

*Н.С. Скопенко,
канд. екон. наук
Національний університет
харчових технологій*

ІСТОРИЧНИЙ АСПЕКТ ЗЛИТТІВ ТА ПОГЛИНАНЬ

Розглянуто історичний аспект процесів злиттів та поглинань. Досліджено особливості процесу злиття та поглинання в різні періоди.

Ключові слова: злиття, поглинання, консолідація, об'єднання, інтеграція.

The historical aspect of processes and absorptions is considered. The features of process of confluence and absorption are investigational in different periods.

Key words: confluence, absorption, consolidation, association, integration.

Основні принципи розвитку компаній в сучасних умовах ринкової економіки — це економія, гнучкість, маневреність, посилена орієнтацією на експансію та зростання. Компанії прагнуть знаходити додаткові джерела укрупнення та розширення сфер і масштабів своєї діяльності, серед яких, одним з найбільш популярних, є злиття та поглинання компаній.

Злиття і поглинання (mergers & acquisitions, M&A) — стратегія зростання компанії за рахунок об'єднання двох і більше підприємств або узяття під контроль іншої компанії шляхом придбання абсолютного або повного права власності.

Дослідженню теоретичних і практичних питань різних аспектів інтеграції та об'єднання суб'єктів господарювання присвячено значну кількість праць зарубіжних науковців, серед яких необхідно відзначити: А. Александера, М. Алле, Б. Баласа, Е. Бріггема, Дж. Вайнера, П. Гохана, Ф. Герельса, У. Гордона, Д. Депафиліс, Г. Крьомера, А. Кульмана, Р. Купера, Р. Ліпсей, А. Маршала, Дж. Мід, А. Мюллер-Армак, Г. Мюрдаль, Ф. Перру, Дж. Піндера, А. Предоля, Дж. Стигліца, П. Уальза, Я. Тінбергена, Дж. Фабоцці, У. Шарпа, В. Шнейдера та ін.

Питання інтеграційного розвитку підприємств різних галузей і форм власності набули широкого висвітлення в працях відомих вітчизняних вчених, таких як: О.І. Амоша, Я.Г. Берсуцький, І.А. Бланк, С.В. Богачов, В.М. Геєць, В.І. Голіков, П.В. Дем'яненко, Л.Є. Довгань, В.А. Євтушевський, Г.В. Козаченко, М.В. Мельникова, Г.В. Назарова, Г.С. Одицова, В.В. Пастухова, А.А. Пересада, Ю.Є. Петруня, А.С. Поважний, С.А. Румянцев, І.Л. Сазонь, Л.М. Савчук, М.В. Сірош, Н.П.Тарнавська, М.Г. Чумаченко, О.М. Ястремська та ін. Завдяки проведеним ними дослідженням створена теоретична база корпоративного управління, розроблені практичні рекомендації на рівні економіки України й окремих акціонерних товариств та інтегрованих об'єднань.

Постановка завдання. Складний процес трансформації економічних відносин вимагає поглиблення теоретичних і практичних доробок щодо підвищення ефективності взаємодії учасників об'єднань в контексті інтеграційних процесів. Дослідження питань створення, організації діяльності та функціонування інтегрованих об'єднань в сучасних умовах неможливо без вивчення історичного аспекту та врахування міжнародного досвіду формування об'єднань.

Результати. Причиною злиттів та поглинань завжди виступають зміни конкурентного середовища, які стають усе більш істотними і стрімкими у міру розвитку економіки. Глобалізація, диверсифікація, технологічний прогрес, лібералізація ринків — кожен з цих чинників постійно впливає на оцінку активів компанії та прогнози її функціонування. Усі відомі у світі хвилі злиттів та поглинань так чи інакше пов'язані із вказаними чинниками. Максимальна кількість угод M&A припадає на періоди структурних змін, промислових криз та підйомів, інфляції, технологічних революцій — коли відбувається істотна організаційна перебудова економіки та переоцінка її активів.

© Н.С. Скопенко, 2010

Злиття та поглинання компаній впродовж усієї історії носили хвилеподібний характер. Можна відмітити п'ять найбільш виражених хвиль в розвитку цих процесів [2, 3]: перша хвиля горизонтальної консолідації 1887—1904 рр.; друга хвиля злиття компаній у 1916—1929 рр. (зростання концентрації); хвиля конгломератного злиття у 60-70-х роках ХХ століття; хвиля злиття у 80-х роках ХХ століття (епоха економії); злиття у другій половині 90-х років ХХ століття (епоха мегазлиттів).

Кожен з цих періодів характеризується своїми особливостями.

Під час першої хвилі у 1887—1904 рр. активізації угод по злиттям та поглинанням сприяли потреба в підвищенні ефективності, технічний прогрес, проблеми із застосуванням антимонопольного закону Шерману (США).

Більшість злиттів здійснювалися за принципом горизонтальної інтеграції (78,3 % — горизонтальні злиття, 12 % — вертикальні, 9,7 % — горизонтально-вертикальні) та призвели до зростання концентрації в металургії, на транспорті, в добувній промисловості та інших галузях економіки [2].

Хвиля горизонтальних злиттів та галузеві консолідації призвели до панування монополій практично в усіх галузях. Потім з'явилися підприємства, які можна вважати попередниками сучасних вертикально інтегрованих корпорацій.

Відмінною рисою більшості злиттів в цей період став множинний характер: в 75 % від загальної кількості злиттів було залучено, принаймні по 5 фірм, в 26 % з них брало участь 10 і більше компаній. Іноді об'єднувалися декілька сотень фірм [1, 4]. Деякі сучасні найбільші індустріальні корпорації утворилися під час першої хвилі злиттів: USX Corporation, Eastman Kodak, American Tobacco, General Electric [2, 3].

Закінчення першої хвилі злиттів було викликане множинними фінансовими шахрайствами і крахом американського фондового ринку у 1904 р.

Окремі вчені [2] протиставляють першу і другу хвилі злиттів компаній як переважно злиття в монополії та злиття в олігополії. У зв'язку з дією антимонопольного законодавства злиття компаній в галузях призводить вже не до виникнення монополії, а олігополії, тобто до домінування невеликої кількості найбільших фірм. Для цієї хвилі більше, ніж для передуючої, характерні вертикальне злиття і диверсифікація, що викликало виникнення перших великих конгломератів. Під час другої хвилі «зростання концентрації» виникли корпорації, які займають лідируюче положення і на сучасних ринках: General Motors, IBM, John Deere, Union Carbide Corporation та ін.

Друга хвиля злиттів характеризується залученням позикового капіталу для фінансування угод. Одним із популярних типів структури капіталу, що виникли, була пірамідальна холдингова компанія, в якій нечисленна група інвесторів за допомогою відносно невеликої суми інвестованого капіталу могла контролювати великі підприємства.

Друга хвиля злиттів закінчилася одночасно із крахом фондового ринку — 29 жовтня 1929 року. За часів «Великої депресії» сталося значне падіння ділової і інвестиційної упевненості, внаслідок чого були значно скорочені підприємницькі і споживчі витрати. У обстановці стрімкого загального зменшення попиту компанії прагнули лише зберегти платоспроможність, що призвело до різкого падіння кількості злиттів.

Необхідно відмітити, що під час першої і другої хвиль злиттів особливу роль відігравали інвестиційні банки, здійснюючи значний вплив на економіку. Відносно невелике число банків, які не прагнули конкурувати один з одним, контролювало велику частину капіталу, наявного для фінансування злиттів та поглинань. Значне число злиттів, що мало місце протягом перших двох хвиль, демонструє, що інвестиційні банки, як правило, підтримували діяльність компаній по злиттю.

Головні особливості третьої хвилі М&А в 60-70-х роках ХХ ст. — виникнення фінансового інжинірингу і конгломератів [2, 3]. Посилення антitrustового законодавства, спрямованого на зниження монопольних впливів шляхом обмеження на горизонтальне і вертикальне злиття, призвели до того, що єдиною альтернативою розширення бізнесу стали формування конгломератів. Конгломерати, сформовані в цей період, здійснювали свою діяльність в різних галузях і мали дуже диверсифікований асортимент продукції.

На відміну від першої хвилі злиттів, виникнення конгломератів не збільшувало галузевої концентрації та ступені конкуренції.

Обмежена кількість вільних фінансових ресурсів на ринку та підвищення попиту на кредитні кошти для фінансування злиттів призвела до зростання процентних ставок. Крім того, в цей час спостерігалось стрімке зростання фондового ринку, що забезпечило фінансування багатьох конгломератних злиттів за рахунок акціонерного капіталу.

Об'єднання компаній відбувалося з урахуванням коефіцієнта ціна/прибуток. Коефіцієнт ціна/прибуток (price/earnings ratio, P/E ratio) є відношенням ринкової ціни акції компанії до прибутку на одну звичайну акцію [2].

Компанії з високим коефіцієнтом ціна/прибуток за рахунок поглинання компаній з досить високими темпами зростання прибутку, але нижчим значенням коефіцієнта, збільшували прибуток на одну акцію об'єднаної компанії. Із зростанням об'єднаної компанії і збільшенням компаній-мішеней, виникала проблема пошуку оптимальної цільової компанії, яка не знизить ціну акції поглинаючої компанії, що в цілому призвело до уповільнення хвилі M&A [2, 3].

У той же час, переоцінка цінних паперів (цінним паперам приписується вартість, яка значно переверщує величину, обумовлену реальними економічними чинниками) призвела до падіння фондового ринку у кінці 60 років XX століття [2]. Також, необхідно відмітити, що конгломератні поглинання не завжди ефективні, що зумовлено наступним: по-перше, покупець часто переплачує за компанію-мішень; по-друге, диверсифікація виробництва в нез'язані галузі іноді знижує загальну ефективність за рахунок недостатності спеціалізованих знань і досвіду, що підтверджується законом про підвищення продуктивності в результаті спеціалізації виробництва.

У 70 роках XX століття кількість оголошень про злиття і поглинання значно зменшилась, проте цей період поклав початок ворожим поглинанням з боку великих компаній. Першим таким поглинанням було поглинання International Nickel Company (INCO) компанії ESB (раніше Electric Storage Battery Company). Хоча поглинання було невдалим з фінансової точки зору, воно підготувало ґрунт для ворожих поглинань з боку великих промислових компаній за підтримки провідних інвестиційних банків у другій половині 70 років XX століття і під час четвертої хвилі злиття.

У 80-х роках XX століття активізувалися поглинання (передусім ворожі), управлінські викупи і захоплення іноземними компаніями. Цьому сприяв розпад великих конгломератів і збільшення числа фінансових покупців. Серед особливостей четвертої хвилі, окрім збільшення ворожих поглинань з метою швидкого фінансового збагачення, необхідно відмітити наступне [2]: виникнення корпоративного рейдера (головним джерелом доходу корпоративного рейдера є виручка від спроб поглинання; організація спроб поглинання з метою продажу компанії-мішені за вищою ціною); збільшення розміру угод (на відміну від ери конгломератів, коли переважало поглинання середніх і малих підприємств, 80-і роки XX ст. стали періодом мільярдних злиттів та поглинань. Середня ціна угоди від 10 млн. дол. США у 1970 р. зросла до 200 млн. дол. США у 1989 р.; число угод розміром понад 100 млн. дол. США з 1974 по 1986 рр. збільшилося більш ніж у 23 рази; найбільші поглинання оцінюються в десятки млрд. дол. США); агресивна роль інвестиційних банків (банківські і юридичні фахівці із злиття розробили безліч інноваційних продуктів і прийомів, як для полегшення, так і для запобігання поглинанням, що підштовхувало потенційних поглиначів і компанії-цілі скористатися їх послугами; фінансування поглинань за допомогою невідтверджених облігацій); збільшена складність стратегій поглинань (виникнення інноваційних технічних прийомів поглинання й інвестування; розвиток наступальних та оборонних стратегій); збільшене використання позикового капіталу (фінансування угод за допомогою позикового капіталу дозволило невеликим компаніям здійснювати купівлі порівняно великих компаній-цілей; викуп з використанням боргового фінансування (leveraged buyout, LBO) застосовувався для перетворення публічних компаній на приватні та/або у викупах компанії менеджерами (management buyout); міжнародні поглинання (вихід компаній на міжнародні ринки за рахунок придбань національних компаній різних країн; врахування коливання курсу валют, що призводить до зміни вартості компаній і купівельної спроможності іноземних валют).

До кінця 80-х років ХХ ст. спостерігається уповільнення темпів економічного зростання, падіння ринку непідтверджених облігацій, який забезпечував фінансування багатьох LBO, що привело до закінчення четвертої хвилі М&А.

Глобалізація світової економіки, ліквідація торговельних бар'єрів, революція в області інформаційних технологій обумовлюють зростання економіки і викликають п'яту хвилю злиттів. Особливостями цього періоду М&А були [2, 3]: збільшена вартість угод (ера мегазлиттів, середня вартість злиття зростає з 100 млн. дол. США у 1992 р. до 400 млн. дол. США у 1999 р.); збільшення угод консолідації (так звані охоплення (roll-ups)). Фрагментовані галузі консоліднуються шляхом великомасштабних поглинань компаній-консолідаторів для зниження витрат і підвищення синергії); фінансування частіше відбувалося за рахунок власного капіталу, що призвело до появи компаній з меншим борговим навантаженням; стратегічне злиття (більшість угод мотивувалося конкретною стратегією покупця (вихід на новий ринок, синергія), яка могла бути ефективніше досягнута через злиття та поглинання, чим через внутрішнє розширення); міжнародний характер угод.

Ретроспективний огляд показує, що об'єктивними умовами формування інтегрованих об'єднань є зростаючі потреби економіки та перспективи отримувати високі прибутки з меншими ризиками внаслідок функціонування консолідованих капіталів.

Інтернаціоналізація сучасної економіки зумовила домінування транснаціональних корпорацій, а глобалізація завершує створення загальносвітової «економіки корпорацій». В останнє десятиріччя світовий ринок набуває характеру олігополістичної структури. В автомобільній, аерокосмічній, комп'ютерно-програмній та інших наукомістких галузях промисловості, телекомунікаціях та ЗМІ створюються консорціуми та альянси, здійснюються злиття та поглинання, які призводять до створення інтегрованих об'єднань та суперкорпорацій.

Формування інтегрованих об'єднань є одним із найбільш ефективних шляхів реалізації глобальної стратегії розвитку господарюючих суб'єктів в сучасних умовах.

Висновки. Розвиток корпоративних злиттів та поглинань характеризуються періодами високої активності М&А, так званими хвилями злиттів. Перша хвиля включала багато горизонтальних комбінацій і консолідацій деяких галузей. У другій хвилі домінували горизонтальні злиття, але поступово збільшується кількість вертикальних злиттів. Третя хвиля стала ерою конгломератів, що характеризується поглинанням компаній з різних галузей. Для четвертої хвилі властивою є поява корпоративного рейдерства та фінансування за допомогою позикового капіталу за рахунок ринку облігацій. Специфічною особливістю для п'ятої хвилі є глобальний характер та значний розмір угод.

ЛІТЕРАТУРА

1. *Владимирова И.Г.* Слияния и поглощения компаний [Електронний ресурс] / И.Г. Владимирова // Менеджмент в России и за рубежом — 1999 — № 1 — Режим доступа до журн. : <http://www.cfin.ru/press/management/1999-1/03.shtml>
2. *Гохан Патрик А.* Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Патрик А. Гохан; [Пер. з англ.]. — 3-е изд. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 307 с.
3. *Депамфилис Дональд.* Слияния, поглощения и другие способы реструктуризация компаний. Процесс, инструментарий, примеры из практики, ответы на вопросы / Дональд Депамфилис; [Пер. з англ.]. — 3-е изд. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. — 960 с.: ил.
4. *Савчук С.В.* Анализ основных мотивов слияний и поглощений [Електронний ресурс] / С.В. Савчук // Менеджмент в России и за рубежом — 2001 — № 5 — С. 43. — Режим доступа до журн. : <http://www.cfin.ru/press/management/2001-5/04.shtml>

Скопенко Н.С. — skopnata@ukr.net

Надійшла до редколегії 15.04.2010 р.

Стаття рекомендована до друку
д-ром екон. наук, проф. Мостенською Т.Л.