

ВЕРТИКАЛЬНАЯ ИНТЕГРАЦИЯ: СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ВЫГОДЫ И НЕГАТИВНЫЕ ПОСЛЕДСТВИЯ

Мочалов Д.С.¹

В статье собраны и на теоретическом уровне проанализированы факторы, которые способны как положительно, так и отрицательно повлиять на эффективность деятельности вертикально интегрированных компаний. Обоснованы плюсы и минусы выбора стратегии вертикальной интеграции с систематизацией основных подходов к изучению данной проблемы. Приводится различие в эффективности деятельности интегрированных и неинтегрированных компаний, которое является ключевым моментом в рассмотрении вопроса об оптимальном пути развития крупных компаний. Центральным вопросом исследования, базовой основой которому послужила освещенная в настоящей статье теория, является эффективность существования крупных вертикально интегрированных компаний на развивающихся рынках капитала в современных условиях. Способствуют ли такие компании наилучшему развитию всей экономической системы развивающихся стран, или же они тормозят процессы перехода к рыночным отношениям во всех отраслях. Данная работа обусловлена возникшей в последнее десятилетие на развитых рынках капитала тенденцией к дроблению крупных вертикально интегрированных структур на более мелкие сегментарные организации.

Эффективность деятельности вертикально интегрированных компаний должна исследоваться как сопоставление единой корпорации и ряда самостоятельных бизнесов, которые являются частью такой корпорации. Наиболее простым способом такого анализа является сравнение совокупных издержек и выявление различного рода экономий, к чему склонялись первые исследователи данной проблематики. Более сложным уровнем анализа является учет проблемы принципал-агент, учет технологических типов экономии и рассмотрение деятельности компаний также с позиции минимизации рисков в условиях существующего законодательства, которое во многом ограничивает прямые способы сокращения затрат внутри одной корпорации. Наконец, способом, который может учесть все возможные факторы, влияющие на деятельность компаний, является анализ финансовых показателей, в том числе анализ удельных величин, дающий ответ об относительной общей эффективности деятельности компаний. При этом принимаются во внимание не только традиционные элементы синергетического эффекта, но учитываются и финансовые аспекты сделок вертикальной интеграции, способные привести к банкротству компании.

Ключевые слова: дезинтеграция, стратегия компании, транзакционные издержки, оппортунистическое поведение, эффективность деятельности компании

JEL: G34

Введение

Вертикальная интеграция практически всегда является следствием продуманной и проработанной стратегии развития компании, в рамках которой одним из способов увеличения стоимости компании является сделка слияния и поглощения. Перед компанией, руководство которой планирует расширение за счет вертикальной интеграции, встает вопрос, в каком направлении проводить интеграцию: в сторону начала производственной цепочки или же в сторону реализации продукции конечным потребителям. От данного решения во многом будет зависеть эффективность сделки и, следовательно, всей объединенной компании, так как для разных компаний интеграция производственных процессов в ту или иную сторону будет проходить с разной степенью сложности (Danese, 2013). Чем сложнее осуществить интеграцию, тем больше будут потери компании в результате такой сделки, что означает снижение эффективности деятельности компании в целом.

Кроме этого, в ряде случаев для компании, которая уже в какой-то степени является вертикально интегрированной, может стоять вопрос не только о дальнейшей интеграции, но и о

1. Магистр экономики, главный экономист отдела экономического развития ООО «Газ-Ойл».

дезинтеграции как о наиболее эффективном пути развития. Так, в последнее десятилетие в разных странах наметилась тенденция дробления крупных компаний, как частных, так и государственных, с выделением стадий производственного процесса в самостоятельные организации. Такая тенденция приветствуется государствами, так как дезинтеграция должна способствовать возникновению конкуренции в отраслях, которые традиционно считались монополизированными. При этом в настоящее время наиболее эффективной признана схема, при которой в конкуренцию друг с другом вступают производители, улучшая производственный процесс, снижая стоимость и повышая качество продукта (Zhang, 2013). Собственником инфраструктуры должна оставаться одна специализированная компания, которая будет обслуживать производителей по единым тарифам. На уровне инфраструктуры конкуренция невыгодна и эффективность конкурирующих компаний будет невысока, можно даже предположить, что такие компании будут убыточными за счет значительной суммы капитальных затрат, которые необходимы для создания и поддержания инфраструктуры. Конечное звено доставки товара до потребителя, то есть дистрибьюторы, играют не столь большую роль в ценообразовании и создании качественной продукции, поэтому данные компании могут быть как монополиями (или локальными монополиями), так и конкурировать между собой (Perez, 2007).

У компаний, которые идут по пути развития с использованием механизма вертикальной интеграции, существует некоторое разнообразие вариантов для принятия стратегического решения. В силу определенных факторов компания вообще может отказаться от вертикальной интеграции, если посчитает ее процесс слишком затратным, а полученный эффект – чересчур незначительным.

Один из ключевых моментов, которые влияют на эффективность деятельности вертикально интегрированных компаний, – это принятие решения об интеграции. Речь идет о стремлении компаний управлять и снижать свои риски, увеличивая тем самым свою стоимость, обретая стабильность и в конечном итоге повышая прибыльность. Именно желание минимизировать риски взаимодействия с контрагентами является одной из главнейших целей вертикальной интеграции, причем за возможность контроля над цепочками поставок и одновременно за возможность сокращения обозначенных рисков компания готова платить значительными издержками, связанными непосредственно с самим процессом интеграции. Предполагается, что в будущем совокупный эффект от объединения и снижение расходов позволят с лихвой окупить затраты на саму сделку.

Теоретические основы выбора стратегии развития компании в зависимости от степени вертикальной интеграции

Следует выделить три основных направления в работах исследователей, изучающих вертикальную интеграцию. Данные подходы позволяют совершенно по-разному взглянуть как на сам процесс интеграции компаний, так и на их деятельность, повышение эффективности которой может служить одним из мощнейших стимулов к интеграции. В рамках одного подхода принято оперировать понятием затрат и их сокращением, например, за счет эффекта масштаба (Whinston, 2001). При таком подходе эффективность вертикальной интеграции будет измеряться, во-первых, снижением производственных затрат, а во-вторых, затратами на саму вертикальную интеграцию. Снижение производственных затрат возможно прежде всего за счет оптимизации процесса, внедрения ноу-хау, которые были получены при приобретении компании, за счет уменьшения совокупных административных затрат двух компаний благодаря ликвидации дублируемых позиций. Сокращение затрат внутри вертикально интегрированной компании за счет получения более дешевых сырьевых ресурсов от нижестоящей в цепочке компании невозможно, так как это противоречит законодательству и может привести к серьезным проблемам для компании. Так, наиболее громким уголовным делом по данному вопросу в последнее время стало дело ОАО «Оборонсервиса», продававшего активы аффилированным компаниям по заниженным ценам.

Другой подход предполагает более комплексное рассмотрение вопроса возникновения экономики в компании в зависимости от степени ее вертикальной интеграции. В данный подход

включено рассмотрение минимизации издержек для вертикально интегрированной компании, а также вводятся другие типы экономии, именуемые технологическими (Cloodt, Hagedoorn, Kranenburg, 2006). К данному типу относятся все изменения, связанные с родственностью процессов двух интегрируемых блоков производственной цепочки, причем они могут быть как положительными, так и отрицательными. В первую очередь к таким экономиям относится возможность координации производственных процессов, когда тщательное планирование в рамках интегрированной компании позволяет высвободить значительные денежные средства за счет оборотного капитала компании, то есть запасов на складах, что значительно повышает эффективность деятельности фирмы и ее показатели. Координация действий позволяет компании быстрее отвечать на изменение общей ситуации в экономике, реагировать на неблагоприятную (или же благоприятную) обстановку путем регулирования выпуска продукции, служащей сырьем для звена в производственной цепи, которое является максимально близким к конечному покупателю для конкретной интегрированной компании. Также к технологическим экономиям можно отнести географический фактор, который может быть особенно важен в отраслях, где требуется многоступенчатая обработка большого количества сырья, как, например, в нефтяной или металлургической промышленности. Причем если в нефтяной промышленности при переработке образуется сравнительно мало неиспользуемый отходов, то в металлургии количество пустой породы может достигать весьма значительных объемов, поэтому ради экономии на транспортировке заводы строятся рядом с месторождениями, как Магнитогорский металлургический комбинат, и в таком случае возникают все условия для создания вертикально интегрированной компании. В чем-то похожая ситуация складывается и в электрогенерирующей отрасли, когда в случае нахождения генерирующих мощностей недалеко от основных потребителей генерирующие, передающие и реализующие энергию компании могут оказаться интегрированными (так при создании Липецкой особой экономической зоны компания-владелец ГТЭС владеет и распределительными электро- и тепло-сетями до всех предприятий зоны).

Наконец, третий подход включает в себя результаты двух других подходов и основан на основных финансово-экономических показателях деятельности компании после совершения сделки вертикальной интеграции по сравнению с ситуацией до сделки или по сравнению с ситуацией, в которой сделка бы не состоялась (Acemoglu, Aghion, Griffith, Zilibotti, 2010). Данный подход существенно отличается от двух других тем, что в его рамках исследуется конечный результат деятельности компании, тогда как в двух других подходах к рассмотрению данного вопроса изучаются промежуточные этапы, такие как сокращение затрат, которое затем отразится на итоговых показателях. Такой подход позволяет больше внимания уделять не конкретным причинам изменения эффективности деятельности компаний, как, например, сокращение расходов на закупку сырья вследствие оптимизации схем его поставок после приобретения поставщика, а общей картине перемен в компании после сделки, что и является главным результатом интеграции. То, как поведет себя компания после сделки, может не зависеть напрямую от отдельных элементов и средств, с помощью которых планируется достижение эффективности. Так, могут возникнуть проблемы самого различного характера. Например, существенный рост налоговой нагрузки для объединенной компании и проблемы финансирования деятельности, в том числе обеспечение кредитов приобретенной компании. Кроме этого, существенное ухудшение результатов работы сотрудников приобретаемой компании в силу неопределенности, снижение мотивации, просто человеческий фактор, а также замена компетентного персонала компании, знакомого с внутренними процессами, на новых сотрудников или сотрудников компании-покупателя, которым необходимо время на ознакомление с бизнес-процессами приобретенной компании. Учесть все описываемые факторы отдельно при изучении эффективности вертикальной интеграции не представляется возможным, тогда как анализ общих результатов компании позволяет отобразить всю картину происходящего.

Сделки вертикальной интеграции являются очень сложным, комплексным мероприятием, что ставит перед компаниями серьезный выбор при рассмотрении возможности стратегии развития в данной области. Рассматривая все возможные пути развития компании и потен-

циальные выгоды от их выбора, необходимо также учитывать максимально возможное число рисков и негативные последствия, к которым может привести вертикальная интеграция или дезинтеграция. На разных стадиях вертикальной интегрированности компании возможные потери будут различаться как по своему характеру, так и по размеру. Например, для сырьевой компании, приобретающей свой первый перерабатывающий актив, затраты и риски будут существенно отличаться от возможных затрат компании, уже обладающей степенью вертикальной интеграции и решившей приобрести или расширить собственную сеть реализации продукции.

Проблема стратегического выбора пути дальнейшего развития компании применительно к вертикальной интеграции связана прежде всего с оценкой превышения доходов от такого решения над затратами на его осуществление или, что то же самое, с оценкой направления изменения стоимости компании. Будет ли она расти или падать в связи с осуществлением сделки вертикальной интеграции? При рассмотрении изменения стоимости компании следует отделять прирост за счет приобретения новых активов, размер которых может быть весьма значителен, от собственно изменения стоимости вследствие оценки перспектив роста и будущих потоков, как основы приращения стоимости.

Ключевые моменты для принятия управленческого решения, а именно стратегические выгоды и затраты от проведения политики вертикальной интеграции / дезинтеграции, рассмотрим более подробно.

Стратегические выгоды вертикальной интеграции

Стратегические выгоды и негативные последствия (или, по-другому, затраты) вертикальной интеграцией являются основным фактором оценки предполагаемой стратегии развития компании, точно так же, как в инвестиционном проекте планируемая отдача сравнивается с капиталовложениями. Разница заключается лишь в том, что негативные последствия могут проявляться в течение длительного периода после совершения сделки. Данный аспект, а также дороговизна сделок вертикальной интеграции заставляют менеджмент компании особенно тщательно взвешивать все плюсы и минусы при выборе вертикальной интеграции в качестве стратегии развития компании.

В научной литературе встречается несколько различных способов описания выгод и потерь от вертикальной интеграции в зависимости от того, в какой плоскости тот или иной автор рассматривает описываемые процессы. Описание может строиться только на теоретических основах, например, в терминах экономии на масштабе и извлечения монополистом большей части прибыли по сравнению с совершенной конкуренцией, а также в терминах проблемы агентских издержек и оппортунистического поведения (Chatterjee, 1991). Другие авторы подходят к данному вопросу с более практичной точки зрения, говоря о том, что вертикальная интеграция позволяет налаживать более дешевые и оперативные цепочки поставок, что увеличивает эффективность работы предприятий, позволяет компании выйти на новые рынки, приобрести активы. При этом возникают проблемы возможной недостаточности компетентности в новой отрасли или сегменте отрасли, в который входит компания-покупатель и в котором находится приобретаемая компания, а также проблемы кадров (Hortacsu, Syverson, 2007). Еще одним очень важным аспектом является наличие средств для совершения сделки вертикальной интеграции, зачастую обеспечиваемых за счет привлечения кредитов, которые необходимо обслуживать. Для компании долговая нагрузка может стать непомерно высокой, что может привести к самым тяжелым последствиям в случае непродуманных действий вплоть до банкротства компании.

Некоторые авторы рассматривают не только эффективность компаний, но и общественное благосостояние в терминах создания конкуренции там, где ее целесообразно создавать на месте естественных монополий (Kwoka, 2002). При таком подходе возникают новые выгоды и недостатки, которые могли быть упущены при использовании предыдущих подходов, рассматривающих сделки вертикальной интеграции с позиции фирмы и максимизации ее стоимости.

Выгоды и негативные последствия вертикальной интеграции могут рассматриваться многими способами и возникать на самых разных уровнях рассмотрения проблемы, что свидетельствует о том, насколько комплексной и сложной проблемой является вертикальная интеграция.

Рассмотрим разные точки зрения на выгоды и затраты вертикальной интеграции. Сначала остановимся на выгодах от действий компаний в области вертикальной интеграции (следует рассматривать вопрос именно таким образом, так как к вертикальной интеграции относится не только непосредственно процесс слияния компаний, но и процесс выделения самостоятельных «нишевых» компаний из вертикально интегрированной структуры, если такое выделение несет выгоды). Выгоды в результате процессов вертикальной интеграции могут возникать как для компаний (именно такие выгоды рассматриваются большинством исследователей), так и для общества, что может сыграть значительную роль в ситуации, когда деятельность компании крайне важна для общества и оптимизация ее деятельности сулит значительный выигрыш для всех сторон. Примером таких компаний являются энергетические компании, вырабатывающие, доставляющие и реализующие энергетические носители (электричество, газ, тепло). В таком случае выгода для общества от эффективной деятельности электросбытовых и генерирующих компаний очевидна: чем выше эффективность и ниже затраты, тем ниже тарифы на энергию (Kwoka, 2002).

В ситуациях, когда общественное благосостояние имеет большое значение, государство может активно вмешиваться в политику компаний по их развитию. Одним из таких примеров в нашей стране может служить реорганизация РАО ЕЭС, которая была проведена для создания конкуренции и с целью снижения общего уровня тарифов для населения, а также снижения монопольной власти компании. Влияние антимонопольной политики государства на развитие компаний является одним из интереснейших вопросов, накладывающих определенные ограничения на выбор компаниями стратегии своего развития.

Выгода обществу от дезинтеграции естественных монополий очевидна, но выгодно ли это компаниям? Ответ на данный вопрос не столь однозначный, как может показаться. С одной стороны, если дезинтеграция происходит не по собственной воле компании, а в связи с директивным указанием государства пойти на такой шаг, результаты могут оказаться негативными. Во-первых, это связано с тем, что инициатива дезинтеграции родилась не в компании. А значит, отсутствует детальная проработка такого шага и, как правило, эффективными вновь образованные компании их руководство будет пытаться сделать уже после разделения, а не действуя в соответствии с заранее проработанным планом, который включает тщательно продуманное разделение активов, проработанный механизм взаимодействия вновь образовавшихся компаний, выверенную систему ценообразования и другое. Когда происходит разделение компаний, неизменно нарушаются наработанные связи, часть производственных процессов приходится выстраивать заново, в конце концов, приходится частично нанимать новый персонал для закрытия всех позиций. Подобная ситуация будет происходить, даже если производится отделение компании, которая до этого являлась дочерней в структуре вертикально интегрированной компании, что означает не только подконтрольность материнской компании, но и распределение финансовых потоков в ее пользу, а также, в случае необходимости, помощь материнской компании. При дезинтеграции все перечисленные процессы исчезают либо меняются.

Перечисленные проблемы дезинтеграции, хотя и выглядят весомо, не являются основными с точки зрения теории. Все перечисленные расходы можно минимизировать как в процессе разделения компаний, так и до него путем тщательного планирования. Гораздо важнее для компании то, что она лишается части своих активов, а также снижается ее рыночная монопольная власть и способность влиять на цены, что неизменно приведет к падению прибыли компании, которую подвергли разделению.

Однако при всех описанных минусах дезинтеграция компаний может принести весомую выгоду. У вертикально интегрированной компании, которая является монополистом на рынке

или обладает серьезной рыночной властью (в ситуации олигополии), снижаются стимулы к эффективному развитию компании, снижению издержек, совершенствованию технологий, выстраиванию оптимальных бизнес-процессов и так далее (Асвад, 2001). Это становится возможным благодаря тому, что такая компания устанавливает барьеры вхождения на рынок конкурентов, укрепляя свои позиции в отрасли. Однако если компания ставит перед собой цель развиваться и наращивать свою стоимость, она должна задуматься, не результативнее ли стать менее вертикально интегрированной, сосредоточившись на наиболее эффективной части бизнеса и позволив создать конкуренцию в других частях отрасли.

При этом те части бизнеса, от которых вертикально интегрированная компания отказалась, вероятнее всего, тоже будут развиваться эффективнее, чем до дезинтеграции. Суть этого явления заключается в том, что, будучи вертикально интегрированной, компания все равно наибольшие усилия прилагает к развитию наиболее эффективного и прибыльного сегмента, затрачивая сравнительно меньше сил на развитие других сегментов.

Ярким примером являются нефтяные компании, для которых основным сегментом бизнеса всегда являлась добыча, за которой следовала переработка нефтепродуктов. Создание собственной сети заправок и розничная реализация продукции является для нефтяных компаний наименее рентабельным бизнесом, в развитие которого, тем не менее, приходится вкладывать значительные средства. Неслучайно в настоящее время многие мировые нефтяные компании демонстрируют тенденцию к продаже розничного бизнеса.

Одной из наиболее часто используемых схем является франшиза, при которой приобретающая заправку компания или индивидуальный предприниматель не только работают под брендом компании и закупают ее топливо (такое условие почти всегда прописано в соглашениях), но и выполняют целый ряд других условий, в том числе регулируют цены и даже в некоторых случаях отчитываются компании о результатах реализации продукции. Подобное устройство бизнеса позволяет компании одновременно сохранить контроль над розничной реализацией продукции, в том числе в части установления цены, что является ключевым преимуществом, а также обеспечивает себе возможность сбыта произведенной продукции. При этом компания избавляется от низкорентабельного бизнеса, от активов и расходов на их содержание, чем повышает свои показатели эффективности. Подобного рода схема в чем-то похожа на холдинг, что позволяет всей системе в целом действовать более результативно, так как новые владельцы заправок прикладывают все усилия к сокращению своих затрат.

Только что были подробно описаны выгоды от дезинтеграции, но под вертикальной интеграцией, как правило, рассматривают все же слияние компаний, поэтому далее рассмотрим все выгоды именно от увеличения степени вертикальной интеграции компании.

Одной из причин вертикальной интеграции является попытка достижения технологической эффективности, то есть возможность производить тот же объем продукции при меньшем потреблении ресурсов (Аросена, 2008). Такое возможно не во всех отраслях, однако наличие данной возможности может служить хорошим стимулом для вертикальной интеграции. Подобный эффект возможен не на всех стадиях производства, он может наблюдаться только на стадиях добычи-переработки или первичной переработки-производства готовой продукции.

Примером подобной экономии может служить металлургическая отрасль, где объединение выплавки металла с производством прокатной стали способно значительно сократить расходы энергии за счет отсутствия необходимости повторного разогрева стали перед ее прокатом. Учитывая стоимость энергии и ее объемы, которые необходимо затратить для подобного производства, экономия может оказаться весьма существенной. Обязательным условием такой экономии является технологическая совместимость процессов, из-за чего явление и называется в литературе «технологической эффективностью». Именно из-за необходимого условия совместимости технологий с последующей экономией данный эффект будет отсутствовать при интеграции с сегментом реализации конечной продукции.

Другим и одним из наиболее важных преимуществ вертикально интегрированной компании является обладание рыночной властью, которая дает возможность не только устанавливать

цены на конечную продукцию (это не всегда возможно), но и позволяет минимизировать риски неполной закупки произведенной продукции (Isaksen, Dreyer, 2000). Такой шаг становится очевидным и необходимым в ситуации, когда в отрасли один или несколько производителей, но реализацией продукции конечным покупателям занимается множество фирм и данный сегмент рынка становится приближенным к конкурентному. В такой ситуации производитель неспособен в полной мере реализовать свой потенциал монополиста и несет потери в виде недополученной прибыли. Это связано с тем, что участники сбытового сегмента стараются искать наиболее дешевых поставщиков, чем, во-первых, частично снижают барьеры входа в отрасль, а во-вторых, могут выбирать товары-субституты или же заключать контракты с иностранными производителями. Однако стоит сделать оговорку, что подобное развитие событий возможно только в отрасли с изменяющимся объемом выпускаемой продукции. С точки зрения теории при фиксированном уровне выпуска спрос на товар будет также зафиксирован и система уже окажется в субоптимальном положении, когда никакого стимула для интеграции не будет. При этом в случае U-образной кривой средних издержек отсутствие интеграции и установление монополистических цен может привести к избыточному количеству фирм на рынке, что, опять же, само по себе ведет либо к прекращению их существования, либо к интеграции (Barrera-Rey, 1995).

Усиление монопольной власти компании может происходить и по более сложной схеме: в случае реализации производителем своей продукции покупателям из разных отраслей, в одной из которых спрос является эластичным, а в другой неэластичным. В такой ситуации производитель имеет все возможности для осуществления ценовой дискриминации в случае осуществления вертикальной интеграции. При этом даже не обязательно осуществлять интеграцию «вперед» в обеих отраслях, чтобы иметь рычаги давления на обоих рынках. Для осуществления дискриминации достаточно произвести интеграцию «вперед» только в отрасли с эластичным спросом. После этого рост цены на рынке с неэластичным спросом на сырье будет достигаться за счет наращивания объемов производства на рынке с эластичным спросом, что приведет к повышению спроса на сырье, а также за счет заключения контрактов на поставку сырья с производителями на рынке с неэластичным спросом. Таким образом, компания добивается изъятия в свою пользу максимального объема средств с рынка и увеличивает свою прибыль. Зеркальная ситуация возможна, когда фирма-продавец или производитель конечной продукции производят вертикальную интеграцию «назад», то есть приобретают производителя сырья для снижения цены его закупки в целом по рынку. Однако данный сценарий реализовать труднее, чем приобретение монополистом покупателя своей продукции (Pieri, Zaninotto, 2013).

Одной из возможных целей вертикальной интеграции может являться создание искусственных барьеров для входа в отрасль. По сути, конечный эффект для компании при реализации такой задачи будет схож с результатом описанных выше ситуаций, то есть будет происходить укрепление монопольного положения компании, что способно повысить эффективность ее деятельности за счет увеличения прибыли. Однако рассматривая подобные выгоды вертикальной интеграции с точки зрения экономической теории и способности монополиста / монополиста диктовать свои условия, не стоит забывать о том, что такой сценарий развития событий вряд ли осуществим в силу того, что во всех странах с развитыми или развивающимися рынками капитала действует антимонопольное законодательство, которое существенно ограничивает или даже делает невозможными сделки подобной направленности. Работа антимонопольной службы направлена на сохранение конкуренции и недопущение ценовой дискриминации, поэтому любые крупные сделки должны проходить специальное одобрение, что делает практически невозможным действия компаний, которые приводили бы к ограничению конкуренции. Например, ФАС запретил ОАО «Газпромбанк» приобрести 50,9% акций МОЭСК из-за аффилированности с ОАО «Газпром», владеющим ОАО «Мосэнерго», ТГК-1 и другими генерирующими компаниями, так как сделка создавала предпосылки для создания монопольных условий на рынке энергии в Московском регионе.

Единственно возможные сделки вертикальной интеграции, которые могут привести к ограничению конкуренции на рынке, в настоящее время в большинстве стран возможны только

в ситуации с естественными монополиями, которые и без того доминируют на рынке или занимают его полностью, а значит, приобретение очередной компании ничего не изменит. Поэтому в случае естественных монополий чаще всего речь идет об уже полностью вертикально интегрированной в своей области компании, для которых покупка новой компании станет скорее не дальнейшим построением вертикальной интегрированности, а просто поглощением компании, в сегменте деятельности которой компания уже работает.

Однако и здесь можно найти свои исключения. Из отечественных компаний в начале 2000-х годов вертикальную интеграцию совершила такая крупная компания, как ОАО «Газпром». Это может показаться довольно странным, так как еще со времен СССР данная компания объединяла все газовое хозяйство страны, начиная от добычи газа и его транспортировки, до частичной переработки и утилизации, реализации конечным потребителям внутри страны и на экспорт. Однако «Газпром» стал выкупать объекты энергообеспечения крупных городов. Так, например, в Москве все крупнейшие ТЭЦ на данный момент находятся в собственности ОАО «Газпром». Являясь единственным поставщиком газа, компания фактически стала монополистом на рынке производства тепла в таком крупнейшем мегаполисе, как Москва. Такой шаг был продиктован тем, что в столице практически не осталось тепловых мощностей, не переведенных на газ. Используя собственное сырье, компания производит тепло, которое является более маржинальным продуктом, чем сам природный газ, даже несмотря на то, что на оба продукта цены как для населения, так и для юридических лиц устанавливает Федеральная служба по тарифам. Заняв данную нишу, компания вытеснила с рынка других игроков, что позволило ей укрепить свои позиции в целом, а также повысить эффективность собственной деятельности за счет того, что она заняла новый сегмент рынка путем вертикальной интеграции «вниз».

Другим примером естественной монополии является РЖД, из состава которой неоднократно хотели выделить ряд дочерних компаний, каждая из них отвечала бы за свой сегмент перевозок. Стоит отметить, что РЖД уже продолжительное время не является монополистом в области грузовых перевозок, однако вся инфраструктура по-прежнему принадлежит естественной монополии и за ее использование с независимых перевозчиков взимается плата. Данный пример скорее похож на пример с РАО ЕЭС, так как в отношении этой компании также взят курс на попытку ее дезинтеграции. В настоящих условиях ни для РЖД, ни для ЕЭС России усиление степени вертикальной интеграции невозможно не потому, что данные компании не видят для себя подобную стратегию развития, а потому, что их возможности законодательно ограничены. Таким образом, хотя в теории вертикальная интеграция может использоваться компаниями для ценовой дискриминации и усиления своего влияния на рынке, на практике подобные ситуации вряд ли осуществимы. Даже в рассмотренной ситуации с приобретением ОАО «Газпром» генерирующих тепло мощностей, речь не идет о бесконтрольной власти компании на рынке, так как тарификация устанавливается государством.

Именно в силу наличия ограничений со стороны государства для создания монополий аргументы об усилении монопольной власти путем вертикальной интеграции могут показаться странными. Бизнесмены чаще склонны выделять среди основных преимуществ вертикальной интеграции хеджирование рисков приобретения сырья и сбыта продукции при интеграции «вверх» и «вниз» соответственно. Однако с точки зрения теории подобное хеджирование не защищает компанию от шоков в экономике, которые одинаково влияют на все сферы. Напротив, при создании искусственно выстроенной системы от добычи сырья до реализации продукции конечным потребителям, которая оторвана от рынка, будет теряться часть информации о рынке, что неизменно приводит к снижению эффективности деятельности компании.

Более приближенным к реальности выглядит такое преимущество вертикальной интеграции, как возможность сделать более предсказуемыми цены на сырье для производителя, который планирует вертикальную интеграцию «назад» за счет сглаживания ценовых колебаний аффилированным продавцом. Также реалистично выглядит использование вертикальной интеграции как способа решения агентской проблемы при наличии вложений (доли) в другую компанию той же отрасли, которая может быть приобретена в рамках сделки слияния компаний.

Одним из ключевых преимуществ прогнозируемости цен на сырье даже на короткий период времени является возможность более точно планировать свою инвестиционную программу, выбирая наиболее прибыльные проекты исходя из доступных средств для их осуществления. Решение агентской проблемы с помощью вертикальной интеграции основано на том факте, что при приобретении компании становится доступна скрытая ранее информация, соответственно, у менеджеров остается меньше свободы для действий (Garcia, Moreaux, Reynaud, 2007). С другой стороны, весьма вероятно лишь частичное решение агентской проблемы, так как для осуществления коммуникации с уже приобретенной компанией все равно необходимо привлекать команду менеджеров, которые на протяжении некоторого времени будут иметь относительно большую свободу действий и возможности принятия решений. Так как в переходный период при слиянии компаний и интеграции новых подразделений в структуру головной компании механизм взаимодействия и делегации полномочий будет еще не налажен.

И, наконец, наиболее явной выгодой вертикальной интеграции, о которой пишет большинство авторов, является снижение издержек. В основном под снижением издержек в случае вертикальной интеграции понимают снижение транзакционных издержек, главным образом за счет отсутствия необходимости договариваться с поставщиками или покупателями (в зависимости от того, в каком направлении проведена вертикальная интеграция) об условиях контрактов (Adelman, 1955; Bhuyan, 2002). В условиях необходимости стабильной работы и подписания долгосрочных контрактов на согласование всех деталей может быть затрачено значительное количество ресурсов и времени, при этом контракт точно не окажется более выгодным, чем производственный процесс в рамках одного предприятия. Фактически при вертикальной интеграции в самом идеальном варианте исчезают все посреднические стадии производственного процесса. Иными словами, совершающая вертикальную интеграцию компания уходит от рынка и выстраивает внутреннюю, в какой-то степени автономную систему производственной деятельности. Также экономия на издержках может возникать в случаях инвестирования в специфические активы, которые есть только у конкретной компании и для эффективного использования которых нужны особые условия. Так, ВСМПО-АВИСМА обладает уникальным оборудованием для штамповки титановых изделий, аналогов которого существует немного во всем мире, что позволило в свое время создать выгодные структуры из ВСМПО и Березниковского титано-магниевого комбината, который занимается добычей соответствующей руды и выплавкой заготовок.

Какими бы конкретно ни были выгоды компании от вертикальной интеграции, все они сводятся в конечном итоге к увеличению прибыли компании, а значит, и эффективности ее деятельности. Однако у вертикальной интеграции есть и ряд затрат и недостатков.

Негативные последствия вертикальной интеграции

Едва ли не главными издержками вертикальной интеграции, с которыми сталкиваются абсолютно все компании и которых невозможно избежать, являются издержки организации. Данные затраты возникают на самых ранних этапах подготовки сделки и перестают возникать только после полной отладки всех процессов взаимодействия с приобретенной компанией, после полного завершения интеграции. Сама подготовка сделки может занять несколько лет, по итогам которых будет проработана вся схема интеграции, выбраны партнеры – финансовые организации, которые обеспечат финансирование сделки (практически во всех ситуациях собственных средств компании может быть недостаточно для осуществления всех выплат или же компания не считает возможным извлекать их из оборота), составлена дорожная карта, проведены переговоры. Подобные затраты могут составить значительную величину, которая может составлять до 5–10% от стоимости самой сделки, невозмещенных в случае отказа от интеграции на каком-либо из подготовительных этапов.

Далее, уже после сделки, в приобретенной компании необходимо сформировать команду менеджмента, которая будет грамотно управлять предприятием, что особенно важно в переходный период, когда целый ряд бизнес-процессов подвергается перестройке и грамотные действия руководства выходят на первый план. Соответственно, чем более сложным является

сегмент рынка, на который компания пытается войти за счет вертикальной интеграции, тем большая ответственность ложится на менеджмент и тем больше вероятность принятия неверных решений, которые могут оборачиваться потерями для компании. Кроме того, хорошая команда управленцев достаточно дорого стоит – с учетом всех бонусов, которые обязательно включаются в их вознаграждение. Таким образом, уже сама организация сделки требует больших затрат, что для некоторых компаний может значительно снизить всю эффективность от интеграции (Peyrefitte, Golden, Brice Jr, 2002).

Весьма схожей с проблемой организации сделки является проблема координации работы структур новой компании, передача и применение всех знаний и технологий, приобретенных вместе с поглощенной компанией. Чем большей спецификой обладает отрасль, в которой работает компания, и чем более сложный и обширный процесс совместной работы, совместного производства, тем больше времени, усилий и затрат требуется для адаптации технологий и правильного применения полученных знаний. Усугубляет ситуацию то, что когда компания входит в новый сегмент отрасли, у нее нет или очень мало специалистов, хорошо в этом сегменте разбирающихся. Поэтому порой приходится частично рассчитывать на прежний руководящий состав компании. Однако в этом случае возникает риск возникновения агентской проблемы, которую, как было написано выше, вертикальная интеграция может решить не до конца. Прежние работники компании должны быть заинтересованы в сохранении рабочих мест, но их видение бизнеса и ситуации может отличаться от взглядов руководства компании, осуществившей сделку, что будет приводить к оппортунистическому поведению, несущему затраты (Rothaermel, Hitt, Jobe, 2006).

Одной из особенностей сделок вертикальной интеграции является высокая вероятность привлечения заемных средств для осуществления сделки. Так как стоимость приобретаемой компании может быть весьма существенной (в некоторых случаях даже больше стоимости компании-покупателя), то и затраты на обслуживание такого долга перед банками являются весьма существенными. Известны случаи, когда компания не получала ожидаемого эффекта от интеграции и не могла в дальнейшем обслужить долг, взятый для осуществления сделки, что вело к банкротству компании. Даже если компания в состоянии обслуживать долг, то ее долговая нагрузка может возрасти настолько, что это может вызвать другие трудности. Например, повышение процентных ставок или отказ в выдаче других, даже не столь крупных займов. Такая участь постигла в 2001 г. производителя бытовой техники Sunbeam corporation, который был вынужден подать заявления о банкротстве, имея огромные активы в результате сделок поглощения, но не выдержавшей бремени долга. Таким образом, при планировании сделки необходимо самым тщательным образом проработать вопрос ее финансирования и последующего погашения долгов. Кроме того, рост долговой нагрузки сказывается на показателях эффективности компании, так как выплаты процентов снижают прибыль компании. Поскольку при исследовании эффективности вертикальной интеграции чистая прибыль и показатели рентабельности являются ключевыми факторами, то влияние долговой нагрузки может исказить эффективность вертикальной интеграции как таковой на величину затрат на обслуживание долга. При том что сделку следует рассматривать именно целиком, со всеми затратами на ее осуществление, в научной литературе о не так часто встречается упоминание именно такого рода затрат.

Заключение

Таким образом, вертикальная интеграция является сложным процессом с комбинацией выгод и недостатков, которые для каждого отдельного случая могут быть уникальными. Несмотря на то что в целом все перечисленные выгоды и затраты будут иметь место в сделках вертикальной интеграции, в каждом случае будут встречаться специфические моменты.

Вертикально интегрированные компании, во-первых, могут получать преимущество над неинтегрированными компаниями-конкурентами за счет возможности добиваться экономии при переходе между этапами производства, увеличивая свою рыночную силу, вытесняя конкурентов и получая дополнительную прибыль; а во-вторых, в некоторых ситуациях такие

компании способствуют возникновению олигополии или монополии и приобретают возможность диктовать потребителям свои условия.

При этом в современных условиях становится понятно, что даже в отраслях, которые традиционно считались или чистыми естественными монополиями, или близкими к таковым, могут ставиться конкурентными по крайней мере в какой-либо из частей бизнеса. Единственным вопросом, или проблемой, которая возникает при рассмотрении такого подхода, является использование и эксплуатация инфраструктуры, которая и создает значительную часть капиталоемкости. В некоторых работах как способ решения этой дилеммы предлагается сохранить естественную монополию в части инфраструктуры транспортировки и даже сохранить локальные монополии в сбытовой части бизнеса, создавая при этом конкуренцию в производстве. Однако не до конца ясно, будет ли такая структура бизнеса более эффективна, чем действующие вертикально интегрированные компании.

Именно различие в эффективности деятельности интегрированных и неинтегрированных компаний является ключевым в рассмотрении вопроса об оптимальном пути развития крупных компаний. При этом важно отметить, что рассматривается эффективность не самих сделок слияния, а эффективность деятельности компаний на протяжении долгого периода времени обычной деловой активности, не сопровождающейся глобальными изменениями и событиями.

Список литературы

1. Acemoglu D. (2010), Vertical integration and technology: theory and evidence, *Journal of the European Economic Association*, 5(8) (2010) 989–1033.
2. Arocena P. (2008), Cost and quality gains from diversification and vertical integration in the electricity industry: A DEA approach, *Energy Economics*, 1(30) (2008) 39–58.
3. Barrera-Rey F. (1995), The effects of vertical integration on oil company performance, Oxford, Oxford Institute for Energy Studies, (1995).
4. Bhuyan S. (2002), Impact of vertical mergers on industry profitability: an empirical evaluation, *Review of Industrial Organization*, 1(20) (2002) 61–79.
5. Chatterjee S. (1991), Gains in vertical acquisitions and market power: Theory and evidence, *Academy of Management Journal*, 2(34) (1991) 436–448.
6. Cloudt M., Hagedoorn J., Van Kranenburg H. (2006), Mergers and acquisitions: Their effect on the innovative performance of companies in high-tech industries, *Research policy*, 5(35) (2006) 642–654.
7. Garcia S., Moreaux M., Reynaud A. (2007), Measuring economies of vertical integration in network industries: An application to the water sector, *International Journal of Industrial Organization*, 4(25) (2007) 791–820.
8. Hortaçsu A., Syverson C. (2007), Vertical Integration and Production: Some Plant-Level Evidence, Chicago, University of Chicago.
9. Kwoka J. (2002), Vertical economies in electric power: evidence on integration and its alternatives, *International Journal of Industrial Organization*, 5(20) (2002) 653–671.
10. Peyrefitte J., Golden P., Brice Jr. (2002), Vertical integration and economic performance: a managerial capability framework, *Management Decision*, 3(40) (2002) 217–226.
11. Pieri F., Zaninotto E. (2013), Vertical integration and efficiency: an application to the Italian machine tool industry, *Small Business Economics*, 2(40) (2013) 397–416.
12. Rothaermel F., Hitt M., Jobe L. (2006), Balancing vertical integration and strategic outsourcing: effects on product portfolio, product success, and firm performance, *Strategic Management Journal*, 11(27) (2006) 1033–1056.
13. Whinston M. (2001), Assessing the property rights and transaction-cost theories of firm scope, *American Economic Review: Papers and Proceedings*, (91) (2001) 184–188.

VERTICAL INTEGRATION: STRATEGIC BENEFITS AND ADVERSE EFFECTS

Dmitry Mochalov,

*Master of Economics,
chief economist at the Department of Economic Development, «Gas - Oil»*

Abstract

The paper contains highlighting and theoretical level analysis of the factors positively and negatively influencing profitability of vertically integrated and non-integrated companies. Advantages and disadvantages of choosing the strategy of vertical integration are proved along with systematization of main approaches to these item researching. The difference of the efficiency between the integrated and non-integrated companies' performance is considered, which is the key issue of the best way of large companies development. The central issue of the research, that is based on the theory highlighted in this paper, is the utility of existence of large vertically integrated companies in emerging capital markets. Are such companies improving the whole economy of an emerging country or are they slowdown transition to market relations in all industries? This article was motivated by the trend in developed capital markets towards dividing big holding companies to small segmental units.

The efficiency of vertically integrated companies' performance should be studied through comparison the whole corporation and a set of detached businesses, that could be parts of integrated company. The simplest way of such analysis, which was used by the first researchers in this field, is to compare total costs and to depict different types of economies. On the more sophisticated level of analysis must be taken into account such issues as principal-agent problem, technological economies and risk level minimization under the conditions of legal restrictions, which limits costs saving between two branches of one company. The third approach to consider all influencing companies' performance factors is the analysis of financial figures, especially the analysis of different ratios, that can show relative efficiency of companies. By doing such analysis not only traditional components of synergetic effect are taken into consideration, but also financial features of M&A deals that can lead to a bankruptcy are covered.

Keywords: disintegration, company's strategy, transaction costs, opportunistic behavior, efficiency of company's performance

JEL: G34

References

1. Acemoglu D. (2010), Vertical integration and technology: theory and evidence, *Journal of the European Economic Association*, 5(8) (2010) 989–1033.
2. Arocena P. (2008), Cost and quality gains from diversification and vertical integration in the electricity industry: A DEA approach, *Energy Economics*, 1(30) (2008) 39–58.
3. Barrera-Rey F. (1995), The effects of vertical integration on oil company performance, Oxford, Oxford Institute for Energy Studies.
4. Bhuyan S. (2002), Impact of vertical mergers on industry profitability: an empirical evaluation, *Review of Industrial Organization*, 1(20) (2002) 61–79.
5. Chatterjee S. (1991), Gains in vertical acquisitions and market power: Theory and evidence, *Academy of Management Journal*, 2(34) (1991) 436–448.
6. Cloudt M., Hagedoorn J., Van Kranenburg H. (2006), Mergers and acquisitions: Their effect on the innovative performance of companies in high-tech industries, *Research policy*, 5(35) (2006) 642–654.
7. Garcia S., Moreaux M., Reynaud A. (2007), Measuring economies of vertical integration

- in network industries: An application to the water sector, *International Journal of Industrial Organization*, 4(25) (2007) 791–820.
8. Hortaçsu A., Syverson C. (2007), *Vertical Integration and Production: Some Plant-Level Evidence*, Chicago, University of Chicago.
 9. Kwoka J. (2002), *Vertical economies in electric power: evidence on integration and its alternatives*, *International Journal of Industrial Organization*, 5(20) (2002) 653–671.
 10. Peyrefitte J., Golden P., Brice Jr. (2002), *Vertical integration and economic performance: a managerial capability framework*, *Management Decision*, 3(40) (2002) 217–226.
 11. Pieri F., Zaninotto E. (2013), *Vertical integration and efficiency: an application to the Italian machine tool industry*, *Small Business Economics*, 2(40) (2013) 397–416.
 12. Rothaermel F., Hitt M., Jobe L. (2006), *Balancing vertical integration and strategic outsourcing: effects on product portfolio, product success, and firm performance*, *Strategic Management Journal*, 11(27) (2006) 1033–1056.
 13. Whinston M. (2001), *Assessing the property rights and transaction-cost theories of firm scope*, *American Economic Review: Papers and Proceedings*, (91) (2001) 184–188.