття та поглинання не мають в своїй основі якусь одну основну теорію. Переважна більшість експертів та досліджень також доводять, що мотивом угоди постає перш за все синергія, але через складність та багатоетапність процесу дуже важко визначити, де закінчується об'єктивний розрахунок і починається суб'єктивний мотив менеджера чи власника. Коректніше було б зазначити, що угоди злиття/поглинання базуються одночасно на трьох теоретичних концепціях.

По-третє, будь-які універсальні моделі злиттів відсутні. Кожне окреме злиття має бути розглянутим як унікальна модель, що має метою певний вигад від злиття. Власне, вигад від злиття є також невизначеною величиною, тому що він є результатом процесу, на який кожного разу впливає унікальна сукупність факторів. Признання унікальності кожного злиття є причиною усвідомлення певного нівелювання результатів великих статистичних досліджень ефективності угод злиття/поглинання. Тому розробка методології ефективного злиття/поглинання може бути зведена до визначення ключових факторів впливу на створення вартості в процесі

злиттів, що здійснюються комерційними компаніями.

В-четвертих, саме істинна мотивація угод злиття/поглинання може бути свідомо прихованою для публіки менеджментом або власниками компаній. При цьому, ці дії можуть бути мотивованими абсолютно несподіваними особистими або родинними причинами, адже на даному етапі злиттів/поглинань людський фактор має високу вірогідність виявлення.

Література:

1. Савчук, С.В. Анализ результатов слияний и поглощений зарубежных компаний, причины неудач и способы уменьшения риска сделок [Текст] / С.В. Савчук // Менеджмент в России и за рубежом. – 2003. – №1. – С. 46–55.
2. Слияние с максимальным эффектом [Электронный ресурс] / Г. Греблев Режим доступа: <http://www.companion.ua/Articles/Content/?Id=12922&Callback=71>
3. Гохан Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний [Текст] / Патрик А. Гохан. – Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 741 с.
4. Sirower, Mark L. (2000) *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*. New York: The Free Press.
5. Финкельштейн С. Ошибки топ-менеджеров ведущих корпораций [Текст] / С. Финкельштейн. – Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 394 с.
6. Bradley, M., Desai, A., and Kim, E. (1983) “The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy?” In: *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), p. 183-206.
7. Jensen, Michael C. (1986) “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers.” In: *American Economic Review*, 76(2), p. 323-329.
8. Roll, R. (1986) “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers.” In: *Journal of Business*, 59, 197-216.
9. Кони́на Н.Ю. Слияния и поглощения в конкурентной борьбе международных компаний. [Текст] / Н.Ю. Кони́на. – М. : ТК Велби, Изд-во Проспект, 2005. – 152 с.
10. Dodd, P. and Ruback, R. (1977) “Tender offers and stockholder returns: An empirical analysis.” In: *Journal of Financial Economics*, 5(3), p. 351-373.
11. Рудык Н. Б., Семенкова Е. В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. [Текст] / Н.Б. Рудык, Е.В. Семенкова. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 456с.: ил.
12. Слияния и поглощения : путеводитель по рынку профессиональных услуг / [сост. П. Шура]. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004 . – 192 с.