

Іван В. Коберник (Національна академія  
управління, м. Київ, Україна)

## РЕТРОСПЕКТИВНИЙ АНАЛІЗ РОЗВИТКУ ПРОЦЕСІВ ЗЛИТТЯ І ПОГЛИНАННЯ ТА ОСНОВНІ МОТИВИ ЇХ ЗДІЙСНЕННЯ\*

*У статті шляхом класифікації викладено результати досліджень, присвячених систематизації й узагальненню основних мотивів здійснення угод злиття і поглинання, а також визначено й охарактеризовано 5 найбільш виражених хвиль у розвитку процесів злиттів і поглинань у США. Результати даного дослідження нададуть можливість застосовувати системний та історичний підходи при подальшому вивченні теоретичних основ даної тематики.*

*Ключові слова:* злиття і поглинання, історія розвитку, мотиви, чинники, аналіз, розвиток, динаміка, хвилі, етапи.

*Рис. 1. Літ. 17.*

Иван В. Коберник (Национальная академия  
управления, г. Киев, Украина)

## РЕТРОСПЕКТИВНИЙ АНАЛІЗ РАЗВИТИЯ ПРОЦЕССОВ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ И ОСНОВНЫЕ МОТИВЫ ИХ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ

*В статье путем классификации изложены результаты исследований, посвященных систематизации и обобщению основных мотивов совершения сделок слияния и поглощения, а также определены и охарактеризованы 5 наиболее выраженных волн в развитии процессов слияний и поглощений в США. Результаты данного исследования дадут возможность применять системный и исторический подходы при дальнейшем изучении теоретических основ данной тематики.*

*Ключевые слова:* слияния и поглощения, история развития, мотивы, факторы, анализ, развитие, динамика, волны, этапы.

Ivan V. Kobernyk (National Academy  
of Management, Kyiv, Ukraine)

## RETROSPECTIVE ANALYSIS OF DEVELOPMENT OF M&A PROCESSES AND THEIR KEY MOTIVES

*The paper classifies the results of the research on the systematization and generalization of the key reasons behind mergers and acquisitions. It also determines and describes in details 5 most prominent waves of mergers and acquisitions in the USA. The results of this study will enable the application of the system and historical approaches to further studies of the theoretical foundations of the subject.*

*Keywords:* mergers and acquisitions; timeline of development, motives; factors; analysis; development; dynamics; waves; stages.

**Постановка проблеми.** В останні роки український бізнес стає все більш цивілізованим, а вітчизняні компанії починають вести свій бізнес відповідно до західних стандартів. Одночасно відбуваються зміни і в макроекономічному

---

\* статтю підготовлено на основі доповіді на XII-му міжнародному науковому семінарі «Сучасні проблеми інформатики в управлінні, економіці, освіті та екології» (1–5 липня 2013 р., оз. Світязь – Київ).

масштабі: ринки стають більш відкритими і глобальними, відбувається експансія в Україну міжнародних компаній. Для того, щоб успішно конкурувати з великими транснаціональними корпораціями, українські компанії повинні рости і ставити перед собою мету ставати більш ефективними. Але природне зростання компанії – це найчастіше процес тривалий, і тому він не завжди може бути єдиним інструментом досягнення мети. У даному випадку укрупнення і консолідація, здійснювані за допомогою угод злиття і поглинання, можуть виявитися більш ефективними.

**Аналіз останніх досліджень.** Питання угод злиття та поглинання викликають інтерес у зарубіжних і вітчизняних вчених протягом багатьох десятиліть. Теоретичним фундаментом досліджень у даній галузі можна вважати праці П.А. Гохан [3], Б. Каллай [17], С. Ріда [10], Р. Фостера [13], М. Хендона [14] та інших.

**Невирішені частини проблеми.** Дана тема й дотепер залишається недостатньо розглянутою й окресленою в наукових колах, а також достатньо складною для дослідження, що свідчить про особливу важливість для подальшого її вивчення й аналізу.

Вирішальним також є той факт, що ринок злиттів і поглинань в Україні і західних країнах знаходиться на різних стадіях розвитку. В Україні існують свої національні особливості, обумовлені стадією розвитку економіки і специфікою ведення бізнесу.

**Метою дослідження** є аналіз й обґрунтування особливостей розвитку угод злиття та поглинання у США, окреслення основних причин їх проведення та застосування зарубіжного досвіду для вітчизняної практики.

**Основні результати досліджень.** Будь-яке підприємство має два принципові варіанти стратегії зростання – власний органічний розвиток або придбання зовнішньої структури. У процесі постійного розвитку на основі наявної стратегії менеджмент компанії визначає, що є в даний конкретний момент найбільш вигідним: спрямування ресурсів на придбання нового бізнесу або їх перерозподіл у межах вже існуючих напрямків діяльності. Відповідно, метою придбання нового бізнесу через процеси злиттів і поглинань є створення у компанії стратегічної переваги за рахунок приєднання та інтегрування нових елементів бізнесу, що повинно бути більш ефективним, ніж їхній внутрішній розвиток в рамках даної компанії.

Злиття та поглинання компаній отримали поширення в США в кінці XIX століття. Протягом усієї своєї історії злиття та поглинання на Заході мали хвилеподібний характер, безпосередньо відображаючи стан економіки [1]. Експерти виділяють 5 найбільш виражених хвиль у розвитку цих процесів, кожна з яких має свої особливості:

- 1897–1904 рр. – горизонтальна консолідація;
- 1916–1929 рр. – зростаюча концентрація;
- 1965–1969 рр. – ера конгломератів;
- 1981–1989 рр. – деконгломерація;
- 1992–2000 рр. – ера мегазлиттів.

Перший пік злиттів припав на кінець XIX століття. Більшість злиттів здійснювалися за принципом горизонтальної інтеграції. У цей час практично

в усіх галузях панували монополії. Можливість істотно впливати на ринкові ціни, маніпулюючи виробництвом і пропозицією, забезпечувало їм особливо високу прибутковість і змінювало саму суть ринкової економіки, що базувалася до цього на принципах вільної конкуренції. Потім з'явилися підприємства, які можна вважати попередниками сучасних вертикально інтегрованих корпорацій. Характерною рисою більшості злиттів був багатосторонній характер: у 75% від загального числа злиттів було залучено принаймні 5 фірм, в 26% з них брало участь 10 і більше компаній. Іноді об'єднувалися кілька сотень фірм, як у випадку з "USSteel", коли "JPMorgan" об'єднав 785 компаній, створивши першу американську корпорацію вартістю більше 1 млрд. дол. США. Тоді ж були засновані такі гіганти, як "Standard Oil", "Eastman Kodak", "American Tobacco" і "General Electric". Перша хвиля злиттів закінчилася в 1904 р. разом з крахом фондового ринку [1].

Друга хвиля злиттів і поглинань в США була результатом поствоєнного економічного буму. У зв'язку з введенням антимонопольного законодавства злиття компаній у галузях призводять вже не до панування монополії, а до олігополії, тобто до домінування невеликої кількості найбільших фірм. Злиття найчастіше мали горизонтальний характер, що збільшувало консолідацію ринків. Друга хвиля закінчилася в 1929 р. разом із крахом фондового ринку.

Ера конгломератів 1965–1969 рр. характеризується сплеском злиттів фірм, зайнятих у різних видах бізнесу. Конгломерат "Gulf & Western" за 5 років купив 80 компаній. За оцінкою Федеральної торговельної комісії США, в період з 1965 р. по 1975 р. 80% злиттів призвели до утворення конгломератів. Число чистих конгломератних злиттів зросло з 10,1% у 1948–1955 рр. до 45,5% у 1972–1979 роках [1]. Потім жорстке антимонопольне законодавство обмежило горизонтальну й вертикальну інтеграцію і кількість горизонтальних злиттів скоротилося.

У період з 1981 р. по 1989 р. кількість злиттів конгломератного типу різко скоротилася. Більше того, створення нових об'єднань супроводжувалося руйнуванням раніше створених конгломератів. Помітною стає тенденція ворожих поглинань. Враховуючи пом'якшення антимонопольної політики, в цей період найбільш поширені горизонтальні злиття.

У 90-ті роки ХХ ст. однією з причин злиттів стало прагнення бізнесу забезпечити стабільність в умовах мінливих ринків. На Заході в результаті жорсткої конкуренції став популярним горизонтальний тип злиттів, пік яких припав на 1998–2000 рр., коли відбулися найбільші угоди злиттів і поглинань за всю історію. Причини багатьох злиттів у 1998 р. пов'язані із загальними процесами глобалізації в економіці, очікуваним створенням європейського економічного й валютного союзу. Втім існують і специфічні чинники в кожній конкретній галузі бізнесу. Наприклад, на зростання числа злиттів компаній, що спеціалізуються на фінансовій діяльності, вплинуло зростання попиту на послуги цих фірм, а також зближення раніше принципово різних секторів ринку (банківського і страхового).

У 1998 р. було укладено 26200 угод зі злиття і поглинання компаній, що в 2,3 раза більше, ніж у 1990 році. Обсяг укладених угод у 1998 р. зріс порівняно з 1990 р. майже в 5 разів [1]. Характерною рисою останньої хвилі злиттів і по-

глинаний стало включення у світову практику компаній з Європи (Велика Британія, Франція, Німеччина, Швеція), Азії (Японія, Сінгапур, Гонконг) і Латинської Америки (Аргентина).

П'ята хвиля злиттів і поглинань характеризується дуже яскравими прикладами хрестоматійних злиттів і поглинань, що відбуваються в автомобільній промисловості. Не встигли охолонути пристрасті у зв'язку з продажем британської автомобільної фірми "Rolls-Royce Motor Cars", як у цьому ж році відбулася ще одна знаменна подія: німецька компанія "Daimler-Benz" об'єдналася з американською компанією "Chrysler Corp.", утворивши нову корпорацію. Головна мета даного об'єднання полягає не в економії на масштабі, а у використанні готової збутової мережі у сфері діяльності партнера і ліквідація подвійних зусиль.

Слід зазначити, що виходячи з прагнення компаній до максимізації прибутку, більшість мотивів, які спонукають компанії зливатися/поглинати, можна розділити на такі групи [10, 97]:

1. Мотиви зменшення відтоку ресурсів (маються на увазі насамперед грошові ресурси, що є витратами підприємства).
2. Мотиви збільшення/стабілізації припливу ресурсів.
3. Нейтральні стосовно руху ресурсів мотиви.

В узагальненому вигляді класифікацію мотивів наведено на рис. 1.

Зменшення відтоку ресурсів	Нейтральні мотиви	Збільшення припливу ресурсів
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ефект масштабу</li> <li>- Централізація функцій</li> <li>- Ліквідація дублювання</li> <li>- Усунення неефективності</li> <li>- Об'єднання НДДКР</li> <li>- Дешевший доступ до інформації</li> <li>- Менша вартість кредиту</li> <li>- Зменшення відрахувань до бюджету</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Різниця між ринковою та ліквідаційною вартістю</li> <li>- Too big to fail (занадто великий, щоб збанкрутувати)</li> <li>- Егоїстичні мотиви менеджерів</li> <li>- Захист від поглинання</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Диверсифікація</li> <li>- Мотив монополії</li> <li>- Збільшення кредитоспроможності</li> <li>- Великі контракти</li> <li>- Доступ до інформації</li> <li>- Взаємодоповнюючі ресурси</li> </ul>

Рис. 1. Структура основних мотивів злиттів/поглинань компаній [6]

*До першої групи мотивів, спрямованих насамперед на зменшення витрат, можна віднести такі:*

*1.1. Економія масштабів.* Економія, обумовлена масштабами, досягається тоді, коли середня величина витрат на одиницю продукції знижується в міру збільшення обсягу виробництва продукції. Одне з джерел такої економії полягає в розподілі постійних витрат на більшу кількість одиниць продукції, що випускається.

*1.2. Мотив підвищення ефективності роботи з постачальниками.* Об'єднуючись, компанії отримують додатковий важіль для зниження закупівельних цін. Це може бути досягнуто як шляхом збільшення сукупного обсягу закупівель і можливості користуватися додатковими знижками, так і шляхом прямої загрози зміни постачальника.

*1.3. Мотив ліквідації дублюючих функцій.* Даний мотив тісно пов'язаний з мотивом економії на масштабах. Сенс полягає насамперед у скороченні керуючого й обслуговуючого персоналу та розширенні функцій за рахунок усунення дублювання функцій різних працівників і централізації низки послуг. Отримання економії шляхом ліквідації дублювання особливо характерно для горизонтальних злиттів.

*1.4. Мотив кооперації в галузі НДДКР.* Вигоди від злиття можуть бути отримані у зв'язку з економією на дорогих роботах з розробки нових технологій і створення нових видів продукції. За допомогою злиттів/поглинань можуть бути об'єднані передові наукові ідеї і грошові кошти, необхідні для їх реалізації [4].

*1.5. Мотив зменшення податків, митних платежів та інших зборів.* Нерідко однією з вагомих причин злиттів/поглинань є скорочення податкових платежів. Наприклад, високоприбуткова фірма, що має високе податкове навантаження, може придбати компанію з великими податковими пільгами, які будуть використані для створеної корпорації в цілому. У компанії може існувати потенційна можливість економити на податкових платежах до бюджету завдяки податковим пільгам, але рівень її прибутків недостатній, щоб реально скористатися цією перевагою.

*1.6. Мотив переваг на ринку капіталу.* Великі ТНК домагаються більш вигідних умов кредитування. Розмір компанії нерідко сам по собі є гарантом стабільності і дозволяє одержувати вищий кредитний рейтинг, що, як правило, відкриває доступ до дешевших кредитів. Як і у випадку з постачальниками, фінансові організації цінять великих клієнтів, що дозволяє новоствореній компанії ефективніше використовувати інструмент тиску [12].

*1.7. Мотив усунення неефективності управління.* Поширення якісного менеджменту на компанію, що поглинається, і привнесення більш досконалих технологій управління здатні стати важливим чинником успіхів об'єднаної структури.

**До другої групи мотивів, спрямованих на збільшення/стабілізацію надходжень, можна віднести такі:**

*2.1. Мотив взаємодоповнюючих ресурсів.* Злиття може виявитися доцільним, якщо дві або декілька компаній мають взаємодоповнюючі ресурси. Ці компанії після об'єднання будуть коштувати дорожче порівняно із сумою їхніх вартостей до злиття, оскільки кожна набуває те, чого їй не вистачало, причому отримує ці ресурси дешевше, ніж вони обійшлися б компанії, якби довелося їх створювати самостійно. Злиття з метою отримання взаємодоповнюючих ресурсів характерні як для великих фірм, так і для малих підприємств [3].

*2.2. Мотив придбання великих контрактів.* У нової компанії з'являється достатньо потужностей, щоб конкурувати за великі, у тому числі державні контракти – можливість, якої досі не володіла жодна з об'єднаних компаній.

*2.3. Мотив переваг на ринку капіталу.* Розмір компанії, будучи гарантом стабільності, дозволяє отримувати необхідні кредитні кошти, від яких залежить подальший розвиток компанії. Крім того, у компанії з'являється більше можливостей оптимального використання капіталу всередині неї самої. Використання трансфертних цін, внутрішня диверсифікація капіталу, встановлен-

ня в межах концерну регульованою конкуренції за капітал – лише деякі з можливих сценаріїв оптимізації роботи з капіталом всередині компанії.

**2.4. Мотив монополії.** Часом при злитті, насамперед горизонтального типу, вирішальну роль (гласно або негласно) грає прагнення досягти або посилити монопольне становище.

**2.5. Диверсифікація виробництва.** Можливість використання надлишкових ресурсів. Важливим джерелом позитивної синергії є збільшення диверсифікації (як щодо пропонованих товарів і послуг, так і географічної), що знижує загальну ризикованість операцій і гарантує середній обсяг надходжень.

**2.6. Мотив доступу до інформації (ноу-хау).** Інформація як ресурс відіграє все більшу роль у діяльності компаній. Купуючи компанію, разом з видимими активами підприємство отримує у своє розпорядження додаткові знання про продукти та ринок. Як правило, нова компанія привносить з собою і напрацьовану мережу клієнтів, пов'язаних з нею особистими відносинами. Отримання доступу до нової, дешевшої інформації/ноу-хау (про ринок, продукти, менеджмент) в ході злиття/поглинання позбавляє компанію від необхідності витратити величезні кошти на консалтингові послуги третіх фірм, заощаджуючи таким чином кошти [14].

**До третьої групи – нейтральних щодо руху ресурсів – мотивів відносяться:**

**3.1. Мотив різниці в ринковій ціні компанії та вартості її заміщення.** Найчастіше простіше купити діюче підприємство, ніж будувати нове. Це доцільно тоді, коли ринкова оцінка майнового комплексу цільової компанії-мішені значно менша за вартість заміни її активів. Різниця в ринковій ціні компанії та вартості її заміщення виникає через розбіжність ринкової і балансової вартості придбаної фірми. Ринкова вартість фірми базується на її здатності приносити доходи, чим і визначається економічна цінність її активів.

**3.2. Мотив різниці між ліквідаційною та поточною ринковою вартістю (продаж «врозкид»).** Інакше цей мотив можна сформулювати так: можливість «дешево купити і дорого продати». Нерідко ліквідаційна вартість компанії вища за її поточну ринкову вартість. У цьому випадку фірма, навіть за умови придбання її за ціною трохи вищою за поточну ринкову вартість, надалі може бути продана частинами, з отриманням продавцем значного доходу (якщо активи фірми можуть бути використані більш ефективно при продажу частинами іншим компаніям, спостерігається синергетичний ефект). Даний мотив особливо типовий для нинішньої української дійсності. Велика кількість фінансових структур, придбавши частку на підприємстві, приводять його в короткі терміни до банкрутства з метою продажу частинами.

**3.3. Особисті мотиви менеджерів.** Прагнення збільшити політичну вагу керівництва компанії.

**3.4. Мотив захисту від поглинання.** Злиття для деяких, у тому числі українських компаній являють собою один із небагатьох способів протистояння експансії на український ринок більш потужних західних конкурентів. Щоб захиститися від поглинання, деякі фірми прагнуть об'єднатися з «дружною компанією», яку зазвичай називають «білим лицарем».

**3.5. Мотив "too big to fail".** Як показує досвід більшості країн, розміри корпорації самі по собі є гарантією її надійності (так званий ефект "too big to fail"



— занадто великий, щоб збанкрутувати). Оскільки держава через низку соціально-економічних причин змушена «опікати» найбільші компанії, вони отримують додаткові переваги у конкуренції з дрібнішими [13].

**Висновки.** У світовій практиці одним із найбільш розповсюджених мотивів злиттів/поглинань є економія на дорогих роботах з розробки і створення нового вигляду продукції, а також на капіталовкладеннях в нову технологію. За ним слідує мотив економії від скорочення адміністративних витрат на утримання надмірно великого управлінського апарату. Порівняно менше значення має економія на масштабах виробництва (зниження поточних витрат виробництва), хоча й вона є суттєвою.

Також слід зазначити, що злиття та поглинання як економічні процеси почали найбільш яскраво здійснюватися з кінця XIX століття в США. Злиття та поглинання компаній проходили протягом усієї своєї історії нерівномірно, мали хвилеподібний характер. Кожен з 5 вище описаних періодів має свої характерні особливості. Злиття та поглинання в Україні починаються лише на початку 1990-х років, після переходу до ринкової економіки. З цієї причини історія процесів злиттів і поглинань в Україні істотно відрізняється від американської та європейської історій даних процесів.

До галузей, в яких відбувається найбільше число злиттів і поглинань і які характеризуються великим обсягом угод, в Україні слід віднести нафтову, металургійну і машинобудівну, де активність триває вже досить довгий період. Об'єднуючись, підприємства прагнуть досягти довгострокового синергетичного ефекту від горизонтальної інтеграції. в останні рік-два все більш активними учасниками ринку стають компанії з телекомунікаційної та харчової галузей, а також банківський сектор.

Слід зазначити, що процеси злиттів і поглинань в Україні є досить цікавими через свою специфічність. Донедавна в Україні відбувався виражений процес вертикальної інтеграції та створення вертикально інтегрованих холдингів. Однак, унаслідок появи нових провладних бізнес-структур в Україні набули сили процеси горизонтальної консолідації. Наразі відбувається перерозподіл капіталів, набирають оберті ворожі поглинання.

1. *Владимирова И.Г.* Слияния и поглощения компаний // Менеджмент в России и за рубежом: Все о теории и практики управления бизнесом, финансами, кадрами.— 1999.— №1. — С. 27–48.

2. *Владимирова И.Г.* Слияния и поглощения компаний: характеристика современной волны // Менеджмент в России и за рубежом: Все о теории и практики управления бизнесом, финансами, кадрами.— 2002.— №1. — С. 26–41.

3. *Тохан П.А.* Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса. — М.: Альпина Паблишер, 2004. — 741 с.

4. *Иванов Ю.В.* Слияния, поглощения и разделения компаний: стратегия и тактика трансформации компаний. — М.: Альбина Паблишер, 2001. — 244 с.

5. Крупнейшие сделки на рынке слияний и поглощений Украины // Слияния и поглощения // rating.rbc.ru.

6. *Молотников А.* Слияния и поглощения. — М.: Вершина. 2006. — 344 с.

7. Особенности рынка слияний и поглощений в Украине в 2010 году // delo.ua.

8. Особенности рынка слияний и поглощений в Украине в 2011 году: Экспертный прогноз от компании Delphi Capital // publicity.kiev.ua.

9. *Пирогов А.Н.* Слияния и поглощения компаний: зарубежная и российская теория и практика // Менеджмент в России и за рубежом: Все о теории и практики управления бизнесом, финансами, кадрами.— 2001.— №5. — С. 11–15.

10. Рид С.Ф., Лажу А.Р. Искусство слияний и поглощений. — М.: Альпина Паблшер, 2004. — 958 с.
11. Савчук С.В. Анализ результатов слияний и поглощений зарубежных компаний, причины неудач и способы уменьшения риска сделок // Менеджмент в России и за рубежом: Все о теории и практики управления бизнесом, финансами, кадрами. — 2003. — №1. — С. 27–41.
12. Савчук С.В. Анализ основных мотивов слияния и поглощения // Менеджмент в России и за рубежом: Все о теории и практики управления бизнесом, финансами, кадрами. — 2002. — №5. — С. 45–67.
13. Фостер Р.С. Искусство слияний и поглощений. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. — 873 с.
14. Хэндон М., Галпин Т.Дж. Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний. — М.: Вильямс, 2005. — 240 с.
15. Шура П. Слияния и поглощения. Путеводитель по рынку профессиональных услуг. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — 192 с.
16. Christofferson, S.A., McNish, R.S., Sias, D.L. (2004). Where mergers go wrong. The McKinsey Quarterly, 2: 93–99.
17. Kallay, B. (2012). Contract Theory of the Firm. Economics & Sociology, 5(1): 39–50.

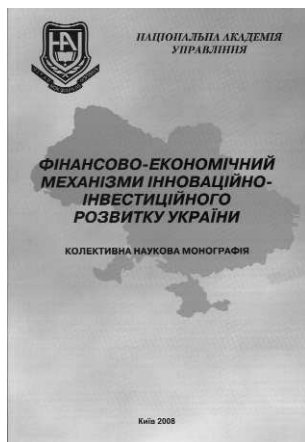
Стаття надійшла до редакції 1.08.2013.

### КНИЖКОВИЙ СВІТ



#### СУЧАСНА ЕКОНОМІЧНА ТА ЮРИДИЧНА ОСВІТА ПРЕСТИЖНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ УПРАВЛІННЯ

Україна, 01011, м. Київ, вул. Панаса Мирного, 26  
E-mail: book@nam.kiev.ua  
тел./факс 288-94-98, 280-80-56



**Фінансово-економічні механізми інноваційно-інвестиційного розвитку України: Колективна наукова монографія / Кириченко О.А., Єрохін С.А. та ін.; За наук. ред. д.е.н., проф. О.А. Кириченко. — К.: Національна академія управління, 2008. — 252 с. Ціна без доставки — 25 грн.**

Монографія присвячена актуальній проблемі світової та вітчизняної економічної науки, викладені теоретико-методологічні питання формування стратегії інноваційно-інвестиційного розвитку національної економіки та формування її фінансово-економічного механізму. В основу викладу матеріалу монографії покладені багаторічні дослідження науковців в галузі економічної теорії, фінансів та банківської справи, які були апробовані на сторінках авторитетного журналу "Актуальні проблеми економіки" в 2004–2007 роках. В монографії обґрунтовано шляхи переходу економічної системи України від підприємства до рівня держави на більш високий цивілізаційний рівень за рахунок створення ефективного фінансово-економічного механізму інноваційно-інвестиційного розвитку.