

---

**ЕКОНОМІКА ПІДПРИЄМСТВА**

---

УДК 334.758

В. М. Марченко, д.е.н., доцент

**ЦІННІСНИЙ ПІДХІД  
ДО ПРОЦЕСІВ ЗЛИТТІВ ТА ПОГЛИНАНЬ КОРПОРАЦІЙ**

**Анотація.** Сформовано основні концептуальні засади ціннісного підходу до процесів злиття та поглинання як способів зовнішнього зростання корпорацій, узагальнено існуючі підходи до інтеграції та визначено необхідні складові здатності корпорації до поглинання.

**Ключові слова:** ціннісний підхід, злиття та поглинання, корпорація, синергетичний ефект.

В. М. Марченко, д.е.н., доцент

**ЦЕННОСТНЫЙ ПОДХОД  
К ПРОЦЕССАМ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ КОРПОРАЦИЙ**

**Аннотация.** Сформированы основные концептуальные основы ценностного подхода к процессам слияния и поглощения как способов внешнего возрастания корпораций, обобщены существующие подходы к интеграции и определены необходимые составные способности корпорации к поглощению.

**Ключевые слова:** ценностный подход, слияние и поглощение, корпорация, синергетический эффект.

V. M. Marchenko, doctor of economic sciences

**VALUE APPROACH  
TO THE PROCESS OF CORPORATIONS' CONFLUENCE AND ABSORPTION**

**Abstract.** In the article the basic conceptual principles of the value approach to the process of confluence and absorption as methods of external increase of corporations have been formed, the existent approaches to the integration have been generalized and the compound capacities of corporation needed for absorption have been determined.

**Keywords:** the value approach, confluence and absorption, corporation, synergistically effect.

**Постановка проблеми.** Процеси злиття та поглинання корпорацій, які реалізують як ознаки глобалізації світового виробництва, так і становлення крупної приватної власності в Україні, набувають нової хвилі своєї активності в післякризовий період розвитку економіки. Уроки кризи змінили підходи до вибору мотивів злиттів та поглинань корпорацій, змусивши власників здійснити переоцінювання перспектив подальшого розвитку об'єднаної корпорації. Основними стратегічними цілями процесів злиттів та поглинань стало формування цінності корпорації, яка реалізується через зростання їх ринкової капіталізації. В умовах забезпечення довгострокових перспектив розвитку корпорації її ринкова капіталізація виступає як мірою реалізації мотивів злиття та поглинання, так і індикатором процесів її еволюції.

**Аналіз останніх досліджень.** Питання обґрунтування підходів до злиття та поглинання не є новими для теорії управління корпорацією. Вони достатньо широко розглядаються як у світовій теоретичній та практичній науці [1, 2, 4, 5, 6, 9], так і національній науковій думці [3, 7, 8, 10]. Однак в умовах становлення крупного приватного капіталу в Україні та зростання ролі ціннісного підходу до злиттів та поглинань як способів зростання ринкової капіталізації корпорації в умовах необхідності забезпечення інвестиційної привабливості їх розвитку питання узагальнення концептуальних його положень залишаються малодослідженими.

**Мета статті.** Сформулювати основні концептуальні засади ціннісного підходу до планування процесів злиття та поглинання корпорацій.

**Виклад основного матеріалу.** Послідовність реалізації угод злиття та поглинання умовно поділяється на три структурно та логічно взаємопов'язані етапи, ефективність проходження кожного із яких є підґрунтям для очікуваної результативності наступного. Узагальнено всю сукуп-

## ЕКОНОМІКА ПІДПРИЄМСТВА

ність робіт для реалізації угоди можна означити як передінтеграційний, інтеграційний та післяінтеграційний етапи. Успіх післяінтеграційного розвитку корпорації забезпечується лише при наявності механізмів успішної реалізації завдань такої інтеграції. Постановка завдань та інструментів їх реалізації є основоположним моментом у довгостроковому ланцюзі реалізації угоди злиття та поглинання.

Завдання інтеграції в будь-яких формах повинні базуватися на постановці двох наступних умов, які, по суті, визначають ефективність всіх етапів інтеграційного процесу:

- 1) компанія покупець повинна бути готова до придбання;
- 2) компанія повинна формувати ціннісний підхід до придбання, який відрізняється від існуючих традиційних підходів основною метою такого придбання та набором механізмів її досягнення.

Готовність корпорації до придбання передбачає, що можливість придбати корпорацію може виникнути як результат реалізації планомірної діяльності по пошуку претендентів на поглинання, та як випадковість, яка виникає в результаті спонтанних рішень власників корпорації продавця, продиктованих їх особистими намірами, або прийнятих під впливом сприятливих факторів зовнішнього середовища.

У більшості випадків поглинання корпорацій відбуваються як результат планомірних дій з пошуку потенційних об'єктів майбутньої угоди. Об'єкт поглинання обирається в залежності від завдань такого поглинання та прогнозованої стратегії розвитку корпорації. Так, корпорації агропромислового комплексу здійснюють поглинання таких об'єктів, які збільшують існуючі земельні банки управляючої компанії та диверсифікують сільськогосподарську діяльність компанії покупця, корпорації харчової промисловості здійснюють поглинання активів на території України з метою зростання спеціалізації корпорації покупця (табл. 1), металургійної – для набуття статусу домінуючої корпорації тощо.

Таблиця 1

Основні мотиви придбання підприємств харчової промисловості

Галузь	Мотиви придбання	Основні покупці
Цукрова	Формування завершеного технологічного циклу переробки цукрового буряка; внутрішній попит	Агропромислові холдинги, ФПГ
Молочна	Зростання внутрішнього попиту, насиченість внутрішніх європейських ринків	Горизонтально спеціалізовані корпорації
Сироробна	Потенціал зростання внутрішнього попиту, експортний потенціал, можливості розширення асортименту	Горизонтально спеціалізовані корпорації
Пивобезалкогольна	Ємність внутрішнього ринку	Горизонтально спеціалізовані корпорації
Кондитерська	Потенціал зростання внутрішнього попиту, експортний потенціал, можливості розширення асортименту	Вертикально диверсифіковані корпорації
Олієжирова	Доступ до природних ресурсів сировини, експортний потенціал, зростаючий зовнішній попит	Агропромислові холдинги

Випадкова складова в системі мотивів злиттів та поглинань характерна для періодів економічних криз та для країн зі слабкою системою захисту прав власності. Так, у період фінансової кризи в Україні вартість промислових активів знизилась у 5 раз (за темпами падіння індексу ПФТС), вартість кредитних коштів зросла з 14,4 % у 2007 році до 20,7 % у 2009 році, що зумовило зростання пропозиції активів та зниження вартості їх продажу.

Окрім чіткого формулювання мети, готовність до придбання корпорацій полягає у постійному розвитку набору здатностей до його здійснення. Здатність здійснити придбання полягає у наявності набору організаційних, кадрових, фінансових ресурсів, які можуть супроводжувати процес поглинання (табл. 2). До організаційних ресурсів відноситься система необхідних структурних елементів, які реалізують угоди купівлі-продажу акцій. Кадрові ресурси – це набір працівників корпорації, які володіють необхідними знаннями та досвідом проведення аналогічних угод, мають довіру власників та одноставні в досягненні поставлених цілей. Під фінансовими ресурсами розуміють наявність джерел отримання коштів, достатніх для покриття витрат по виконанню угоди купівлі-продажу.

У практиці реальних угод злиттів та поглинань організаційні ресурси по їх забезпеченню формуються за рахунок посередників, якими є інвестиційні компанії та банки. Провідними інвестиційними компаніями України, які надають повний спектр інвестиційно-банківських та брокерських послуг, а також послуг з управління активами, є Concorde Capital, BG Capital, Ренесанс Капітал тощо.

---

**ЕКОНОМІКА ПІДПРИЄМСТВА**


---

Таблиця 2

Ресурси, які реалізують здатність до поглинання	
Ресурси	Можливості ресурсу, які реалізують здатність до поглинання
Організаційні	Формування інформаційного середовища Доступ до юридичного та консультативного супроводу Моніторинг пропозиції ринків цінних паперів Аналіз стану ринку та прогнозування перспектив його динаміки Одноставність власників
Кадрові	Високий професіоналізм топ-менеджменту Одноставність менеджменту Довіра менеджменту
Фінансові	Доступ до кредитних коштів Доступ до альтернативних джерел коштів (емісія акцій, облігаційні позики)

Кадровими ресурсами, які реалізують здатність корпорації до злиттів та поглинань є менеджмент корпорації, який планує, організовує, контролює, координує та оцінює процес проходження всіх етапів процесу інтеграції. Ефективність постановки та виконання завдань кожного із етапу інтеграції та кожної із функцій управління визначається набором соціальних (потреби, інтереси, переконання, цінності, світосприйняття), соціально-біологічних (вмінь, знань, навичок) та біологічних (темперамент) характеристик у кожного із управлінців та у функціональних підрозділах управління в цілому.

Досвід процесів перерозподілу власності в Україні дозволив сформувати відповідний рівень знань та навичок топ-менеджменту в управлінні післяінтеграційними процесами в корпорації.

Більшість угод злиття та поглинання реалізується за рахунок кредитного фінансування. Особливістю сучасного етапу фінансування угод є довгостроковий підхід до формування їх джерел шляхом поєднання емісійної діяльності з банківським кредитуванням. Так, результатом першого розміщення акцій для українських аграрних компаній стало швидке зростання їх капіталізації. У компанії Astarta N.V. відбулося близько 5-кратне зростання капіталізації з моменту перших торгів з 475 млн. зл. до 2 033 млн. зл., у Kernel S.A. майже 4-кратне зростання капіталізації – з 1 520 млн. зл. до 5 526 млн. зл. Зростання ринкової капіталізації забезпечило таким корпораціям доступ до євровалютного кредитування європейськими та американськими банками для фінансування подальших придбань сільськогосподарських активів.

Про міру готовності корпорації до злиття може свідчити наявність шести основних здатностей, які є гарантією успіху майбутнього придбання.

До таких здатностей слід віднести:

1) вміння стратегічного планування, яке полягає у наявності організаційних, інформаційних та кадрових можливостей для формування стратегічних та тактичних планів розвитку об'єднаного бізнесу;

2) вміння прогнозувати динаміку ринкового середовища та швидко адаптуватися до ринкових змін;

3) вміння побудувати організаційну культуру об'єднаної корпорації, яка б імплементувала ефективні принципи, цінності, системи управління та лідерства обох корпорацій. Об'єднання корпоративних культур має здійснюватися на принципах використання найефективнішої практики організації та управління корпорацією;

4) вміння побудувати таку систему управління персоналом, яка реалізує поставлені завдання та забезпечує реалізацію мети діяльності;

5) управління процесами як здатність корпорації побудувати динамічну та гнучку систему організації та управління всіма підсистемами (виробничими, інноваційними, інвестиційними, збуту, постачання, організаційної будови корпорації тощо).

Дуже часто в очікуванні ефектів від раціональної організації підсистем об'єднаної корпорації учасники злиття та поглинання вбачають мотиви їх проведення. Побудова ефективної системи управління процесами в об'єднаній корпорації складає основу ефективної реалізації плану інтеграції корпорацій у процесі їх злиття та поглинання;

6) управління інформацією та інноваціями. Корпорація, яка готова поділитися своїми та прийняти наявні в іншій корпорації знання, нововведення та розробки, формує потенціал інтеграції та прирощення таких знань, забезпечує перспективи подальшого розвитку. У комбінації знань обох корпорацій криється потенціал синергізму, який проявляється в появі тих новацій, на які не розраховували учасники інтеграції в процесі підготовки угоди про придбання корпорації.

## ЕКОНОМІКА ПІДПРИЄМСТВА

Дотримання означених здатностей є ознакою формування потенціалу цінності корпорації в процесі придбання.

На сьогодні в науковій літературі виділяють два традиційних підходи до придбання корпорацій [2, 3, 4, 5, 9], один синергетичний [6] та один комбінований:

- 1) підхід, заснований на зниженні витрат за рахунок дії ефекту масштабу;
- 2) підхід, заснований на зростанні доходів корпорації;
- 3) підхід, заснований на очікуванні синергетичного ефекту від придбання корпорації;
- 4) підхід, заснований на поєднанні очікувань комплементарних та синергетичних ефектів (комбінований підхід) (табл. 3).

Таблиця 3

Підходи до придбання корпорацій		
Підхід до придбання	Недоліки підходу	Переваги
Зниження витрат	Не завжди призводить до зростання цінності	Легко прогнозовані
Зростання доходів	Можливість негативної реакції зацікавлених осіб	Довгострокове зростання цінності
Очікування синергетичного ефекту	Необхідність самоорганізації підсистем для забезпечення зростання цінності	Нова якість взаємодії підсистем

Підхід, в основі якого лежить бажання власників знизити витрати діяльності корпорації, є обмеженим з огляду на існування граничної межі, до якої можливе зниження таких витрат. Для кожної із ланок управління та кожного із процесів управління така гранична межа є індивідуальною. Зниження понад існуючу граничну межу призводить до зниження ефективності діяльності об'єднаної корпорації. Зниження витрат не завжди є запорукою зростання доходів корпорації, а тому не завжди є запорукою зростання її цінності. Сподівання на отримання ефекту від економії витрат у результаті придбання є короткостроковими ефектами і такими, які формують цінність залежно від величини отриманого прибутку в результаті такої економії витрат, адже при зростанні прибутковості діяльності може зростати і ринкова капіталізація корпорації. Однак фондовий ринок більшою мірою реагує на довгострокове забезпечення зростання корпорацій шляхом зростання частки ринку, аніж на короткострокове зростання прибутковості.

Другий підхід до злиття та поглинання заснований на об'єднанні виробничих потенціалів з метою зростання частки ринку. У випадку об'єднання спеціалізованих корпорацій однієї галузі діяльності зростання частки ринку дорівнює сумі ринкових часток корпорацій, що об'єднуються. Забезпечити зростання частки ринку на величину, що перевищує суму часток учасників злиття можна лише у випадку формування довгострокових цілей розвитку та розробки тактичних дій для досягнення.

Цінність корпорації як категорія ринкової вартості формується на фондовому ринку в залежності від ефективності її діяльності та очікувань інвестора від володіння акціями даної корпорації. Очікування інвестора є уособленням відчутної цінності акції для інвестора і формуються під впливом спонукальних чинників до її придбання. Об'єднання економічних та психологічних чинників і визначає ринкову ціну, яку інвестор готовий запропонувати за акцію об'єднаної корпорації.

Слід зауважити, що очікування інвестора формуються під впливом аналізу статичних даних корпорації, якими є звітність корпорації, та прогнозованої динаміки зростання. Оголошення про позитивну динаміку кількісних показників зростання є сигналом до зростання ринкової вартості корпорації. Однак динамічний розвиток корпорації вимагає довгострокових зусиль по забезпеченню такого зростання. Найчастіше до довгострокового зростання на ринку призводять злиття, в результаті яких одна із компаній отримує доступ до технологій іншої компанії (автомобільне виробництво, виробництво мобільних телефонів, ІТ-технології), суттєво зростають активи об'єднаної корпорації (молочна, хлібопекарська, пивобезалкогольна галузі, фінансова діяльність (банківська, страхова, фондова), формується завершений вертикально інтегрований цикл виробництва та переробки продукції (аграрне виробництво, металургія).

Підхід, заснований на очікуванні синергетичного ефекту, передбачає, що економічна ефективність злиття та поглинання корпорацій буде досягнута за рахунок як прогнозованих ефектів від зростання частки ринку та економії витрат, так і за рахунок слабко прогнозованих процесів самоорганізації в окремих підсистемах об'єднаної корпорації. Проблема реалізації даного підходу полягає у непередбачуваності результатів майбутньої самоорганізації окремих підсистем, а відповідно, і системи в цілому, яка може мати як позитивну, так і негативну направленість для розвитку корпорації. На жаль, як показує практика процесів злиттів та поглинань, у 90 % випад-

**ЕКОНОМІКА ПІДПРИЄМСТВА**

ків очікування синергетичного ефекту залишаються не виправданими. Наслідками позитивної направленості процесів самоорганізації в об'єднаній корпорації є новації, зростання продуктивності об'єданого колективу, поліпшення психологічного клімату в колективі тощо. Реалізація означених набутих переваг формує підґрунтя для майбутнього зростання цінності корпорації, оскільки озброює об'єдану корпорацію як традиційними для злиття ефектами емерджентності (взаємодоповнення ресурсів, економії ресурсів всіх видів тощо), так і нетрадиційними ефектами (ефектами самоорганізації).

Першим кроком у створенні цінності є розкриття потенціалу до створення цінності під час стратегічного планування. Об'єднана корпорація концентрується на ідентифікації здатностей до зростання цінності, якими можуть бути об'єднання знань, які призведуть до зростання прибутковості діяльності, структурні об'єднання, які проявляються в економії чисельності та ліквідації дублюючих функцій, використання найкращих форм клієнтських взаємовідносин.

Існує декілька стадій, які необхідно пройти для досягнення зростання в результаті злиття та поглинання корпорацій. У післяінтеграційний період важливого значення набуває здатність до інтеграції на рівні підсистем, які формують майбутню цінність корпорації. У відповідності до сфери діяльності об'єднаної корпорації має бути розроблений шаблон інтеграції для кожного функціонального підрозділу та для кожного бізнес-процесу корпорації. Наявність спеціалістів та консультантів по злиттю є запорукою майбутньої ефективності розвитку об'єднаної корпорації.

Інтеграція функціональних підсистем обох корпорацій відбувається в залежності від мети злиття та поглинання, від виду процесу реструктуризації (злиття чи поглинання), організаційних можливостей їх реорганізації. Так, не вдаючись в особливості діяльності кожного функціонального підрозділу, можна говорити про те, що основними підходами до інтеграції функціональних підсистем є:

- 1) нав'язування своїх традицій організації бізнес-процесів;
- 2) імплементація традицій корпорації поглинача;
- 3) раціональний вибір кращих традицій обох корпорацій в залежності від обраної мети об'єднання корпорацій.

Обсяги інтеграційних процесів визначаються метою поглинання. Якщо метою об'єднання (чи поглинання) є зниження витрат, то корпорація, яка утворена в результаті злиття, вдається до управлінської та виробничої структуризації задля досягнення ефекту зниження витрат.

За умови реалізації мети ціннісного підходу до поглинання відбувається структуризація бізнес-процесів у рамках корпорацій, що об'єднуються. Ефекти структуризації залежать від сфери діяльності об'єднаної корпорації. Чим більша частка інтелектуального капіталу (людського, клієнтського), тим більшими є очікування синергетичних ефектів, і тим вищими перспективи зростання цінності корпорації.

У випадку значної технологічності виробництва в об'єднаній корпорації, яка супроводжується значною часткою автоматизації виробничих процесів, ефекти об'єднання можливі лише за рахунок управлінської та партнерської структуризації.

**Висновки.** З огляду на вищевикладене, можна говорити про існування різних ключових факторів ефективності процесів злиття та поглинання у різних сферах діяльності корпорацій. Так, у галузі виробництва програмного забезпечення та ІТ-технологій основним ключовим фактором майбутньої ефективності є людський потенціал, у металургії – доступ до ресурсів та операційна структуризація, у машинобудуванні – доступ до технологій, у харчовій промисловості – доступ до ринків споживання та ресурсів, у добувній – доступ до ресурсів сировини та монополізація на ринку тощо.

Реалізація ключових факторів ефективності придбання формує цінність такого придбання як здатність об'єднаної корпорації створювати цінність для акціонерів у вигляді зростання її ринкової вартості.

**Література**

1. Ансофф И. Стратегическое управление / И. Ансофф; [сокр. пер. с англ. / Научн. ред. и авт. предисл. Л. И. Евенко] – М. : Экономика, 1989. – 519 с.
2. Ивашковская И. Слияния и поглощения: ловушки роста / И. Ивашковская // ЖУК. – 2004. – № 07 (38). – С. 26-28.
3. Ищенко С. М. Слияния и поглощения компаний : оценка эффекта синергии / С. М. Ищенко. – К. : Науковий світ, 2007. – 95 с.
4. Гохан Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Патрик А. Гохан; [пер. с англ.]. – [3-е изд.]. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 741 с.

---

**ЕКОНОМІКА ПІДПРИЄМСТВА**

---

5. Доналд Депамфиліс. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании / Депамфиліс Доналд; [пер. с англ.] – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 960 с.
6. Лапшин И. П. Синергетический эффект при слияниях и поглощениях / И. П. Лапшин, А. Е. Хачатуров // Менеджмент в России и за рубежом. 2005. – № 2. – С. 21-30.
7. Мельников Р. В. Оценка экономической эффективности слияний и поглощений / Р. В. Мельников // Регион : экономика и социология. – 2009. – № 1. – С. 6-23.
8. Пихтеев В. Синергетичні ефекти об'єднання економічних систем / В. Пихтеев, А. Бакурова // Науковий збірник Формування ринкової економіки в Україні. – Львів, 2007. – Спецвипуск 16. Проблеми економічної теорії. – С. 152-159.
9. Рид Ф. Искусство слияний и поглощений / Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу; [пер. с англ. – 3-е изд.] – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 957 с.
10. Тивончук О. І. Вимірювання синергетичного ефекту злиття та поглинання підприємств / О. І. Тивончук, Г. Я. Глинська // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Економіко-правове забезпечення розвитку підприємництва в Україні : зб. наук. пр. / НАН України. Ін-т регіональних досліджень; редкол. : Є. І. Бойка (відп. ред.) [та ін.]. – Львів, 2008. – Вип. 6 (74). – 312 с.

**Bibliography**

1. Ansoff I. Strategicheskoye upravleniye / I. Ansoff; [sokr. per. s angl. / Nauchn. red. i avt. predisl. L. I. Yevenko]. – М. : Ekonomika, 1989. – 519 s.
2. Ivashkovskaya I. Sliyaniya i pogloshcheniy: lovushki rosta / I. Ivashkovskaya // ZhUK. – 2004. – № 07 (38). – S. 26-28.
3. Ishchenko S. M. Sliyaniya i pogloshcheniya kompaniy : otsenka efekta sinergii / S. M. Ishchenko. – К. : Naukovyi svit, 2007. – 95 s.
4. Gokhan Patrik A. Sliyaniya, pogloshcheniya i restrukturyzatsiya kompaniy / Patrik A. Gokhan; [per. s angl.]. – [3-ye izd.]. – М. : Alpina Biznes Buks, 2007. – 741 s.
5. Donald Depamfilis. Sliyaniya, pogloshcheniya i drugoye sposoby restrukturyzatsii kompanii / Depamfilis Donald; [per. s angl.] – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 960 с.
6. Lapshin I. P. Sinergeticheskiy effekt pri sliyaniyakh i pogloshcheniyakh / I. P. Lapshin, A. Ye. Khachaturov // Menedzhment v Rossii i za rubezhom. – 2005. – № 2. – S. 21-30.
7. Melnikov R. V. Otsenka ekonomicheskoy effektivnosti sliyaniy i pogloshcheniy / R. V. Melnikov // Region: ekonomika i sotsiologiya. – 2009. – № 1. – S. 6-23.
8. Pykhtieiev V. Synerhetychni efekty obiednannia ekonomichnykh system / V. Pykhtieiev, A. Bakurova // Naukovyi zbirnyk Formuvannia rynkovoi ekonomiky v Ukraini. – Lviv, 2007. – Spetsvypusk 16. Problemy ekonomichnoi teorii. – S. 152-159.
9. Rid F. Iskusstvo sliyaniy i pogloshcheniy / Stenli Foster Rid, Aleksandra Rid Lazhu; [per. s angl. – 3-ye izd.] – М. : Alpina Biznes Buks, 2007. – 957 s.
10. Tyvonchuk O. I. Vymiryuvannia synerhetychnoho efektu zlyttia ta pohlynannia pidpriemstv / O. I. Tyvonchuk, H. Ya. Hlynska // Sotsialno-ekonomichni problemy suchasnoho periodu Ukrainy. Ekonomiko-pravove zabezpechennia rozvytku pid-priemnytstva v Ukraini : zb. nauk. pr. / NAN Ukrainy. In-t rehionalnykh doslidzhen; redkol. : Ye. I. Boika (vidp. red.) [ta in.]. – Lviv, 2008. – Vyp. 6 (74). – 312 s.

Надійшла 24.05.2012