

УДК 330.140.19

ІНСТИТУЦІЙНІ НАСЛІДКИ УГОД M&A У СЕРЕДОВИЩІ ТРАНСНАЦІОНАЛЬНИХ КОРПОРАЦІЙ

Македон В.В., к.е.н., доцент

Дніпропетровський університет економіки та права ім. А. Нобеля

Стаття посвячена проблемі виявлення наслідків угод злиття та поглинання на базові інституціональні групи внутрішньої та зовнішньої середовища транснаціональних корпорацій. Сделан критический анализ ведущих институциональных теорий слияний и поглощений, выделены базовые выгоды и потери участников интеграционной сделки.

Ключевые слова: слияния и поглощения, институциональные группы, синергия, транснациональная корпорация, корпоративная выгода, акционеры компаний.

The article is devoted to the problem of disclosure of consequences of mergers and acquisitions transactions on the basic institutional groups of internal and external environment of transnational corporations. The walkthrough of leading institutional theories of mergers and acquisitions is done, the basic benefits and losses of members of integration transaction are distinguished.

Key words: mergers and acquisitions, institutional groups, synergy, transnational corporation, corporate benefit, shareholders of companies.

Постановка проблеми. Сучасна стадія розвитку світової економіки характеризується посиленням впливу транснаціональних корпорацій, який проявляється у комплексній інтернаціоналізації світового корпоративного будівництва. Базові інститути світової спільноти практично повністю інтегровані або адаптовані до політики ТНК в різних сферах економічного, соціального і політичного життя. При цьому максимізація прибутку і збільшення добробуту акціонерів ТНК також є головною метою існування цього роду інтегрованих структур, і у зв'язку з цим операції корпоративних злиттів та поглинань (mergers and acquisitions – M&A) можна вважати ефективним інструментом, якщо в результаті їхньої реалізації збільшується добробут акціонерів. Це класичний підхід до питання оцінки ефективності злиттів та поглинань. Проте, на нашу думку, актуальними є дослідження, що дають можливість поглянути на подібні угоди не лише зсередини – з точки зору власників або акціонерів, але також і ззовні – з точки зору навколишніх інститутів-споживачів, конкурентів, профспілок і економічної системи в цілому.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Тематика корпоративних злиттів та поглинань, а також інституційного трактування корпоративних інтеграцій достатньо широко висвітлена і систематизована в публікаціях відомих вітчизняних та іноземних економістів-міжнародників: А. Ауербаха, С. Брауна, Д. Вачона, П. Гохана, Д. Деніса, Д. Депамафіліса, Дж. Макконнелла, Дж. Медова, Р. Рубака, І. Сазонця, Л. Саммерса, О. Фолом'єва, Д. Хардінга, А. Шлайфера.

При цьому, наукова думка у сфері міжнародного корпоративного управління, недостатню увагу приділяє аспектам зовнішніх проявів і впливу угод злиттів та поглинань у середовищі ТНК на інституційне оточення, на головні елементи зовнішнього середовища і оцінювання цього роду угод з боку суспільства в цілому. Саме ці аргументи і визначають важливість дослідження.

Метою статті є необхідність визначення впливу угод корпоративних злиттів та поглинань на основні інституційні групи, які задіяні у цих угодах, та на основі провідних інституційних теорій трактування злиттів та поглинань у системі світової економіки, доведення відсутності явних негативних проявів та наслідків таких інтеграцій на зовнішнє середовище, особливо на макроекономічні параметри та суспільні цінності в цілому.

Викладення основного матеріалу дослідження. Технології, які існують для оцінювання якості угод злиттів та поглинань, можна поділити на два методологічні підходи, що принципово розрізняються між собою – перспективний і ретроспективний. Зміст перспективної оцінки полягає у визначенні співвідношення сум витрат з деякою оцінкою корпорації-мети, яка включає у себе наведену суму очікуваних грошових потоків, які генеруються корпорацією-метою. Цей вид оцінки несе в собі значний фактор невизначеності майбутніх результатів, що, на наш погляд, не дозволяє йому вважатися об'єктивним критерієм оцінки ефективності угод злиттів та поглинань. Другий вид оцінки – ретроспективний аналіз, який дозволяє судити про ефективність злиттів та поглинань на основі розгляду динаміки тих або інших характеристик діяльності об'єднаної корпорації за певний проміжок часу після здійснення угоди [2].

ще такий фактор, як вартість акцій корпорації *A* на момент проведення злиття або поглинання. Залежно від того, підвищується або знижується ринкова ціна акцій з моменту оголошення про злиття до безпосереднього здійснення угоди, витрати корпорації *A* можуть відповідно збільшуватися або зменшуватися, адже якщо акції корпорації *A* дорожчають, то акціонери корпорації *B* отримують більшу вартість при заміні акцій, і навпаки.

Таким чином, якщо акціонери корпорації-мети вигоду від злиття мають вже при оголошенні про злиття, то для акціонерів корпорації-покупця вигоди може і не бути або вона матиме довгостроковий характер. Свою частку у загальній вигоді від злиття акціонери отримують, коли об'єднана компанія почне функціонувати і коли синергетичний ефект матеріалізується, сприяючи генеруванню стабільно високих грошових потоків. Тільки тоді ринкова ціна об'єднаної корпорації почне зростати, сприяючи збільшенню добробуту акціонерів корпорації-покупця [1].

Інакше кажучи, добробут акціонерів корпорації-мети збільшуватиметься практично в усіх випадках, тоді як матеріальні вигоди акціонерів корпорації-покупця зростатимуть тільки за умови покращення фінансових показників діяльності об'єднаної корпорації, що має бути стимулом для вищого керівництва корпорації. У зв'язку з цим, менеджмент корпорації не повинен захоплюватися метою отримання високого прибутку в короткостроковому періоді у збиток довгостроковій ефективності функціонування.

У зв'язку з цим виникає питання про вплив M&A угод на добробут акціонерів об'єднаної корпорації. Численні дослідження свідчать про значні вигоди, які отримують акціонери корпорацій, що поглинаються, і про незмінне або незначне погіршення добробуту акціонерів поглинаючої корпорації. При цьому у більшості випадків корпорації-цілі значно менші за розмірами корпорацій-покупців. Тобто можна припустити, що злиття і поглинання є досить руйнівними для інституту власності. На основі цього ми можемо зробити висновок, що злиття і поглинання позитивно впливають на добробут акціонерів об'єднаних корпорацій, якщо ефективність угоди оцінюється через аналіз зміни вартості акцій.

Ми розглянули оцінку ефективності M&A угод з точки зору власників корпорацій-учасниць і з точки зору кінцевих споживачів продукції цих корпорацій. Також для повноти аналізу варто звернути увагу на вплив корпоративних угод злиттів та поглинань на світову економіку в цілому. В умовах обмежених ресурсів підвищення продуктивності і/або зниження собівартості інноваційні продукти можна розглядати як показники ефективності подібних угод. Крім того, видалення дублюючих виробництв може також робити позитивну дію. Слід зазначити, що ця сфера є ще менш дослідженою, ніж ефект впливу злиттів та поглинань на кінцевого споживача, і, якщо емпіричні дослідження досить розпливчаті, то аналізу фактичних прикладів практично не знайти.

Для оцінки ефективності угод злиттів та поглинань слід використовувати ретроспективну оцінку, яка розглядає динаміку тих або інших характеристик діяльності корпорацій за певний проміжок часу після здійснення угоди. Перспективні методи оцінки, суть яких полягає в співвідношенні сум витрат з деякою оцінкою корпорації, яка купувалася, включає наведену суму очікуваних грошових потоків, активно використовуються на стадії планування угоди, при ухваленні рішення про здійснення злиття або поглинання, але несуть в собі істотний фактор невизначеності майбутніх результатів, що, на наш погляд, не дозволяє їм вважатися об'єктивним критерієм оцінки ефективності таких угод.

У світлі вищевикладеного виникає питання, чи не є процес зростання добробуту акціонерів об'єднаних корпорацій наслідком втрати цінності для когось-небудь ще або простим перерозподілом доходів між різними групами. Міжнародна теорія корпоративного управління виділяє п'ять «теорій перерозподілу», що описують інституційні зміни та можливі способи пояснення зростання добробуту акціонерів при злиттях та поглинаннях за рахунок економічних втрат інших зацікавлених сторін.

У межах досліджень, що проводилися раніше, кожна з цих теорій піддавалася емпіричній перевірці, і для усіх досліджень використовувався однаковий підхід. Спочатку положення конкретизувалися на наявність зв'язку між певними змінними, наприклад, бюджетом НДДКР корпорації і вартістю її акцій. Потім формулювалася гіпотеза, що відображає положення обраної теорії, наприклад, зростання бюджету НДДКР корпорації веде до зниження курсу її акцій. Далі вибиралася максимально широка вибірка, на якій будувалася регресія однієї змінної на іншу, і в результаті гіпотеза або приймалася, або відхилялася. Дамо критичний аналіз цих теорій, та визначимо їхній вплив на інституційне оточення.

1. *Теорія короткострокової короткозорості* ґрунтується на припущенні про те, що учасники ринку, і особливо інституційні інвестори, концентрують свою увагу на короткострокових фінансових результатах корпорацій і тому схильні недооцінювати корпорації, що вкладають кошти у довгострокові проекти. Внаслідок своєї заниженої вартості такі корпорації стають більш легкими мішенями для поглинань.

Слід зазначити, що ця теорія входить в протиріччя з гіпотезою про ефективність фондових ринків. Крім того, якби ринок систематично недооцінював корпорації, орієнтовані на довгострокові проекти, то

це спричинило б згубні наслідки для світової економіки в цілому. Як доказ неспроможності цієї теорії можна навести дослідження Комісії з цінних паперів США, яке було проведене у 2005 р. [11, с. 214]. Були вивчені дані про 324 компанії, що здійснювали значні інвестиції у науково-дослідні і дослідно-конструкторські розробки (НДДКР), 177 з яких у різний період часу ставали мішенями для потенційних поглинань. Провівши аналіз, дослідники виявили, що:

1) зростання частки інституціональних інвесторів на ринку корпоративного контролю не пов'язано із зростанням обсягів угод М&А;

2) зростання частки інституціональних інвесторів не призводить до зниження рівня інвестицій у НДДКР;

3) корпорації з великими бюджетами НДДКР беруть участь в угодах злиттів та поглинань не частіше, ніж корпорації з меншими бюджетами;

4) вартість акцій корпорацій, що оголошують про збільшення бюджетів, спрямованих на НДДКР, як правило, на ринку зростає.

Таким чином, емпіричні дослідження не змогли підтвердити наявності зв'язків між привабливістю корпорації як потенційного об'єкта поглинання або злиття та її залученістю у довгострокові проекти. Тому ця теорія, на нашу думку, видається неправдоподібною.

2. *Теорія недооцінених мішеней поглинання*, яка отримала активну підтримку серед вищого керівництва корпорацій-покупців, припускає, що внаслідок недооціненості корпорації фондовим ринком поглинаюча компанія може запропонувати істотну премію акціонерам / власникам корпорації-мети, яка, проте, може бути нижчою за її внутрішню вартість. Тому керівництво корпорації-мети вбачає своє завдання у захисті від інших корпорацій – можливих агресорів, що пропонують купівлю корпорації за ціною, вищою за ринкову, для подальшого ще більшого збільшення вартості у довгостроковому періоді власними зусиллями.

На практиці, як показує досвід, подібні обіцянки зазвичай не знаходять втілення. Так, Р. Рубак [9] провів дослідження, в якому вивчав вплив захисних заходів корпорації-мети на вартість її акцій. Вони показали, що при оголошенні про намір поглинання курси акцій потенційної мішені угоди зростають, а при успішному захисті від цього поглинання акції корпорації-мети поглинаються в середньому до рівня, що передуює розкриттю інформації про намір поглинання. Р. Рубак також довів, що, як правило, ринок не отримує нової інформації про реальну вартість корпорації – потенційну мету при спробі поглинання. При цьому різко зростає кількість потенційної інсайдерської інформації, якою обмінюються учасники ринку в період організації можливого поглинання.

В результаті Р. Рубак дійшов висновку, що в середньому ринок не переоцінює корпорації в результаті спроб їх поглинання: після закінчення спроби вартість акцій повертається на первинний рівень. Це дозволяє нам заперечувати цю теорію.

3. *Податкові причини злиття і поглинань* давно звертали на себе увагу вчених та економістів. Як вже говорилося раніше, на нашу думку, це можна вважати одним із мотивів проведення злиття або поглинання. У 1997 році А. Ауербах і Д. Райхус [4, с. 113–116] провели дослідження, метою якого було з'ясувати, наскільки виправдано вважати оптимізацію оподаткування мотивом для проведення злиття або поглинання. Проаналізувавши більше 300 угод, які було здійснено протягом в 90-х рр. ХХ ст., вони з'ясували, що у 80 % випадків злиттів та поглинань отримані податкові пільги/скорочення платежів були несуттєвими, і це означає, що вони не могли чинити істотний вплив на ухвалення рішення про проведення угоди. Таким чином, лише у 20 % випадків податкова економія була досить значною для того, щоб розглядати її як потенційний мотив інтеграційної угоди.

4. Чи втрачають утримувачі облігацій від злиття і поглинань?

Деякі критики злиттів та поглинань стверджують, що вигоди, які отримуються акціонерами від таких угод, є перерозподілом доходів у збиток утримувачам облігацій і привілейованих акцій. Наприклад, облігації поглинаючої корпорації можуть впасти в ціні при поглинанні іншої корпорації, інвестиції в яку є більш ризикованими, ніж профіль корпорації-покупця. Д. Деніс і Дж. МакКоннелл [5, с. 10–12] на основі досліджень 132 злиттів, що відбулися у світі у період з 1992 по 2002 рр., не виявили погіршення добробуту власників облігацій. Ці дослідження свідчать проте, що в середньому утримувачі звичайних акцій, конвертованих привілейованих акцій і конвертованих облігацій корпорації-покупця виграють від подібних угод. Власники неконвертованих облігацій корпорації-мети, а також власники звичайних акцій неконвертованих привілейованих акцій і конвертованих і неконвертованих облігацій поглинаючої корпорації ні втрачають, ні виграють за рахунок угоди. Тим самим, пояснення зростання добробуту акціонерів в результаті М&А угод за рахунок втрат утримувачів облігацій і привілейованих акцій не знайшло підтвердження в розглянутому дослідженні.

5. Чи не фінансується злиття за рахунок працівників корпорацій що об'єднуються?

Таким питанням почали задаватися західні економісти, спостерігаючи за конфліктами між керівництвом корпорацій і профспілками працівників авіаційної промисловості США. А. Шлайфер і Л. Саммерс [10, с. 203–205] стверджують, що в окремих випадках керівники корпорацій-покупців можуть користуватися умовами довгострокових контрактів менеджменту корпорацій, що поглинаються, з працівниками для зменшення винагороди останніх і фінансування за рахунок цього виплачуваних премій за угоди. У теорії такі ситуації можуть призводити до зменшення ефективності економіки за рахунок руйнування ринків довгострокових контрактів між працівниками і керівництвом корпорацій. Проте статистичне дослідження, проведене С. Брауном і Дж. Медовим [5] про зайнятість і рівень зарплат працівників, не змогло підтвердити цю теорію. Вони порівнювали зарплати працівників до і після угоди і з'ясували, що зарплати в середньому збільшуються після злиття. Таким чином, злиття і поглинання не призводять до зниження рівня прибутків працівників корпорацій-учасниць.

Висновки. Підводячи підсумки, виділимо наступні принципові висновки. Ми розглянули наслідки злиттів і поглинань з позиції різних потенційно зацікавлених груп – інституційних учасників корпоративного ринку. Головними інституціональними групами, інтереси яких можуть бути зачеплені при корпоративних злиттях або поглинаннях, є: акціонери корпорації-покупця та корпорації-мети; керівництво корпорації-покупця та корпорації-мети; держава; утримувачі облігацій кожної з корпорацій і працівники корпорації-мети.

Було проаналізовано принципові положення п'яти основних теорій, що трактують інституційні наслідки злиттів та поглинань як отримання вигод одними зацікавленими інституційними групами за рахунок погіршення становища груп інших: теорія короткострокової короткозорості; теорія недооцінених мішеней; теорія податкових пільг; теорія перерозподілу за рахунок утримувачів облігацій; теорія перерозподілу за рахунок працівників. Аналіз емпіричних досліджень, проведених для перевірки кожної з теорій, дозволяє стверджувати, що жодна з них не має істотних підтверджень на практиці. Таким чином, вигоди, що виникають в результаті корпоративних злиттів та поглинань, не можуть бути розглянуті як наслідок систематичних втрат однієї з зацікавлених груп. Це дозволяє автору стверджувати, що впевненість значного кола вчених, працівників корпоративних структур, державних органів та особливо акціонерів про те, що угоди злиттів та поглинань мають здебільшого негативний вплив на ринки та корпоративні системи, є дещо помилковою. Невдалі наслідки угод злиттів та поглинань виникають за рахунок неправильної оцінки об'єкта поглинання або стратегії спільної діяльності після угоди, і це внутрішні фактори, зовнішні ж фактори – інституційні елементи – не чинять такого значного впливу на параметри угод, що й було підтверджено у статті.

ЛІТЕРАТУРА

1. Сазонець І.Л. Сутність та основні концепції діяльності ТНК в умовах глобалізації: монографія / І.Л. Сазонець, Ю.М. Варич. – Донецьк: Юго-Восток, 2009. – 275 с.
2. Слияния и поглощения в системе современной экономики. монография: под ред. А.Н. Фоломьева. – М.: Изд-во РАГС, 2010.– 184 с.
3. Хардинг Д. Искусство слияний и поглощений: Четыре ключевых решения, от которых зависит успех сделки / Дэвид Хардинг, Сэм Роувит; пер. с англ. Петкевич А.Г. – Минск: Гревцов Паблшер, 2007. – С. 256.
4. Auerbach A.J. The effects of taxation on the merger decision / A.J. Auerbach, D. Reishus // *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. – Chicago: University of Chicago Press, 2008. – P. 157–183.
5. Brown C. The Impact of Firm Acquisition on Labor / C. Brown, J.L. Medoff // *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. – Chicago and London: University of Chicago Press, 2002. – P. 9–25.
6. Denis D.K. Corporate Mergers and Security Returns / D.K. Denis, J.J. McConnell // *Journal of Financial Economics*. – 2001. – Vol. 16. – P. 143–187.
7. DePamphilis D. Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions / D. DePamphilis. – N.Y.: Academic Press, 2009. – 800 p.
8. Gaughan P. Mergers, acquisitions, and corporate restructuring. – New Yourk, NY, Wiley, 2006. – 578 p.
9. Ruback R.S. An Overview of Takeover Defenses / R.S. Ruback // Working Paper. In A.J. Auerbach (ed.) *Mergers and Acquisitions*. – University of Chicago Press, Chicago IL, 1998. – P. 49–67.
10. Schleifer A. Breach of Trust in Hostile Takeovers / A. Schleifer, L.H. Summers – Harvard University – Department of Economics. National Bureau of Economic Research (NBER). European Corporate Governance Institute (ECGI). – NBER Working Paper. – August 2007. – 242 p.
11. Vachon D. Mergers & Acquisitions / D. Vachon. – Riverhead Hardcover, 2007. – 304 p.