



*Міжнародна економіка*

Світлана ВОВК

**СТРАТЕГІЇ ТНК:  
ЗЛИТТЯ І ПОГЛИНАННЯ**

**Резюме**

Розкрито суть та передумови реалізації злиття і поглинання; виокремлено сучасні напрями розвитку злиття і поглинання, а саме розвиток соціальної компоненти інтеграції підприємств; проаналізовано операції зі злиття поглинання у світі загалом та в Україні зокрема.

**Ключові слова**

Злиття і поглинання, інтеграція.

**Класифікація за JEL:** F23, F36.

*«Існує школа кункену<sup>1</sup> для менеджменту ... ви купуєте декілька бізнесів тут, скидаєте декілька – там. Сумним фактом є те, що більшість придбань відображає кричущий дисбаланс, що і є золотим дном для акціонерів компанії, що купується (поглинається); вони підвищують дохід і статус менеджменту-набувача; і вони стають ласим шматком для інвест-банкirieв та інших професіоналів з обох сторін. Але на жаль, вони зменшують добробут акціонерів покупця, часто доволі суттєво».*

**Уоррен Баффет,**  
голова холдингу Беркшир Хатауей

**Актуальність.** Зростання інтересу до транскордонних операцій злиття і поглинання як форми інтернаціоналізації діяльності останнім часом стало передумовою набуття більшої актуальності досліджень ЗіП. Останніми роками спостерігається зростання інтенсивності консолідації як на українському, так і на світовому ринку злиттів і поглинань. Поряд із цим, сучасні виклики ринку формують нові вимоги для забезпечення успіху таких операцій. З огляду на це, злиття і поглинання як інтеграційні процеси мають реалізовуватися на комплексному підході оцінки економічної та соціальної ефективності.

*Метою статті є дослідження суті та цілей стратегій злиття і поглинання в сучасному діловому світі та, на основі цього, виокремлення сучасних тенденцій на ринку злиттів і поглинань світу загалом та України зокрема.*

Для досягнення поставленої мети було визначено *такі завдання*: дослідити суть, причини злиття і поглинання; проаналізувати сучасні тенденції здійснення операцій злиття і поглинання як на світовому ринку, так і на українському; виокремити сучасні актуальні проблеми стратегій злиття і поглинання; здійснити оцінку злиття і поглинання в Україні.

Проблемам дослідження злиття і поглинання присвячено чималу кількість праць як вітчизняних, так і закордонних учених і дослідників, зокрема: О. Кузьміна, Р. Шуляра, І. Томашевської, Ю. Брігхема, Р. Брейлі, С. Майерса, О. Білоруса, А. Гальчинського, В. Геєця, Б. Губського, А. Кредісова,

---

<sup>1</sup> Кункен – гра в карти, де гравці стараються «скинути» найменш перспективні карти при кожному ході.

Д. Лук'яненко, В. Куриляк, Ю. Макогона, С. Мочерного, О. Мозгового, В. Новицького, Б. Панасюка, Є. Панченка, Ю. Пахомова, А. Поручника, О. Рогача, В. Рокочої, Л. Руденко-Сударевої, М. Рубцова, А. Румянцева, Є. Савельєва, В. Сіденка, С. Сіденко, Н. Татаренко, А. Філіпенка, О. Шниркова, І. Школи та інших.

Злиття і поглинання (ЗіП, M&A) є популярним засобом забезпечення зростання компаній та передумовою для створення нових організаційних форм міжнародних компаній. Шляхом впровадження стратегій злиття і поглинання компанії забезпечують, з одного боку, захист своїх інтересів, з іншого – реалізацію конкурентних переваг.

У широкому розумінні поняття, злиття – це інтеграція двох або більше організацій у нову, яка передбачає повну передачу активів і зобов'язань від однієї компанії до іншої або об'єднання двох компаній в одну господарюючу одиницю (Weston and Weaver, 2001).

Злиття – це придбання акцій або майна компанії з метою посилення контролю над нею (Європейський Центральний Банк, 2000; Hagedoorn і Duysters, 2002).

Коли одна компанія встановлює контроль над іншою компанією та оголошує, що вона стала новим її власником, цю угоду називають поглинанням. Юридично придбана компанія зупиняє своє існування, покупець поглинає весь бізнес, і акції покупця продовжують котируватися на ринку. Злиттям, своєю чергою, буде називатися процес, коли дві компанії, часто приблизно однакового розміру, вирішують продовжувати свій бізнес як одна нова компанія, замість того, щоб залишатися різними компаніями, якими володіють і керують різні люди [7].

Злиття і поглинання (англ. mergers and acquisitions, M&A) компаній – комплекси дій, націлені на зростання загальної вартості активів за рахунок синергії, тобто, переваги спільної діяльності. Якщо по-простому, то злиття і поглинання компаній описують перетворення двох компаній в одну. Злиття – це виникнення нової компанії в результаті об'єднання двох рівнозначних компаній, а поглинання – це викуп компанії, яка поглинається, компанією-поглиначем, у результаті чого поглинена компанія припиняє існування, а поглинач збільшується [8].

Усі операції злиття і поглинання (за Хаббардом) поділено на два види корпоративних придбань: (1) дружні злиття і поглинання (акцептовані радами директорів компаній); (2) ворожі, організовані конкурентами (неакцептовані).

До основних причини ЗіП відносимо:

- ЗіП як відповідь на необхідність потрясінь у конкретних галузях або перерозподілу активів (Харфорд, 2005);

- насичення внутрішніх ринків товарами та послугами або прагнення експансії на нові ринки, сприяння новим дослідженням і розробкам (Bower, 2001).

Через злиття компанії сподіваються отримати такі переваги:

- реалізація ефекту масштабу;
- поглинання нових технологій шляхом придбання як великих компаній, так і дрібних, з розвинутими технологіями;
- зростання частки ринку (Dela Mano, 2002).

У міжнародній практиці при формуванні та реалізації стратегій злиття і поглинання, як правило, виокремлюють дві основні причини їх здійснення: диверсифікацію та розвиток організаційної структури.

Розглянемо першу передумову – диверсифікацію. Своєю чергою, диверсифікація матиме місце за умови, якщо:

- підприємство формує і реалізує стратегії зростання, пов'язані або ж сфокусовані на реалізацію принципу географічної розпорозненості виробництва, тобто «подрібнення» виробничого процесу на наднаціональному рівні;
- підприємство формує і реалізує стратегії на основі використання матриці Ансоффа. Ансофф стверджував, що підприємство повинне обирати диверсифікацію якості вектору зростання, коли мета і товар, який виробляється, нові для нього. Він виділив чотири основні причини диверсифікації:
  - поставлені цілі не відповідають масштабам наявного портфелю товарів, які виробляють;
  - нерозподілений прибуток перевищує валові витрати в межах наявного портфелю товарів;
  - стратегія диверсифікації більш прибуткова, аніж стратегія експансії;
  - у своїй діяльності корпорація керується принципом – «у садку сусіда трава зеленіша» [9];
- мають місце диверсифікаційні знижки;
- присутній один з двох вимірів для категоризації:
  - концентричний (концентрації), горизонтальний, вертикальний, конгломеративний;
  - пасивна (захисна) або активна (наступальна) позиція.

Організаційна структура як ключовий елемент побудови організації відіграє важливу роль при формуванні і реалізації стратегій злиття і поглинання: її визначення; виміри організаційної структури; органіграма (блок-схема організаційної структури (системи)); форми організаційної структури.

У міжнародному бізнесі виокремлюють такі форми побудови організації структури:

- U – форма;
- M-форма;
- H-форма;
- X-форма;
- матрична структура.

Організаційна структура як «скелет» будь-якої організації потребує пильної уваги у процесі свого формування. Організація, незалежно від того, планується лише її діяльність чи вона вже функціонує, має мати чітке уявлення про компетенції, обов'язки та відповідальність, їх межі з метою побудови чи то вдосконалення ефективної оргструктури. Так, відомі такі виміри побудови організаційної структури суб'єктів господарювання, які позиціонують свій бізнес поза межами країни походження. До них відносять: спеціалізацію, стандартизацію, формалізацію, централізацію, конфігурацію, гнучкість тощо.

Щодо органіграми, то вона дає змогу схематично відобразити структуру організації і, таким чином, полегшити сприйняття та розуміння комунікацій, необхідної кількості працівників, а також їхні компетенції, повноваження та відповідальність. Це, своєю чергою, дає змогу визначити напрями делегування повноважень з метою забезпечення більш якісної та ефективної роботи всієї організації.

Імовірність успіху ЗіП – це дуже важливе питання. Воно цікавить не лише науковців та дослідників, а й менеджерів, які приймають рішення щодо подальшої діяльності компанії. Як правило, потенційний покупець при ухваленні остаточного рішення щодо вибору компанії, яку купуватиме, здійснює оцінку її активів, інвентаризацію контрактів та угод з постачальниками тощо, на основі принципу *due diligence* (належної ретельності). Така оцінка спрямована на визначення подальшого забезпечення можливості синергії.

Однак компанії часто не включають до аналізу такі компоненти, як оцінка людських ресурсів (організаційні знання, технічні можливості, творчий потенціал, досвід тощо). Більш розвинуті та статично мислячі компанії ретельно звертають увагу на оцінку корпоративної культури й організаційної сумісності. На практиці нерідко оцінка людського капіталу проводиться лише після того, як контракт з купівлі-продажу вже було підписано або ж коли ма-

ють місце перші проблеми інтеграції. Як зазначають Шулер та Джексон (2001), причиною неуспішних злиттів і поглинань є невдачі з інтеграцією, власне, через несумісність організаційних культур у результаті неналежного їх аналізу.

У сучасній науковій літературі зі стратегічного управління дедалі більше набуває актуальності власне оцінка нематеріальних ресурсів і можливостей передачі знань.

Проектування організаційної культури і політики людських ресурсів є одними з основних проблем при створенні нової організації. Також тут важливим є створення сприятливих соціальних, культурних, технічних, економічних умов для успішного організаційного дизайну або, іншими словами, побудови ефективної/дієвої організаційної структури.

Етапи інтеграції злиття або придбання, як правило, виконують на кількох рівнях: (1) операцій, (2) бізнесу(ів) і (3) культур.

У науковій літературі виділяють такі види інтеграції, залежно від поставлених цілей:

- повна інтеграція: у цьому випадку відбувається об'єднання всіх видів діяльності підприємств-контрагентів за угодою; впровадження моделі менеджменту материнської компанії на придбаному підприємстві, тобто система менеджменту повністю інтегрується у придбану компанію;
- часткова інтеграція: у результаті прийняття цього виду інтеграції відбувається об'єднання окремих господарчих функцій підприємств, контроль за визначеними напрямками здійснює підприємство-покупець, однак господарська діяльність організації залишається незалежною; окремі елементи або різний ступінь інтеграції самої системи менеджменту у придбану компанію, наприклад, стандарти та методології обліку інтегруються з компанії-покупця, а при розробці продукту застосовують підходи компанії, яку придбали, тобто вона самостійно виконує розробки.
- мінімальна (нульова) інтеграція: відбувається об'єднання окремих функцій підприємств, передусім, для досягнення певної економії на оплаті праці робітників; цільова організація приймає управлінські рішення самостійно, лише з визначеною звітністю перед компанією-покупцем; придбана компанія, як і раніше, діє як незалежна фірма-портфоліо; компанія-покупець впливає лише на деякі незначні елементи системи управління.

Ще однією з проблем при ЗіП є визначення фактичної вартості об'єкта контракту. У силу суб'єктивних факторів, бачення чи оцінки фактичної вартості компанії, яку бажають придбати, є різними, хоча й існують різні методи

оцінки вартості організації, яка має бути придбана, наприклад, порівняльні показники, метод дисконтованих грошових потоків, аналіз балансу, метод оцінки ліквідатора тощо. Як уже зазначалося і раніше, жоден із цих методів не оцінює людський капітал і не характеризує організаційну культуру.

У результаті проведення свого дослідження соціальної компоненти ЗіП, Fabac, R., Schatten, M., Đurićin, T, запропонували свою організаційну модель інтеграції (див. рис. 1).

Рисунок 1

**Модель інтеграції, базована на асоціативності [1]**

		Організаційна одиниця А		
		асортативна	нейтральна	дисасортативна
Організаційна одиниця В	асортативна	<b>Мінімальна інтеграція</b>	<b>Часткова інтеграція</b>	<b>Повна інтеграція</b>
	нейтральна	<b>Часткова інтеграція</b>	<b>?</b>	
	дисасортативна	<b>Повна інтеграція</b>		

У моделі представлено два підприємства-учасника ЗіП А і В та визначено три ступені схожості між підприємства-контрагентами угод ЗіП. Якщо підприємства можна назвати «схожими», то їх, згідно з цією моделлю, ідентифікуємо як асортативні організаційні одиниці; якщо частково схожі – нейтральні; якщо несхожі – дисасортативні. Схожість, у цій моделі, має бути не лише при здійсненні економічного аналізу, а, насамперед, у системах менеджменту, рівні розвитку організаційних культур (особливо щодо пріоритетних цінностей її), підходів до роботи та наявності й потенціалу людського капіталу.

Дана модель сфокусована на соціальній інтеграції формуванні можливості забезпечення максимальної згуртованості мережі.

Адже багато статистичних даних свідчать про те, що успішна культурна інтеграція є необхідною для діяльності компанії. Дослідження показують, що 80 % ризиків міжнародних ЗіП пов'язано з погано керованою культурною інтеграцією. Керівники, як правило, зосереджені на активах, таких як фінанси, та одночасно нехтують проблемами культури. У сучасному мультикультурному бізнес-середовищі, керівники і менеджери стикаються з проблемами культурної інтеграції, які потребують, що є дуже важливим, комплексного плану дій [2].

Відбулися і певні зміни в обсягах та географії здійснення ЗіП у світовому масштабі. Так, у 2012 році загальний обсяг заявлених та здійснених угод зі злиття і поглинання у світі зменшився на 4 % порівняно з попереднім періодом.

Агентство Thomson Reuters підрахувало, що в усьому світі в 2012 році було оголошено про злиття і поглинання на 2,4 трлн дол. США. Найактивніше поводитися компанії зі США, де економіка не так сильно відчуває на собі наслідки європейської боргової кризи. Так, угоди за участю американських компаній становили 49 % від загальної кількості ЗіП, європейських компаній – 28 %. Однак зниження обсягів угод відзначено на обох ринках: у США було оголошено про угоди на \$881 млрд дол. США (-8 %), зниження в Європі становило 3 %. Хоча, у IV кварталі намітилось пожвавлення – загальносвітовий обсяг угод ЗіП становив 660 млрд США, що на 15 % більше, ніж у III кварталі, і на 16 % більше, ніж у IV кварталі 2011 р. (див. рис. 2, табл. 1) [10].

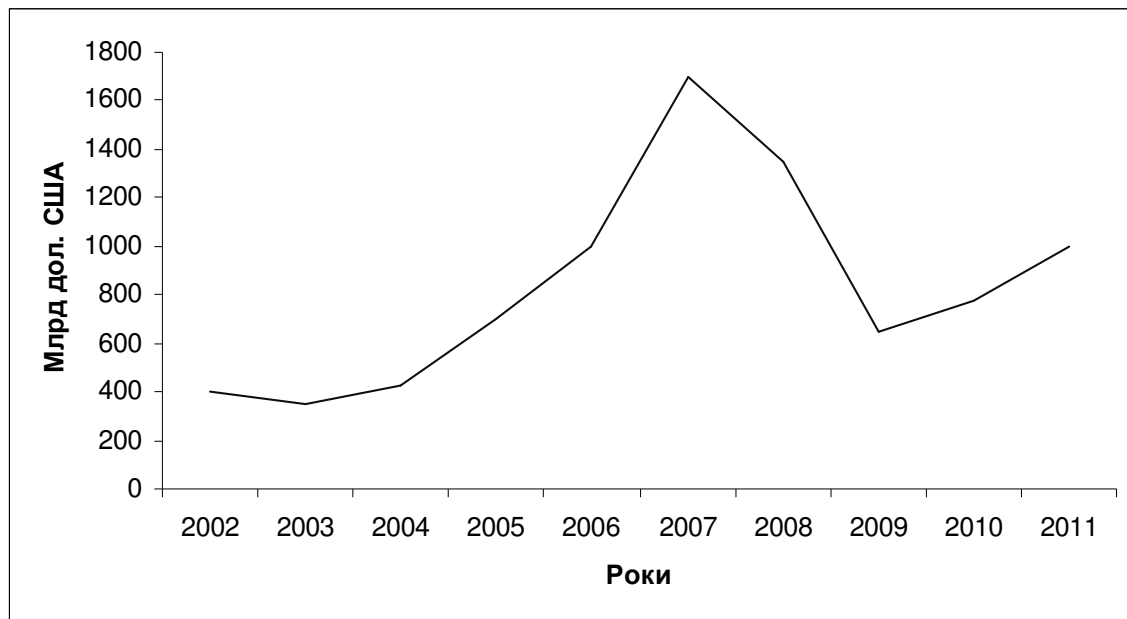
Щодо країн, які розвиваються, то тут також мав місце спад активності ЗіП на 16 % і становив 12 % у загальносвітовому обсязі. Лідером серед цих країн є Китай, компанії якого взяли участь у 37 % угод ЗіП на ринках, які розвиваються. За Китаєм ідуть Південна Корея (12 %), Бразилія (10 %) і Росія (9 %). Варто зазначити і те, що протягом двох останніх років Китай перетворився на одне з основних джерел іноземних інвестицій у країни Латинської Америки і Карибського басейну (ЛАК).

Щодо галузевого спрямування ЗіП, то найбільше ЗіП мали місце в енергетичній (19 %), фінансовій (11 %) та переробній сферах.



Рисунок 2

## Транскордонні ЗіП у світі



Джерело: [4].

Ще однією особливістю ринку стало те, що найбільшою угодою (55,3 млрд дол. США) стало не злиття, а розподіл американського фармацевтичного холдингу Abbott Laboratories: Abbott – виробництво ліків і медичної техніки; AbbVie – науково-дослідницька діяльність. Загалом, обсяг угод з розподілу компаній на частини або з виокремлення операцій в окремі структури становив 1,1 трлн дол. США, що становить 47 % від загального обсягу угод ЗіП. Рекордна з 1992 р. частка угод з розділення пояснюється прагненням підприємств спростити корпоративне управління і підвищити ефективність [10].

Отже, міжнародні М&А є проявом інвестиційної стійкості в умовах нестабільності на фоні розгортання кризи суверенних боргів у Європі й ослаблення економіки у Сполучених Штатах. Більшість міжнародних інвестицій продовжує виходити або з Північної Америки, або із Західної Європи. Однак ринки, що розвиваються, стали новим важливим у світі джерелом іноземних інвестицій в останні роки, у тому числі шляхом ЗіП. Китай (включаючи Гонконг), зокрема, став великим міжнародним інвестором, згідно з рейтингом, четвертим за величиною джерелом міжнародних М&А в 2011 році, з 7 % світового обсягу. У 2010 році він займав друге місце з 10 %.

Таблиця 1

Іноземні ЗіП компаній, 1996–2011 рр. (кількість угод та їх вартість)

Роки	Валові міжнародні ЗіП				Чисті міжнародні ЗіП			
	Кількість угод		Вартість		Кількість угод		Вартість	
	Кількість	Частка у загальних обсягах, %	Млрд дол. США	Частка у загальних обсягах, %	Кількість	Частка у загальних обсягах, %	Млрд дол. США	Частка у загальних обсягах, %
1996	932	16	42	16	464	13	19	14
1997	925	14	54	15	443	11	18	10
1998	1089	14	79	11	528	11	38	9
1999	1285	14	89	10	538	10	40	6
2000	1340	13	92	7	525	8	45	5
2001	1248	15	88	12	373	9	42	10
2002	1248	19	85	18	413	13	28	11
2003	1488	22	109	27	592	20	53	29
2004	1622	22	157	28	622	17	76	33
2005	1737	20	221	24	795	16	121	26
2006	1698	18	271	24	786	14	128	20
2007	1918	18	555	33	1066	15	288	28
2008	1785	18	322	25	1080	17	204	29
2009	1993	25	107	19	1065	25	58	23
2010	2103	22	131	18	1147	21	65	19
2011	1900	19	156	15	902	16	77	15

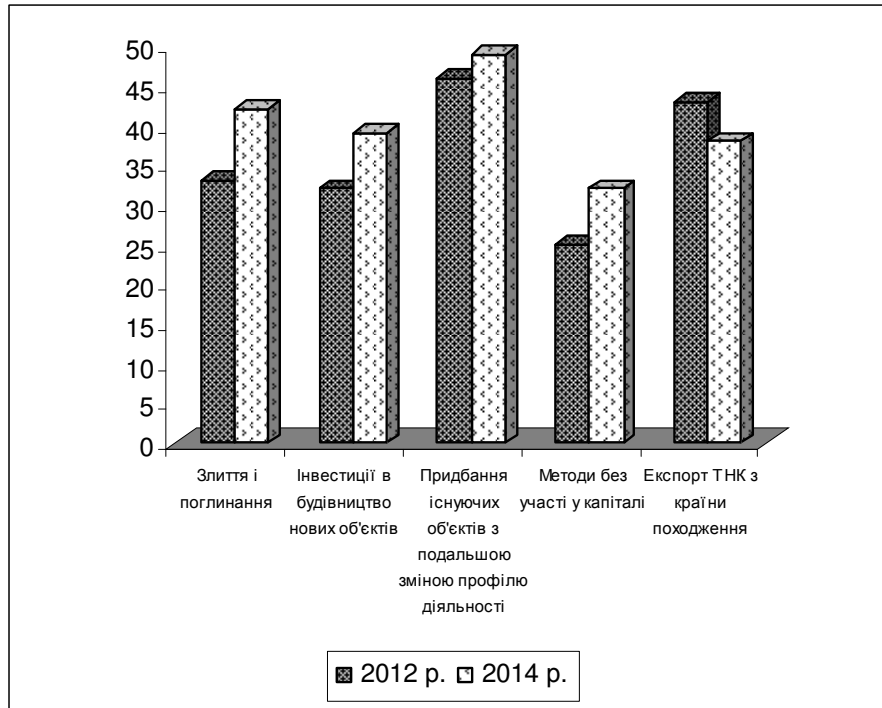
Джерело: [5]

Хоча на світовому ринку ЗіП мав місце спад у їх здійсненні, до 2014 р. прогнозується їх активізація (див. рис. 3).

Щодо України та її місця у світових ЗіП, то варто зазначити, що українські компанії активізували свою діяльність на іноземних ринках. Зокрема, як це представлено на сайт [forbes.ua](http://forbes.ua), до найбільших українських угод ЗіП за кордоном відносять наступні (див. табл. 2).

Рисунок 3

### Методи виходу на іноземні ринки



Таблиця 2

### 6 найбільших угод українських компаній за кордоном

№	Рік	Підприємство-покупець	Сума угоди	Розмір пакету	Об'єкт
1	2008	«Метінвест»	1150 млн євро	100 %	Trametal SpA (Італія) Spartan UK (Великобританія)
2	2009	«Метінвест»	900 млн дол. США	100 %	United Coal Company (США)
3	2007	Palmary Enterprises	600 млн дол. США	60 %	Consolidated Minerals (Австралія)
4	2009	EastOne	361 млн дол. США	100 %	СК «Россия» (Росія)

№	Рік	Підприємство-покупець	Сума угоди	Розмір пакету	Об'єкт
5	2012	СП Kernel Glencore	265 млн дол. США	100 %	Термінал «Тамань» (Росія)
6	2008	Мілкіленд	66 млн дол. США	75 %	ОАО «Останкинский молочный комбинат» (Росія)

Джерело: forbes.ua.

У порівнянні зі світовим ринком, на національному спостерігається певне позавалення (див. табл. 3).

*Таблиця 3*

**10 найбільших ЗіП в Україні за 2012 р. (без урахування приватизації)**

№	Підприємство-покупець	Сума угоди	Розмір пакету	Об'єкт
1	СКМ	480 млн дол. США	80 %	«Лемтранс»
2	Фідобанк	83 млн дол. США	100 %	ЕрстеБанк
3	Смарт-Холдинг	80 млн дол. США	96 %	Банк «Форум»
4	???	80 млн дол. США	100 %	Фармацевтична група «Здоров'я»
5	Glencore	80 млн дол. США	100 %	ПАТ «Колос»
6	Kernel	70 млн дол. США	100 %	«Інтер-Агро»
7	???	70 млн дол. США	100 %	Краматорський феросплавний завод
8	Смарт-Холдинг	60 млн дол. США	10 %	НПО ім. Фрунзе
9	«Урожай»	60 млн дол. США	80 %	«Коровай»
10	Ostchem	34 млн дол. США	58 %	УкрАгро-НПК

Джерело: forbes.ua.

<sup>2</sup> Дані про підприємство-покупець відсутні.

Ernst&Young на основі критерію «простота умов» (умови оцінюють за 23 факторами, такими як регуляторні, політичні, фінансово-економічні умови, технологічний розвиток країни, розвиток ринку робочої сили, інфраструктури і т. ін.) для проведення/здійснення угод ЗіП сформували рейтинг країн за рівнем «зрілості» їх ринків для ЗіП (див. табл. 4) [6].

Таблиця 4

Країна	Місце в рейтингу	Зрілість ринку для ЗіП, %
Південна Корея	5	81
Китай	9	79
Таїланд	17	73
Малайзія	18	73
Об'єднані Арабські Емірати	20	72
Чехія	21	71
Росія	28	68
Польща	30	66
Чилі	32	66
Бразилія	34	65
Туреччина	37	64
Індія	38	63
Казахстан	40	62
Мексика	41	62
Катар	45	61
ПАР	49	60
В'єтнам	50	60
Індонезія	51	60
Україна	52	59
Саудівська Аравія	59	58

Джерело: складено автором за даними forbes.ua.

Чим вища зрілість (max = 100), тим нижчі ризики для проведення угод ЗіП в країні і тим активніше здійснюються такі процеси як між «домашніми», так і між іноземними компаніями.

Конкурентними перевагами українського ринку для іноземних інвесторів є кваліфікована робоча сила, наявність потенційно цікавих активів. Правда, важко ідентифікувати, чи «істинно» іноземний капітал спрямовується як

у, так і з економіки України в силу першопочаткового його вивезення за кордон і реєстрації там суб'єктів господарювання.

Як висновок, можна сказати, що злиття і поглинання – це інтеграція, за якої підписання угоди є не останнім, а швидше початковим її етапом і включає в себе діяльність з узгодження організаційної структури, бізнес-процесів, а також цілей злиття фірм. Правильна організація людських ресурсів є важливим кроком у процесі інтеграції. І справді, не можна не погодитися з думкою про те, що злиття і поглинання – це, свого роду, карткова гра «раммі»: ти можеш купувати і піднімати бізнес в одній країні та «скидати» (продавати) в іншій.

### **Література**

1. Fabac, R., Schatten, M., Đuričin, T. – Social Network Mixing Patterns In Mergers & Acquisitions – A Simulation Experiment // BUSINESS SYSTEMS RESEARCH. – 2011. – Vol. 2, No.1, 1–48 – P. 36–44.
2. <http://www.cartusblog.com/intercultural/how-culture-impacts-the-success-of-international-merger-acquisitions-and-the-top-bottom-line/>
3. [http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html#TopMergersAcquisitions\\_Worldwide](http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html#TopMergersAcquisitions_Worldwide).
4. <http://www.oecd.org/daf/internationalinvestment/48946357.pdf>.
5. [www.unctad.org](http://www.unctad.org).
6. Марчак Д. В каких быстрорастущих странах легче всего покупать компании // <http://forbes.ua/nation/1336220-v-kakih-bystrorastushchih-stranah-legche-vsego-pokupat-kompanii/1336246#cut>
7. Различия между слиянием и поглощением // <http://www.investor.ua/school/division-340.html>.
8. Слияния и поглощения компаний, синергия // <http://berg.com.ua/basic/mergers-acquisitions/>
9. Терно В. В. Особенности слияния и поглощения в России на примере ОАО «Северсталь» // [http://www.altrc.ru/?p=libr\\_card&item\\_id=616&group\\_id=20](http://www.altrc.ru/?p=libr_card&item_id=616&group_id=20).
10. Эксперты назвали крупнейшую сделку года по слиянию и поглощению // Корреспондент. – 2012. – 21 декабря <http://korrespondent.net/business/companies/1441994/print>.