

Наталія ТКАЧУК

кандидат економічних наук, доцент, Хмельницький університет управління та права імені Леоніда Юзькова, Хмельницький, Україна, tkacukn2015@gmail.com, kamashik@ukr.net
ORCID ID: 0000-0003-1947-7565

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ТЕОРІЇ КОНСОЛІДАЦІЇ БАНКІВ

Вступ. Сучасний розвиток банківського бізнесу характеризується стрімким нарощенням інтеграційних процесів банківських установ. Для повноцінної характеристики процесів консолідації банків доцільно розглянути сформовані в економічній науці теорії, які прямо чи опосередковано спрямовані на дослідження інтеграційних процесів у банківському секторі й пояснюють, певною мірою, їх ефективність і результативність.

Мета – систематизувати існуючі теорії консолідації банків на основі їх типологізації, визначити їх концептуальне значення як мотиваційних факторів інтеграційних процесів у банківському секторі.

Методи. У процесі дослідження використано методи абстрактно-логічного і системного аналізу при обґрунтуванні теорій консолідації банків, методи аналітичних і логічних узагальнень при виявленні еволюційних особливостей досліджуваних теорій, а також методи індукції, дедукції, формалізації та інші.

Результати. Розкрито сутнісну характеристику теорій консолідації банків на основі поданої їх хронологічної класифікації. Обґрунтовано концептуальні підходи для пояснення інтеграційних процесів у банківському секторі: VBM-теорії, агентські теорії й теорії зумовленості рішень, що взяті за основу типологізації мотиваційних теорій консолідації банків. Наголошено, що VBM-теорії та агентські теорії консолідації базуються на раціональній поведінці менеджменту банку й частково піддаються управлінню з боку їх власників. Мотиваційні теорії зумовленості рішень базуються на твердженні, що злиття і поглинання здійснюються з незалежних для банка-покупця причин; можливості управління такими мотивами консолідації ще не виявлені на практиці. Акцентовано увагу на тому, що саме синергетична теорія передбачає найбільш універсальний інструментарій для пояснення мотивів консолідації банків.

Перспективи. Подальші наукові дослідження будуть спрямовані на поглиблення вивчення синергетичної теорії й мотиваційних теорій зумовленості рішень консолідаційних процесів у банківському секторі.

Ключові слова: консолідація банків, мотиваційні теорії консолідації, теорія синергії, агентські теорії, теорії зумовленості рішень.

Рис.: 1, бібл.: 19.

Наталья ТКАЧУК

кандидат экономических наук, доцент, Хмельницкий университет управления и права имени Леонида Юзькова, Хмельницкий, Украина

КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ТЕОРИИ КОНСОЛИДАЦИИ БАНКОВ

Введение. Современное развитие банковского бизнеса характеризуется стремительным наращиванием интеграционных действий банковских учреждений. Для полноценной характеристики процессов консолидации банков целесообразно рассмотреть сложившиеся в экономической науке теории, прямо или косвенно направленные на исследование интеграционных процессов в банковском секторе и объясняющих, в определенной степени, их эффективность и результативность.

Цель – систематизировать существующие теории консолидации банков, определить их концептуальное значение как мотивационных факторов интеграционных процессов в банковском секторе.

Методы. В процессе исследования использованы методы абстрактно-логического и системного анализа при обосновании теорий консолидации банков, методы аналитических и логических обобщений при выявлении эволюционных особенностей изучаемых теорий, а также методы диалектического анализа, сравнения, формализации и другие.

Результаты. Раскрыта сущностная характеристика теорий консолидации банков на основе представленной их хронологической классификации. Обоснованы концептуальные подходы к объяснению интеграционных процессов в банковском секторе: VBM-теории, агентские теории и теории обусловленности решений, взятых за основу типологизации мотивационных теорий консолидации банков. Подчеркнуто, что VBM-теории и агентские теории консолидации базируются на рациональном поведении менеджмента банка и частично поддаются управлению их владельцев. Мотивационные теории обусловленности решений базируются на утверждении, что слияния и поглощения осуществляются по независимым для банка-покупателя причинам; возможности управления такими мотивами консолидации еще не обнаружены в практике. Акцентировано внимание на том, что именно синергетическая теория предполагает наиболее универсальный инструментарий для объяснения мотивов консолидации банков.

Перспективы. Последующие научные исследования будут направлены на углубление изучения синергетической теории и мотивационных теорий обусловленности решений консолидационных процессов в банковском секторе.

Ключевые слова: консолидация банков, мотивационные теории консолидации, теория синергии, агентские теории, теории обусловленности решений.

Natalia TKACHUK

Ph. D. (Economics), Assoc. Prof., Khmelnytsky University of Management and Law named after Leonid Yuzkov, Khmelnytsky, Ukraine, tkacukn2015@gmail.com, kamashik@ukr.net
ORCID ID: 0000-0003-1947-7565

CONCEPTUAL THEORIES OF BANK CONSOLIDATION

Introduction. Consolidation of banks is their attempt to adapt to radical changes in the external environment. To characterize the processes of consolidation of banks and identify their

features, it is necessary to explore motivational theories that justify the goals and effectiveness of integration processes in the banking sector.

The purpose of the article is to substantiate the conceptual nature and features of motivational theories of bank consolidation for their systematization.

Methods. Methods of induction, deduction, formalization were used in the research process. Methods of abstract-logical and systematic analysis are used to substantiate theories of bank consolidation. Methods of analytical and logical generalizations are used to identify the evolutionary features of the studied theories of bank consolidation.

Results. Conceptual approaches to the explanation of integration processes in the banking sector are substantiated: VBM-theories, agency theories and theories of conditionality of decisions, which are taken as the basis for typology of motivational theories of bank consolidation. It is emphasized that the synergetic theory provides the most universal tools for explaining the motives for bank consolidation.

Perspectives. Further research will be aimed at deepening the study of synergetic theory and motivational theories of conditionality of decisions of consolidation processes in the banking sector.

Keywords: bank consolidation, motivational consolidation theories, synergy theory, agency theories, conditionality theory.

JEL Classification: G21, G34.

Постановка проблеми. Глобалізація економічного простору формує одну з головних тенденцій сучасної організації банківської діяльності – консолідацію банків. Глобалізаційні процеси сьогодні, по суті, є своєрідним каталізатором розвитку як світового, так і вітчизняного банківського сектору. Між розвитком банківської системи та рівнем її консолідації існує прямий зв'язок: з розвитком банківської системи відбуваються консолідаційні процеси – скорочується кількість банків й посилюється домінуючий вплив потужних їх представників. Тому консолідацію банків слід розглядати як спробу їхньої адаптації до радикальних змін зовнішнього середовища функціонування. Метою таких процесів у банківській системі є зміцнення конкурентних позицій банків на національному рівні та завоювання нових сфер впливу на світовому фінансовому ринку. Для повноцінної характеристики процесів консолідації банків, особливої

актуальності набуває необхідність дослідження сформованих в економічній науці мотиваційних теорій, які обґрунтовують цілі й ефективність інтеграційних процесів у банківському секторі.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Розкриттю методологічних засад інтеграційних процесів у фінансовому та банківському секторі присвячені праці багатьох зарубіжних і вітчизняних вчених, а саме: П. Гохана [1], О. Вовчак, В. Рудевської [2], Л. Примостки, І. Краснової, О. Литвиненко [3], Н. Циганова [4], К. Шульги [5], С. Рида, А. Лажу [6], М. Бредлі, А. Десаї, Е. Кіма [7] та ін. Віддаючи належне вагомій науковій та практичній значущості доробку згаданих вчених, на нашу думку, більш поглибленого вивчення потребують сформовані в економічній науці теорії консолідації, з метою їх систематизації стосовно консолідаційних процесів у банківській системі. Саме це й визначило мету та основні завдання нашого дослідження.

Метою статті є обґрунтування концептуальної природи та особливостей мотиваційних теорій консолідації банків задля їх систематизації.

Виклад основного матеріалу дослідження. Консолідація є однією з найбільш популярних стратегій зростання банків на сьогодні. Зазвичай, консолідаційним процесам притаманні два аспекти: об'єктивний і суб'єктивний. Об'єктивна характеристика відображає сутність консолідації згідно з об'єктивними законами розвитку економіки та суспільства в мінливих ринкових умовах. Суб'єктивний бік відображає намагання тих чи інших сил суспільства й держави спрямувати об'єктивно зумовлені процеси консолідації в напрямку задоволення власних інтересів. Але й об'єктивна, й суб'єктивна характеристика залежить від початкових мотивів таких процесів.

Найчастіше головним мотивом консолідації виступає прагнення банків-учасників до підвищення якості управління, зростання ефективності функціонування, мінімізації ризиків, розширення експансії на нові ринки та інше. Одним із перших досліджень мотивів злиття й поглинань вважається здійснений консалтинговою фірмою Arthur D. Little у 1978 р. огляд, в якому визначальними мотивами операцій консолідації визначались наступні [8]:

- нарощення масштабів діяльності для отримання синергетичного ефекту;
- диверсифікація бізнесу шляхом запровадження на ринки нових банківських продуктів і послуг, вихід банку на нові ринки;
- збільшення ринкової участі в операціях;
- стратегічне перегрупування під впливом змін у законодавчому полі та бізнесі;
- придбання недооцінених активів;
- податкові вигоди;
- прагнення менеджерів компаній самоствердитися за рахунок укладання великих і масштабних угод;
- стратегія виходу з бізнесу.

У зарубіжній економічній літературі можна виявити не менше десяти емпірично підтверджених мотиваційних теорій консолідації, які сформувалися більше як за столітню історію досліджень інтеграційних процесів в економіці. При цьому більшість вчених-дослідників звертають увагу на неможливість опису усіх можливих консолідаційних процесів в межах однієї мотиваційної теорії, тому що кожна з укладених угод щодо об'єднання бізнесу має бути результатом одразу кількох мотивів. Так, наприклад, дослідники А. Е. Маріясіс, В. Л. Берсенів, А. Г. Федосов розглядають мотиви інтеграційних процесів шляхом простого їх опису [9–10]. Варта уваги позиція С. І. Насирової, яка для пояснення передумов, мотивів і наслідків інтеграційних процесів пропонує послідовність з трьох груп теорій, зокрема [11]:

1. Теорії, які пояснюють об'єктивні передумови злиття і поглинання: теорія абсолютних і порівняльних переваг, теорія “непорівняної рівності”, теорія вартості.
2. Теорії, які пояснюють мотиви злиття і поглинань: максимізаційні теорії (синергетична, дисциплінарна); агентські теорії (теорія агентських витрат вільних грошових потоків); поведінкові теорії (теорія “гордині”, теорія “переможця”).
3. Теорії, що пояснюють наслідки злиття і поглинань: теорія організації ринків (теорія монополії), теорія асиметричності інформації.

Однак найбільш повно мотиваційні теорій консолідації подав у своїй класифікації Ф. Тротвайн, де вчений виокремлює сім теорій придбання компаній, які вирізняються за відповідними критеріями означення раціональних мотивів [12]:

- придбання як раціональний вибір – теорія ефективності (синергії), теорія монополії, теорія рейдерства, теорія оцінки і теорія створення імперії;

- придбання як результат бюрократичних процедур – процесна теорія;
- придбання як макроекономічний феномен – теорія економічних хвиль.

Враховуючи значну кількість мотиваційних теорій злиття і поглинання, вважаємо за доцільне виокремити три концептуальні підходи щодо пояснення інтеграційних процесів у банківському секторі: 1) VBM-теорії; 2) агентські теорії; 3) теорії зумовленості рішень. В основі такого поділу лежить мотивація менеджменту банку-покупця, який приймає рішення про здійснення злиття чи

поглинання. Розглянемо типологію мотиваційних теорій консолідації банків (рис. 1). Зауважимо, що йдеться про типологію, а не класифікацію мотиваційних теорій, оскільки саме такий поділ не є жорстким – деякі теорії можуть бути одночасно віднесені до кількох груп поділу одночасно.

Розглянемо сутність і особливості кожного із зазначених підходів більш детально. Концепція управління вартістю (Value-Based Management – VBM) є відносно новою в практиці управління фінансовими потоками та впровадження перспективних

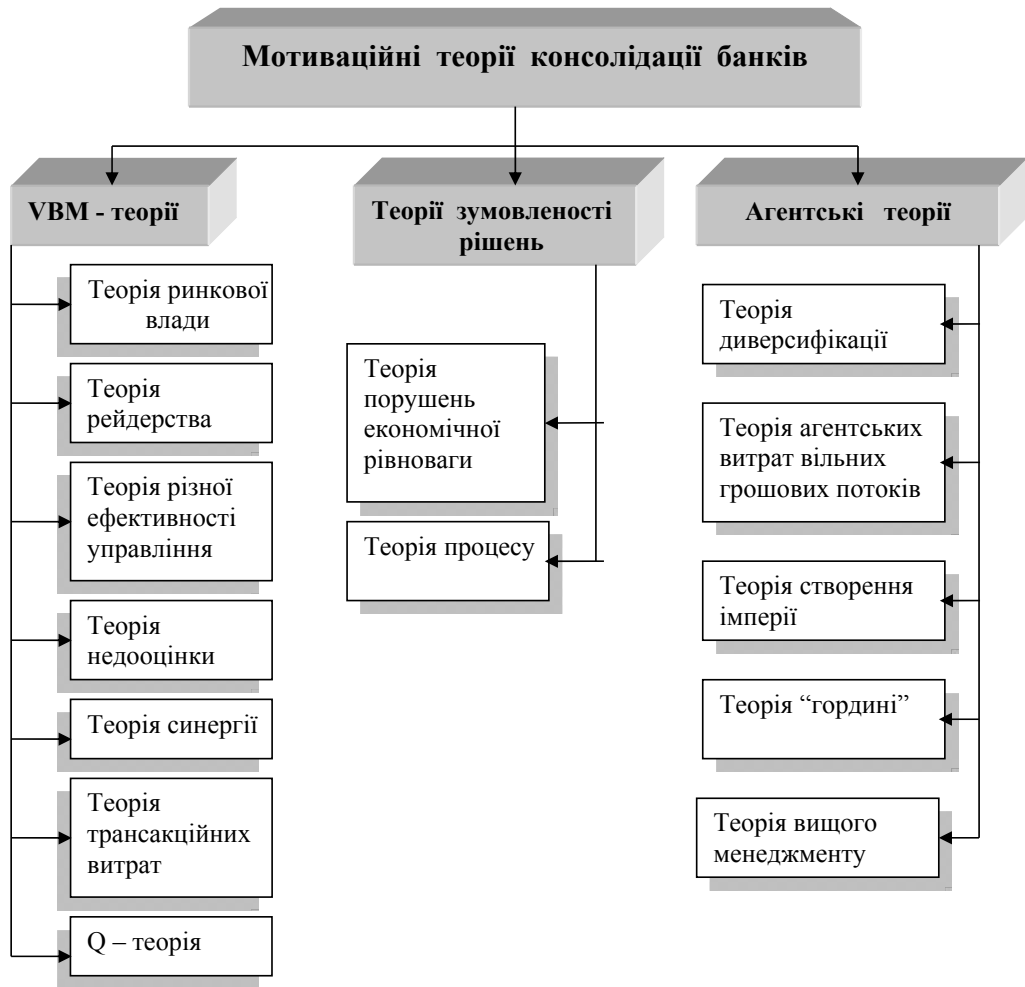


Рис. 1. Типологія мотиваційних теорій консолідації банків [13]

форм ведення банківського бізнесу. Саме вона взята за основу для побудови VBM-теорій, які базуються на тому, що менеджмент банку-покупця діє в інтересах його власників, намагаючись максимізувати їх добробут шляхом збільшення вартості об'єднаних банків щодо суми їх вартостей за умови автономного функціонування.

Незважаючи на суттєву різноманітність мотиваційних теорій цього підходу, на наш погляд, вони мають одну спільну властивість – бажання банків-ініціаторів консолідації досягти синергетичного ефекту в результаті таких операцій. Саме синергетична теорія передбачає найбільш універсальний інструментарій для пояснення мотивів банків щодо здійснення злиття чи поглинань. Будь-яка з VBM-теорій базується на тому, що рушійною силою процесу об'єднання банків є прагнення досягнути відчутного приросту вартості новоствореної банківської установи над арифметичною сумою їх вартостей за умови незалежного та відокремленого їх функціонування. Саме це й є виявленням синергетичного ефекту, досягнення якого є можливим тільки в межах об'єднання банківської структури навіть за умови різних інструментів його досягнення в межах відповідних мотиваційних теорій. При цьому синергетична теорія не виключає можливості використання жодного з цих механізмів у досягненні позитивного синергетичного ефекту: посилення ринкової влади, трансфер ефективних банківських технологій чи використання іншого інструментарію, що виникає за умови об'єднання банків і відсутній у разі відокремленого їх функціонування.

Спільною рисою агентських мотиваційних теорій консолідації банків є передбачення того, що менеджмент банку-покупця діє у власних інтересах, прагнучи максимізувати власну користь за рахунок власників банківського бізнесу. Такі протиріччя називаються конфліктом інтересів принци-

пала-агента, що є предметом дослідження теорій агентських витрат (Agency Theory). Підтримуємо повною мірою позицію Ю. Ігнатишина в тому, що теорія агентських витрат і теорія “гордині” радше пояснюють причини невідповідності планів і результатів консолідаційних процесів [14], аніж є самостійними підходами до пояснення причин злиття і поглинань банків. Таку позицію можна поширити на всі інші агентські теорії, оскільки для схвалення угоди щодо консолідації власникам банків менеджери наводять мотиви, які пояснюються VBM-теоріями, а в протилежному випадку угоди не відбудуться, оскільки це б означало, що власники банків діють не у власних інтересах. Таким чином, розуміння сутності агентських теорій дає змогу власникам враховувати конфлікт інтересів принципала-агента й намагатися перевести дії менеджменту банка в рамки VBM-теорій.

Мотиваційні теорії зумовленості рішень базуються на твердженні, що консолідація здійснюється з незалежних для банку-покупця причин. До прийняття рішення щодо укладання угоди консолідації менеджерів банку підштовхують об'єктивно існуючі фактори, які обумовлюють їхню поведінку, тому прийняття рішення про консолідацію в деяких обставинах вже є наперед передбаченим і мотивація менеджменту банку-покупця до дій в інтересах власників банківського бізнесу або у власних інтересах суттєвої ролі не відіграє.

Як видно з вищевикладеного, VBM-теорії та агентські теорії базуються на раціональній поведінці менеджменту банку, який ініціює угоду з об'єднання банків і хоч частково, тією чи іншою мірою, піддаються управлінню з боку її власників, а можливості управління мотивами, які лежать в основі теорій зумовленості рішень, поки ще не виявлені на практиці. Відтак можемо зазначити, що теорії зумовленості рішень є найменш

дослідженими, але найбільш перспективними для подальших наукових розробок типів мотиваційних теорій консолідації банків в сучасних умовах їх функціонування.

Слід також зауважити, що на сьогодні усі спроби зрозуміти мотиви, які рухають банками, що активно використовують в своїй діяльності стратегії консолідації, привели до утворення трьох основних теорій, які пояснюють спонукальну силу консолідації в економіці країни, сутність процесів об'єднань і утворення інтегрованих корпоративних структур незалежно від галузі та сфери діяльності її суб'єктів.

Незважаючи на те, що практика консолідаційних процесів вимірюється десятиліттями, теорії консолідації у формі злиття і поглинання сформувалися відносно недавно – у 80-х рр. ХХ століття. Тому сучасна економічна наука до них відносить: синергетичну теорію, теорію агентських витрат вільних потоків грошових коштів і теорію “гордини”. Розглянемо їхню сутність і особливості використання банками.

Теорія синергії вперше була сформована в роботах учених М. Бредлі, А. Десая, Е. Кіма [7] у 1983 р. і знайшла подальше відображення в дослідженнях Е. Берковича і М. Нараяна [15]. Сутність синергетичної теорії полягає в тому, що утворена в результаті консолідації нова компанія може використовувати низку переваг (синергій), які з'являються в результаті об'єднання ресурсів окремих компаній-учасниць об'єднання. Синергетична теорія базується на тому, що менеджери як компанії-покупця, так і компанії-цілі діють у найкращих інтересах своїх акціонерів, тобто всі їх зусилля спрямовані на максимізацію доходів новоутвореного об'єднання. Відтак, операція консолідації стає реальністю лише в тому випадку, коли в результаті її проведення відбудеться збільшення вартості бізнесу для акціонерів банку. Як бачимо, у цій теорії консолідації

чітко відстежується основний мотив менеджменту при здійсненні злиття чи поглинання – отримання синергетичних ефектів, які поділяють на операційні синергії та фінансові синергії. До складових операційної синергії належать:

- економія операційних витрат (ефект агломерації);
- економія на затратах на здійснення науково-дослідницьких робіт;
- ефект комбінування взаємодоповнюючих ресурсів;
- збільшення частки банку на ринку.

Отже, внаслідок консолідації у формі злиття чи поглинання на фінансовому ринку буде функціонувати як єдине ціле новий банк, який зможе використовувати конкретні переваги в результаті збільшення масштабу своєї діяльності. Однією з головних переваг консолідації визнається економія операційних витрат за рахунок скорочення адміністративних, маркетингових, трансакційних та інших операційних витрат банків. Окрім зниження операційних витрат, новостворений банк здатний досягти підвищення рівня стратегічного та фінансового управління за рахунок централізації бухгалтерського обліку, оптимізації банківського менеджменту, вдосконалення організаційної структури менеджменту й раціоналізації інформаційних систем і потоків управлінської інформації. Такий ефект агломерації можна продемонструвати формулою, яка була запропонована в середині 60-х рр. минулого століття Бостонською групою (Boston Consulting Group) [16]:

$$C_p = C_b * \left(\frac{Q_p}{Q_b} \right)^{-e},$$

де C_p – планові витрати на одиницю продукції (послуг);

C_b – базові витрати на одиницю продукції (послуг);

Q_p – сумарний плановий обсяг пропонувананих послуг;

Qb – сумарний базовий обсяг пропонованих послуг;

E – еластичність витрат на одиницю пропонованих послуг (константа).

На основі цієї формули будується крива досвіду, яка показує, що витрати на одиницю наданих послуг при отриманні доданої вартості відносно стандартної послуги, що вимірюються в постійних грошових одиницях, зменшуються на величину фіксованого відсотку для кожного подвоєного обсягу послуг [16]. При цьому варто зазначити, що ефект масштабу може нівелюватися внаслідок ускладнення управлінських процесів та збільшення помилок в управлінні новоствореним банком: чим більш буде його розмір, тим важче буде ним керувати.

Економія на витратах щодо науково-дослідних робіт може бути досягнута за рахунок використання дослідницьких центрів і відділів банку-цілі, а також його спеціалістів для розробки та впровадження нових видів банківських продуктів і послуг. Очевидно, що новостворений банк може досягти зменшення таких витрат за рахунок вже готової бази розроблених банківських продуктів, а також і за рахунок економії часу на впровадження та реалізацію нових послуг, враховуючи оптимізацію роботи працівників банку.

Прикладом виявлення ефекту комбінування взаємодоповнюючих ресурсів може бути поглинання великою компанією дрібною чи середньої компанії, що спеціалізується на виробництві продукції (наданні послуг), що доповнює продукцію (послуги) великої компанії. Тоді рішення про укладання угоди консолідації приймають в тому випадку, коли вигідніше й дешевше придбати готову компанію з налагодженим процесом виробництва (надання послуг), аніж створювати й розвивати нову. Щодо банківського бізнесу, реальним прикладом такого підходу стала низка придбань дрібних і серед-

ніх інвестиційних банків у 1980-1990-ті рр. великими універсальними фінансовими інституціями (угоди SBC – Wartburg, ING – Barings, Deutsche Bank – Morgan Grenfell і Dresdner Bank – Kleinwort Benson) [16].

До фінансової синергії в процесах консолідації банків відносять такі переваги:

- економія на податках за рахунок покращення можливостей для податкового планування, що може мати місце при злитті банку, які генерують значні потоки грошових коштів із банком, що володіє податковими пільгами, але не використовує їх повною мірою. Відтак, із врахуванням витрат, пов'язаних зі злиттям або поглинанням, для акціонерів банків можливими є прямі вигоди за рахунок оптимізації податкової бази;
- можливість придбання банку за ціною нижчою, ніж балансова вартість банку; при цьому варто зазначити, що це є можливим тоді, коли ринкова капіталізація банку виявляється нижче вартості його активів за певних причин. Як правило, придбання недооціненого ринком банку можливе лише за умови придбання бізнесу для подальшого його продажу, або з позиції економії коштів за умови розширення бізнесу (дешевше придбати вже діючий банк, аніж створювати новий);
- диверсифікація бізнесу є теж одним із головних мотивів консолідації, а також засобом зниження ризиків й стабілізації потоку грошових коштів. Але для акціонерів банку такий мотив може бути доволі сумнівним, оскільки в країнах із розвинутим ринком капіталу акціонери самостійно можуть диверсифікувати свої вкладення. Аналогічної позиції дотримуються дослідники Р. Брейлі та С. Майерс, які відносять диверсифікацію до сумнівних мотивів злиттів компаній [17].

Особливістю синергетичної теорії як спонукальної причини консолідації банків, що базується на поняттях циклічності та нелінійності, є розуміння природного розвитку суб'єктів банківської системи. Найбільш відчутно синергізм виявляється в умовах ринкової економіки, що пов'язано з характером, умовами і структурою ринку (постійними коливаннями економічного середовища). Саме в таких умовах процес створення нових функціональних структур, здатних поєднувати одночасно необхідну гнучкість і стабільність розвитку, може відбуватися природним шляхом.

Згідно з трактуваннями синергетичної теорії, менеджери обох банків можуть бути зацікавлені в здійсненні об'єднання, коли результатом цього стане збільшення доходів їхніх акціонерів, тобто головним спонукальним мотивом для прийняття рішень з боку банку-покупця є одержання синергетичних ефектів від консолідації. Ось чому основні причини консолідації банків, відповідно до положень синергетичної теорії, полягають у намаганнях досягти:

- зниження витрат за рахунок економії на масштабах;
- отримання великих кредитів за рахунок комбінування взаємодоповнювальних фінансових ресурсів;
- збільшення прибутку через диверсифікацію продуктів та універсалізацію банківської діяльності;
- диверсифікації кредитних ризиків;
- підвищення якості й ефективності управління;
- оптимізації організаційної структури і структури менеджменту.

Очевидно, що загальні передумови синергетичної теорії консолідації банків відповідають потребам раціоналізації вітчизняної банківської системи на сучасному етапі розвитку економіки. Проте принцип економії на масштабах не можна поширювати на всі

види діяльності банків, оскільки деякі банківські послуги та продукти неможливо проаналізувати з точки зору рівня витратності.

Теорія агентських витрат вільних потоків грошових коштів була сформована у 1986 р. професором Гарвардського університету М. Дженсеном, який на основі розробленої агентської теорії запропонував оригінальний підхід до пояснення злиття і поглинань компаній, який принципово відрізнявся від синергетичної теорії. Згідно з цією теорією корпоративні менеджери вважаються агентами акціонерів і такі агентські відносини часто можуть зумовлювати конфлікти інтересів, в основі яких лежить необхідність виплати грошових коштів акціонерам, наприклад, у формі дивідендів [18]. Грошові потоки компанії, що пов'язані з поверненням капіталу, виплатою дивідендів, викупом акцій та іншими діями, зменшують обсяги капіталу компанії, що, відповідно, звужує можливості менеджменту в більш гнучкому управлінні фінансовими ресурсами. Крім того, це створює певні труднощі й проблеми для менеджменту компанії, оскільки суттєво збільшується обсяг роботи з аналізу ринку ресурсів і їх залучення. Тоді як використання внутрішніх резервів за рахунок скорочення виплат акціонерам дає змогу більш ефективно здійснювати управління фінансами компанії.

В рамках агентської теорії менеджери діють не в інтересах своїх акціонерів, а керуючись власними інтересами, які далеко не завжди збігаються з інтересами акціонерів. Якщо оцінка роботи вищого менеджменту компанії більшою мірою залежить від зростання обсягу продажів, а не від показника прибутковості для акціонерів, то менеджери можуть піти на злиття і поглинання відповідно до своїх інтересів, а не з принципу збільшення добробуту акціонерів.

На думку М. Дженсена, вільний потік грошових коштів з'являється в результа-

ті надлишку фінансових ресурсів компанії після того, як вона здійснила фінансування всіх можливих проєктів, що мали позитивне значення чистої приведеної вартості в результаті проведеного дисконтування по вартості капіталу. У тих випадках, коли компанія генерує значні за обсягом вільні потоки грошових коштів, між менеджментом і акціонерами можливі конфлікти, зумовлені тим, що менеджери не мотивовані спрямовувати ці потоки грошових коштів на виплати акціонерам, а не інвестувати їх у проєкти з від'ємною теперішньою вартістю (в тому числі, й у неефективне поглинання). Крім того, можливе й неефективне ведення бізнесу. Компаніям, що мають такі проблеми, М. Дженсен рекомендує використовувати викуп за допомогою боргового фінансування (Leveraged buy-out (LBO)), що, на думку вченого, має свої переваги в посиленні мотивації менеджерів у їх організації підвищення ефективності діяльності компанії. При створенні боргового навантаження ці переваги були названі вченим "гіпотезою контролю" [18].

Менеджери тих банків, які здатні генерувати значні потоки грошових коштів, можуть здійснювати виплатити вільних коштів акціонерам у вигляді дивідендів або викуп акцій. Якщо ж цього не відбувається, то, можливо, здійснюється інвестування коштів у неефективні, з позицій чистої приведеної вартості, проєкти. Цілком очевидно, що виплати акціонерам послаблюють контроль менеджерів над майбутніми потоками грошових коштів банку. При цьому можуть бути застосовані стандартні прийоми з обіцянками менеджерів про виплату дивідендів в майбутньому з подальшою практикою знаходження причин затягування виплат або їх обмеження. В результаті цього, ринок в більшості випадків реагує на інформацію про зниження дивідендів акціонерам банку значним падінням курсу його

акцій, що й відповідає теорії агентських витрат вільних грошових коштів. Така інформація сприймається на ринку як показник зниження ефективності банку.

Крім того, відповідно до цієї теорії стверджується, що емісія боргових зобов'язань компанією (по суті – формування нею боргу) без негайного отримання доходів від цієї емісії дає змогу менеджерам гарантувати їх обіцянки перед акціонерами щодо виплати майбутніх потоків грошових коштів. Зрозуміло, що власники боргових зобов'язань такої компанії можуть вимагати погашення їм боргу раніше зазначеного строку із виплатою відсотків. Внаслідок цього за рахунок скорочення обсягів грошових коштів, підконтрольних менеджменту компанії, відбувається суттєве зменшення агентських витрат вільних потоків.

Саме в цьому й виявляється контрольний ефект боргового навантаження, що сприяє визначенню оптимальної структури капіталу для компанії, яка генерує значні фінансові потоки. Зрозуміло, що дуже важливо для компаній дотримуватися оптимального співвідношення боргу та власного капіталу. Контрольна функція боргу є важливою для вже "зрілих" компаній, які генерують значні потоки вільних грошових коштів. Ефект контролю шляхом випуску боргових зобов'язань може не бути таким ефективним для компаній, які швидко розвиваються, оскільки вони, як правило, розміщують свої вільні ресурси у великі й високорентабельні проєкти й залучають ресурси з фінансового ринку, в тому числі й за рахунок випуску боргових зобов'язань.

Отже, можемо підсумувати, що теорія агентських витрат вільних потоків грошових коштів може дати чітке пояснення жорстким поглинанням і викупам борговим фінансуванням, які на 90-100% фінансуються за рахунок емісії боргових зобов'язань, що може створювати вартість для акціо-

нерів таких компаній. Крім того, ця теорія дає можливість зрозуміти, що злиття може відображати конфлікт інтересів між менеджерами та власниками бізнесу у випадках спроби здійснення злиття без належного його економічного обґрунтування; з іншого боку, саме злиття є методом вирішення подібного конфлікту. Варто також зазначити, що підтвердженням агентської теорії є дослідження у 1991 р. 200 тендерних пропозицій у 1980–1986 рр. [16].

Теорія “гордині” (*hubris theory*) була розроблена й запропонована Р. Роллом у 1986 р. на основі вивчення ним поглядів М. Дженсена на злиття й поглинання. Проаналізувавши роботи різних авторів, Р. Ролл дійшов висновку, що операції консолідації не несуть із собою ніякої синергії, а якщо й спостерігається якийсь синергетичний ефект, то його величина є дуже перебільшеною та переоціненою. На його думку, збільшення вартості компанії-цілі поглинання повністю чи частково пояснюється простим переміщенням грошових коштів від компанії-покупця до компанії-цілі поглинання (премія злиття), а не очікуваним синергетичним ефектом від цього злиття. Вчений запропонував розглянути механізм ініціації здійснення більшості злиттів. Згаданий механізм містить три складові [19]:

1. Компанія-покупець визначає потенційну компанію-ціль.
2. Компанія-покупець здійснює оцінку акцій компанії-цілі, що в переважній більшості випадків супроводжується інсайдерською інформацією про стан компанії-цілі злиття. В ході такої оцінки компанія-покупець виявляє потенційні синергії, оцінює ефективність менеджменту тощо. При цьому головною метою такої оцінки є визначення того, наскільки компанія-ціль є недооціненою.
3. Визначена на попередньому етапі вартість компанії-цілі порівнюється з її рин-

ковою вартістю. Якщо оціночна вартість компанії-цілі є нижчою за її ринкову вартість, то злиття не відбувається, в протилежному випадку надходить пропозиція про придбання компанії й відбувається злиття. Як правило, ринкову вартість компанії необхідно коригувати на витрати, що зумовлені можливою наявністю конкурентних тендерних пропозицій, й на помилки в оцінці, що переважно пов'язані з недостатньою інформацією [19].

Як бачимо, у зазначених етапах консолідації головною є оцінка компанії-цілі. Якщо її акції котируються на фондовій біржі (обертаються на фондовому ринку), то ціна бізнесу є очевидною для учасників ринку. Ринкова вартість й буде мінімальною ціною пропозиції, оскільки акціонери компанії, знаючи інформацію ринку, не погодяться продати компанію дешевше. Відтак, якщо ринкова ціна компанії стає нижчою за запропоновану тендерну ціну, раціональність такої тендерної пропозиції зникає. Але таке передбачення є справедливим лише у випадку раціональної поведінки учасників фондового ринку. Як відомо, ринкові ціни є завжди середніми і можуть не повністю відображати поведінку окремих учасників ринку: доказів раціональної поведінки всіх учасників ринку не існує. Вважається, що ринок є раціональним не тому, що всі інвестори раціональні, а тому, що таких інвесторів є більшість, а ірраціональність меншості – згладжується ринком. Також у будь-якому бізнесі, й у банківському також, присутнім є елемент невизначеності, а в умовах невизначеності доволі часто бувають випадки прийняття нераціональних рішень щодо консолідації.

Отже, згідно з теорією “гордині”, консолідація у формі злиття – це результат індивідуального рішення менеджменту компанії-покупця. Навіть у тому випадку, коли такі операції не мають ніякого синер-

гетичного ефекту, таке рішення можуть ухвалити, оскільки менеджери вважають, що саме їхня оцінка вартості компанії-цілі є правильною, тоді як ринкова оцінка не повною мірою відображає її потенціал. Саме тому дослідник Р. Ролл і назвав свою теорію теорією “гордині”, оскільки, якщо при злитті чи поглинанні відсутня синергія, то рішення про таке злиття може бути спровоковане лише ірраціональною поведінкою банка-покупця з приводу того, що лише він може визначити ці неіснуючі синергетичні ефекти. Як бачимо, зарозумілість і зверхність менеджерів банку-покупця підштовхує їх до того, щоб вважати власні оцінки важливішими, ніж оцінки фінансового ринку. Звідси й випливає можливість укладання угод консолідації не за економічними, а за особистими мотивами банків-учасників.

Висновки. Підсумовуючи вищевикладене, зазначимо, що розглянуті нами теорії мотивації в операціях консолідації банків є найбільш поширеними. Вони вже давно сформовані, але на сьогодні в економічній літературі немає чітко визначеної однієї теорії, яка найбільш точно відображала б реальні мотиви банків щодо злиття чи поглинання. Жодній із розглянутих нами теорій не можна віддавати перевагу, тому що жодна не була реалізована в чистому вигляді. Найчастіше відбувається поєднання та переплетення синергетичної теорії й теорії “гордині” (самовпевненості), а також інші можливі варіанти поєднання зазначених теорій, залежно від ринкової ситуації, стану банку-цілі та багатьох інших факторів.

Список використаних джерел

1. Гохан П. А. *Слияния, поглощения и реструктуризация компаний*. 4-е изд. Москва : Альпина Паблишер, 2015. 744 с.
2. Вовчак О. Д., Рудевська В. І. *Консолідація у банківському секторі: теорія і досвід : монографія*. Київ : ДВНЗ “Університет банківської справи”, 2017. 222 с.
3. Примостка Л. О., Краснова І. В., Литвиненко О. К. *Вплив форм консолідації на зростання вартості банків*. Проблеми економіки. 2020. № 4(46). С. 334–341.
4. Циганова Н. В. *Консолідація банківського сектору у конкурентному середовищі : монографія*. Київ : КНЕУ, 2020. 422 с.
5. Шульга К. Д. *Основні тенденції та особливості консолідаційних процесів на міжнародному банківському ринку*. Бізнес Інформ. 2018. № 5. С. 329–333.
6. Рид С. Ф., Лажу А. Р. *Искусство слияний и поглощений*. Москва : Альпина Паблишер, 2014. 957 с.
7. Bradley M., Desai A., Kim E. *The rationale behind interfirm tender offers: information or synergy?* *Journal of Financial Economics*, 1983. № 11. P. 183–206.
8. Шура П. *Слияния и поглощения. Путеводитель по рынку профессиональных услуг*. Москва : Альпина Бизнес букс, 2004. 192 с.
9. Марьясис А. Э., Берсенев В. Л. *Основные мотивы слияний и поглощений предприятий в мировой практике*. *Журнал экономической теории*. 2008. № 3. С. 174–178.
10. Федосов А. Г. *Прогнозирование стоимости и выбор оптимального контрагента при слияниях (присоединениях)*. *Сибирская финансовая школа*. 2006. № 2. С. 23–26.
11. Насырова С. И. *Закономерности и особенности процессов слияний и поглощений в российских компаниях : монография*. Уфа : Башкирский гос. ун-т. 2012. 199 с.
12. Trautwein F. *Merger motives and merger prescriptions*. *Strategic Management Journal*. 1990. Vol. 11, № 4. P. 283–295.
13. Иванов А. Е. *Типология мотивационных теорий слияния и поглощений*. *Финансы и кредит*. 2016. № 25. С. 43–51.
14. Игнатишин Ю. В. *Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы*. СПб : Питер, 2005. 208 с.

15. Berkovitch E., Narayan M. *Motives for takeovers: an empirical investigation. Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1993. Vol. 28, № 3. P. 347–362.
16. Семенкова Е. В., Рудык Н. Б. *Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. Москва : Финансы и статистика, 2000. 456 с.*
17. Брейли М., Майерс С. *Принципы корпоративных финансов / пер. с англ. Н. Барышниковой. Москва : ЗАО "Олимп-Бизнес", 2008. 1008 с.*
18. Jensen M. C. *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. The American Economics Review*. 1986. Vol. 76, № 2. P. 323–329.
19. Roll R. *The hubris hypothesis of corporate takeovers. The Journal of Business*. 1986. Vol. 59, № 2. P.197–216.
20. Rid, S. F., Lazhu, A.R. (2014). *Iskusstvo sliyaniy i pogloshcheniy [The art of mergers and acquisitions]. Moscow: Alpina Publisher [in Russian].*
21. Bradley, M., Desai, A., Kim, E. H. (1983). *The rationale behind interfirm tender offers: information or synergy? Journal of Financial Economics*, 11, 183–206.
22. Shura, P. (2004). *Sliyaniya i pogloscheniya. Putevoditel po ryunku professionalnykh uslug [Mergers and acquisitions. Professional services market guide]. Moscow: Alpina Biznes buks [in Russian].*
23. Mariyasis, A. E., Bersenev, V. L. (2008). *Osnovnyye motivy sliyaniy i pogloscheniy predpriyatiy v mirovoy praktike [The main motives for mergers and acquisitions of enterprises in world practice]. Zhurnal ekonomicheskoy teorii – Journal of Economic Theory*, 3, 174–178 [in Russian].
24. Fedosov, A. G. (2006). *Prognozirovaniye stoimosti i vyibor optimalnogo kontragenta pri sliyaniyakh (prisoedineniyah) [Cost forecasting and selection of the optimal counterparty in mergers (acquisitions)]. Sibirskaya finansovaya shkola – Siberian Financial School*, 2, 23–26 [in Russian].
25. Nasyirova, S. I. (2012). *Zakonomernosti i osobennosti protsessov sliyaniy i pogloscheniy v rossiyskikh kompaniyah [Patterns and features of mergers and acquisitions in Russian companies]. Bashkirskiy gos. un-t – Bashkir State University. Ufa [in Russian].*
26. Trautwein F. (1990). *Merger motives and merger prescriptions. Strategic Management Journal*, 4, 283–295. (Vol. 11).
27. Ivanov, A. E. (2016). *Tipologiya motivatsionnykh teory sliyaniya i pogloscheniy. [Typology of motivational theories of mergers and acquisitions]. Finansyi i kredit – Finance and Credit*, 25, 43–51 [in Russian].
28. Ignatishin, Yu.V. (2005). *Sliyaniya i pogloscheniya: strategiya, taktika, finansyi [Mergers and acquisitions: strategy, tactics, finance]. Saint Petersburg: Piter [in Russian].*

References

1. Gohan, P. A. (2015). *Sliyaniya, pogloscheniya i restrukturizatsiya kompaniy [Mergers, acquisitions and restructuring of companies]. Moscow: Alpina Publisher [in Russian].*
2. Vovchak, O. D., Rudevskya, V. I. (2017). *Konsolidatsiia u bankivskomu sektori: teoriia i dosvid [Consolidation in the banking sector: theory and experience]. Kyiv: DVNZ "Universytet bankivskoi spravy" [in Ukrainian].*
3. Prymostka, L. O., Krasnova, I. V., Lytvynenko, O. K. (2020). *Vplyv form konsolidatsii na zrostannia vartosti bankiv [The impact of forms of consolidation on the growth of bank value]. Problemy ekonomiky – Problems of Economy*, 4(46), 334–341 [in Ukrainian].
4. Tsyhanova, N. V. (2020). *Konsolidatsiia bankivskoho sektoru u konkurentnomu seredovyshchi. Kyiv: KNEU [in Ukrainian].*
5. Shulha, K. D. (2018). *Osnovni tendentsii ta osoblyvosti konsolidatsiinykh protsesiv na mizhnarodnomu bankivskomu rynku [The main trends and features of consolidation processes in the international banking market]. Biznes Inform – Business Inform*, 5, 329–333 [in Ukrainian].

15. Berkovitch, E., Narayan, M. (1993). *Motives for takeovers: an empirical investigation. Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 3, 347–362. (Vol. 28).

16. Semenкова, E. V., Rudyik, N. B. (2000). *Ryynok korporativnogo kontrolya: sliyaniya, zhestkie pogloscheniya i vyikupy dolgovym finansirovaniem [The corporate control market: mergers, hard takeovers and debt buyouts]. Moscow: Finansyi i statistika [in Russian].*

17. Breyli, M., Mayers, S. (2008). *Printsipy korporativnyih finansov [Principles of corporate finance]. (N. Baryishnikova. Trans). Moscow: ZAO "Olimp-Biznes" [in Russian].*

18. Jensen, M. C. (1986). *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. The American Economics Review*, 2, 323–329. (Vol. 76).

19. Roll, R. (1986). *The hubris hypothesis of corporate takeovers. The Journal of Business*, 2, 197–216. (Vol. 59).

Стаття надійшла до редакції 29.08.2021.