

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ДЕРЖАВНИЙ ВНЗ «НАЦІОНАЛЬНИЙ ГІРНИЧИЙ УНІВЕРСИТЕТ»



Інститут економіки
Фінансово-економічний факультет

Кафедра економіки підприємства

КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ
з дисципліни «Стратегічне управління підприємством»
для студентів з напрямку підготовки
7.030504, 8.030504 Економіка підприємства

Дніпропетровськ
2015

ЗМІСТ

Зміст	3
Тема 1. СТРАТЕГІЯ ДИВЕРСИФІКАЦІЇ НАПРЯМІВ ДІЯЛЬНОСТІ ТА РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВ	4
1.1. Сутність диверсифікації діяльності підприємств	3
1.2. Типи та види диверсифікації діяльності підприємств	3
1.3. Ефективність здійснення диверсифікації діяльності підприємств	6
Питання для контролю рівня теоретичної підготовки	7
Тема 2. ПРАКТИЧНИЙ АНАЛІЗ УЧАСНИКІВ УГОД ЗЛИТТІВ ТА ПОГЛИНАНЬ	8
2.1. Зміст понять <i>M&A</i> у вітчизняній та зарубіжній практиці. Методи захисту від поглинання	8
2.2. Трансформація підприємств через стратегію інтеграції	10
2.3. Класифікація процесів злиття та поглинань	12
2.4. Основні мотиви з'єднань і поглинань промислових компаній	15
Питання для контролю рівня теоретичної підготовки	19
Тема 3. ЖИТТЄВИЙ ЦИКЛ ПРОЕКТУ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ. ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ НЕДРУЖНЬОГО ПОГЛИНАННЯ В УКРАЇНІ	21
3.1. Етапи життєвого циклу проекту злиття та поглинання	21
3.2. Практичні аспекти недружнього поглинання в Україні	25
Питання для контролю рівня теоретичної підготовки	29
Список літературних джерел	30

ТЕМА 1. СТРАТЕГІЯ ДИВЕРСИФІКАЦІЇ НАПРЯМІВ ДІЯЛЬНОСТІ ТА РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВ

1.1. Сутність диверсифікації діяльності підприємств

Стратегія – це потужний інструмент, що покликаний виводити компанію на наступний рівень розвитку і результатів, розвиватися в умовах кризи, вигравати конкуренцію.

Диверсифікація (від лат. *diversificatio* — зміна, урізноманітнення; від лат. *diversus* – різний, *facere* — робити) – це процес, що направлений на розширення та урізноманітнення діяльності підприємства, з метою отримання додаткового прибутку і мінімізації ризику, зокрема це:

- 1) володіння найрізноманітнішими фінансовими активами, кожен з яких має різний рівень ризику, з метою зниження загального ступеня ризику портфеля сфер бізнесів у цілому;
- 2) розподіл інвестицій і ризиків на різних ринках, фінансових інструментів і стратегій торгівлі;
- 3) загальна ділова практика, що направлена на розширення номенклатури товарів (робіт, послуг) та/або географічної території, з метою розподілення ризику і зниження залежності від циклічності бізнесу;
- 4) спосіб розвитку підприємства, що полягає в освоєнні виробництва нових товарів, товарних ринків, а також видів послуг, що передбачає не тільки диверсифікацію товарних груп, але й розвиток підприємницької діяльності, не пов'язаної з основними видами діяльності підприємства.

Стратегія диверсифікації входить до групи корпоративних (тобто стратегій управління портфелем сфер бізнесу), відповідно до ієрархії, стратегій. Ця стратегія передбачає включення в портфель сфер бізнесу підприємства нових сфер бізнесу за допомогою: придбання підприємств; створення абсолютно нових підприємств; створення спільних підприємств.

Наслідком диверсифікації в рамках портфеля сфер бізнесу може бути **синергетичний ефект**, тобто отримання однією корпорацією додаткової вартості в результаті покупки іншої корпорації, який може мати прояв у зниженні інтегральних корпоративних витрат і виникати за рахунок багатофункціонального використання ресурсів. В економіці синергетичний ефект називають правилом « $2+2=5$ », або « $1+1=3$ ». У разі відсутності синергії диверсифікація виробництва визнається незадовільною.

Виділяють чотири основних типи синергетичного ефекту диверсифікації: збільшення доходів; зниження витрат, в тому числі на основні засоби; зменшення податків.

1.2. Типи та види диверсифікації діяльності підприємств

Стратегія диверсифікації може бути двох типів: зв'язана і незв'язана.

Стратегія зв'язаної диверсифікації передбачає наявність істотних стратегічних відповідностей між сферами бізнесу в портфелі сфер бізнесу.

Зв'язано-диверсифіковані підприємства називають концернами.

Стратегічними відповідностями є схожі статті витрат в структурах витрат різних організацій, що належать одному портфелю сфер бізнесу, які можуть трансформуватися один в одного. Виділяють такі види стратегічних відповідностей:

- маркетингові (єдиний клієнт, єдині географічні території, канали збуту, рекламні зусилля, постачальники, схожі торгові марки, схожий післяпродажний сервіс і т.ін.);
- виробничі (єдині виробничі потужності, схожі технології, схожі НДР та ОКР і т.ін.);
- управлінські (єдині системи управління і навчання, єдиний тип менеджменту і т.ін.).

Підприємства можуть мати багато сфер бізнесу, при цьому між одними сферами існують стратегічні відповідності, між іншими – відсутні. Для чіткої класифікації корпорацій існує поняття «переважаючого типу диверсифікації на певному стратегічному рівні», під яким мається на увазі переважаючий тип диверсифікації на рівні аналізованих підсистем одного порядку на підприємстві.

Підприємства, що здійснюють **незв'язану диверсифікацію** називають конгломератами. Сфери бізнесу, що знаходяться в їх стратегічному портфелі, мають між собою слабкі стратегічні відповідності.

Основна перевага стратегії незв'язаної диверсифікації базується на зниженні ризиків для підприємства в цілому. Зниження ризиків пов'язане з тим фактом, що різні галузі можуть знаходитися на різних фазах галузевих життєвих циклів, і спади в одних компенсуються підйомами в інших, за умови відсутності загальноекономічного спаду в країні.

Незв'язана диверсифікація, на відміну від зв'язаної, не передбачає забезпечення синергетичних ефектів.

Прибутковість конгломерату в цілому в значній мірі залежить від здатності управлінського ядра передбачати перспективи галузевої кон'юнктури та вміння ефективно розпоряджатися компонентами портфелю сфер бізнесу конгломерату.

Диверсифікація – це також процес зменшення ризиків шляхом розподілу капіталу (грошей) між різними об'єктами інвестування.

Основними видами стратегії **диверсифікації** є:

1) **стратегія концентрованої диверсифікації** яка базується на пошуку і використанні додаткових можливостей виробництва нових продуктів, що укладені в існуючому бізнесі; тобто існуюче виробництво залишається в центрі бізнесу, а нове виникає виходячи з тих можливостей, що укладені в освоєному ринку, використаній технології або ж інших сильних сторонах функціонування фірми;

2) **стратегія горизонтальної диверсифікації** припускає:

пошук можливостей росту на існуючому ринку за рахунок нової продукції, що вимагає нової технології, відмінної від застосовуваної; за даної стратегії фірма повинна орієнтуватися на виробництво таких технологічно не пов'язаних продуктів, з використанням наявних можливостей підприємства; тому що новий продукт має бути орієнтований на споживача основного продукту, за своїми якостями він має бути супутнім продукту, що вже виробляється;

диверсифікацію портфелю шляхом купівлі цінних паперів одного класу. Наприклад, портфель складається лише з акцій (або лише з облігацій) різних компаній.

3) *стратегія вертикальної диверсифікації* портфелю за рахунок купівлі цінних паперів різних класів. Наприклад, інвестування у акції, облігації, нерухомість, тощо;

4) *стратегія конгломератної диверсифікації* полягає в тому, що фірма розширюється за рахунок виробництва технологічно не пов'язаних товарів, що реалізуються на нових ринках; це одна з найскладніших для реалізації стратегій розвитку; дуже часто ця стратегія реалізується шляхом придбання підприємств, а не створенням нових підприємств для роботи на незнайомому ринку;

Підвидом стратегії диверсифікації є **географічна диверсифікація** – диверсифікація портфелю завдяки інвестуванню у компанії різних країн. Наприклад, купівля акцій іноземних компаній.

Диверсифікація впливає на різні аспекти виробничо-господарської діяльності підприємства, і напрямів розвитку виділено досить багато, основні з яких зведені в табл. 8.1.

Таблиця 8.1

Напрями диверсифікації діяльності підприємств

Напрямок диверсифікації	Зміст напрямку
<i>1</i>	<i>2</i>
Диверсифікація виробництва	Однотимний розвиток багатьох, не пов'язаних між собою видів виробництва, розширення асортименту товарів, що виробляються (диверсифікація вертикальна, горизонтальна, конгломератна)
Диверсифікація продукції	Розширення значного числа модифікацій однієї й тієї ж продукції (застосовується на ринках зі стабільними попитом та пропозицією)
Диверсифікація економічної діяльності	Розширення активності підприємств, фірм, об'єднань підприємств, а також цілих галузей за рамки основного бізнесу, під яким розуміється виробництво товарів (робіт, послуг), що мають переважаючі частки в чистому обсязі продажів у порівнянні з іншими видами продукції, що виробляється
Диверсифікація експорту	Збільшення кількості видів та найменувань товарів (робіт, послуг), що призначені для експортування
Диверсифікація ризиків	Підприємницька діяльність у сферах, що характеризуються різними видами ризиків; прийняття на страхування різних видів ризиків
Диверсифікація інвестиційна і фінансова	Формування і управління інвестиційним портфелем та напрямками вкладень капіталу

Диверсифікація банківська	Розміщення фінансових активів у різних банках з метою мінімізації ризиків
Диверсифікація валютних резервів	Збереження валютних резервів банку в різних національних валютах

Також виділяють вузькоспеціалізовані напрями диверсифікації (тобто ті, що залежать від виду економічної діяльності підприємства та особливостей його управлінської системи):

диверсифікація за постачальниками, ринками збуту, асортиментом продукції (робіт, послуг), видами підприємницької діяльності;

диверсифікація малих підприємств, що передбачає розвиток бізнесу, поліпшення фінансового стану відповідної ринкової ніші;

диверсифікація лізингових операцій, тобто лізинг малих активів, лізинг крупних активів, оперативний лізинг тощо;

диверсифікація джерел фінансування, передбачає поєднання державних і приватних джерел фінансування, застосування кредитних форм фінансування;

диверсифікація фінансової діяльності підприємства, передбачає диверсифікацію валютного, депозитного і кредитного портфелю, портфелю цінних паперів тощо;

диверсифікація робочого часу, обумовлена зміненням частки зайнятого трудового населення, тривалості робочого тижня тощо.

1.3. Ефективність здійснення диверсифікації діяльності підприємств

Ефективність здійснення диверсифікації безпосередньо залежить від своєчасної орієнтації на види товарів, робіт, послуг, які мають попит і є конкурентоздатними. Оцінка результатів діяльності підприємства пов'язана з розробкою методики отримання, аналізу та надання інформації, яка стосується освоєння нових технологій, видів продукції, діяльності ринків та інших видів і напрямків діяльності, а також виявлення закономірностей визначення стану досягнення мети проведення диверсифікації.

Обрані методики оцінки ефективності проекту диверсифікації є важливими для усіх учасників проекту, залежно від їх ролі та участі. Економічно ефективним є той проект диверсифікації, за яким різниця дисконтованих результатів діяльності і витрат має невід'ємне значення за певний період часу і в подальшому змінюється.

Модель для визначення часток підприємства та інвестора може мати вигляд (8.1.):

$$\begin{aligned}
 K_I + K_{II} &= K_3, \\
 \Pi_I + \Pi_{II} &= \Pi_3, \\
 \frac{\Pi_I}{K_I} &\phi \text{ НП}_I, \\
 \frac{\Pi_{II}}{K_{II}} &\phi \text{ НП}_{II},
 \end{aligned}
 \tag{8.1}$$

де K_I – капітал інвестора; K_{II} – капітал підприємства; K_3 – загальний капітал, призначений для здійснення диверсифікації бізнесу; $П_I$ – прибуток інвестора; $П_{II}$ – прибуток підприємства; $П_3$ – загальний прибуток, який підлягає розподілу між учасниками проекту диверсифікації бізнесу; $НП_I$ – норма прибутку капіталу інвестора; $НП_{II}$ – норма прибутку капіталу підприємства.

Показником оцінки ефективності вкладів є рентабельність власного капіталу. Цей показник посилений показником розрахунку рентабельності власного капіталу відповідно до грошового потоку.

При оцінюванні ефективності проекту диверсифікації діяльності підприємства необхідно використовувати дані в динаміці за певний період. При такому оцінюванні за допомогою фінансового аналізу доцільно використовувати не лише показники за попередні роки, а й прогнозні. Достовірність результатів аналізу безумовно залежить від рівня знань спеціаліста, який проводить такий аналіз у питаннях прогнозування дій, але в будь-якому випадку такий аналіз є логічним наслідком фінансового аналізу звіту про рух грошових коштів для отримання управлінською ланкою інформації щодо оцінки результатів диверсифікації діяльності підприємства.

Основне завдання здійснення диверсифікації – забезпечення прийняттого співвідношення між прибутковістю та рівнем ризику.



Питання для контролю рівня теоретичної підготовки

1. Поняття та типи диверсифікації діяльності підприємств.
2. Види та напрями диверсифікації діяльності підприємств.
3. Напрями диверсифікації діяльності підприємств.
4. Надати характеристику стратегії незв'язаної диверсифікації.
5. Надати характеристику стратегії зв'язаної диверсифікації.
6. Поняття та модель ефективності здійснення диверсифікації діяльності підприємств.

Тема 2. ПРАКТИЧНИЙ АНАЛІЗ УЧАСНИКІВ УГОД ЗЛИТТІВ ТА ПОГЛИНАНЬ

2.1. Зміст понять *M&A* у вітчизняній та зарубіжній практиці. Методи захисту від поглинання

Для сучасної ринкової економіки в умовах глобалізації є характерними процеси злиття і поглинання (*M&A*). Частина економістів-управлінців вважає, що злиття і поглинання ліквідовують чесну конкуренцію, що не веде до розвитку національної економіки. Окремі зарубіжні економісти засуджують процеси злиття і поглинання. Більшість же вітчизняних експертів вважають злиття одним з ефективних інструментів стратегії розвитку компанії.

Слід зазначити, що західні компанії в термін *M&A* (від англ. *mergers and acquisitions* – поглинання і злиття) вкладають інакший сенс, ніж вітчизняні фахівці у сфері корпоративного права. Акції більшості іноземних акціонерних компаній мають ходіння на відкритому ринку цінних паперів. У зв'язку з цим термін «злиття і поглинання» нерозривно зв'язаний саме з акціями компаній. Встановлення ж контролю над компанією у вітчизняних умовах може бути не пов'язаним з цінними паперами.

Необхідно також визначити, чим відрізняються терміни "поглинання" й "злиття". У закордонній економічній літературі дається трактування, яке припускає, що при злитті поєднуються компанії із приблизно однаковими економічними параметрами. Передбачається, що обидві сторони угоди виступають як рівноправні партнери, і відбувається не придбання (поглинання), а дійсне злиття двох рівноцінних компаній.

Також слід наголосити на специфічності словосполучення «недружні поглинання». Якщо в іноземних юрисдикціях воно означає скупку акцій на ринку, здійснювану проти волі менеджменту компанії або власників найбільш крупних пакетів акцій, то вітчизняні недружні поглинання найчастіше є встановленням контролю над компанією із застосуванням проти-законних методів і засобів, що часто супроводжуються покупкою акцій компанії проти волі їх справжніх власників.

Довгий час в науковій літературі вітчизняних авторів використовувалися окремо терміни «злиття» і «поглинання» і разом практично не застосовувалися. Злиття використовувалося авторами як один з різновидів реорганізації. Поглинання ж, не будучи юридичним терміном, застосовувалося лише як узагальнююче поняття для огляду методів і засобів встановлення контролю над бізнесом.

У юридичному аспекті, стаття 59 Господарського кодексу України визначає злиття як дію суб'єктів господарювання, у результаті якої «всі майнові права й зобов'язання кожного з них переходять до суб'єкта господарювання, створеного в результаті злиття» [1]. Тобто кожне підприємство припиняє своє існування, а об'єднане підприємство стає новою юридичною особою.

Слід зауважити, що в кожному конкретному випадку досить важко визначити, яка форма концентрації капіталу має місце - злиття чи поглинання. У більшості випадків поза залежністю від юридичного оформлення угоди можна виділити домінуючу й залежну сторони, тобто в будь-якому разі відбувається придбання бізнесу. Тому в зарубіжній економічній літературі обидва терміни використовуються як синоніми на взаємозамінній основі, оскільки означають явища, що мають однакову економічну природу. Тому є можливим опиратися на

економічне трактування й використовувати поняття *M&A* як рівнозначні процедури, достатньою мірою процеси, що характеризують укрупнення й концентрацію капіталу.

В Україні залишається необхідність детального законодавчого регулювання питань, що стосуються встановлення контролю над бізнесом.

Відповідно до Положення (Стандарту) бухгалтерського обліку (П(С)БО) 19 «Об'єднання підприємств», визначення поняття «злиття» і правил обліку злиття підприємств, а також правила обліку придбання підприємств (саме придбання припускає недружнє злиття, тобто поглинання) є такими.

Злиття – об'єднання підприємств (шляхом створення нової юридичної особи або приєднання підприємства до головного підприємства), в результаті якого власники (акціонери) об'єднаних підприємств здійснюватимуть контроль над всіма чистими активами об'єднаних підприємств з метою досягнення подальшого сумісного розподілу ризиків і вигод від об'єднання. При цьому жодна із сторін не може бути визначена як покупець.

Об'єднання підприємств – з'єднання окремих підприємств унаслідок приєднання одного підприємства до іншого або в результаті отримання контролю одним підприємством над чистими активами (активами підприємства за вирахуванням його зобов'язань) і діяльністю іншого підприємства.

Придбання – об'єднання підприємств, в результаті якого покупець набуває контроль над чистими активами і діяльністю інших підприємств в обмін на передачу активів, ухвалення на себе зобов'язань або випуск акцій.

В Україні найбільш поширеною формою агресивного поглинання є скуповування акцій у міноритарних акціонерів (співробітників підприємства або сторонніх акціонерів). Процедура проходить простіше, якщо акції компанії менш ліквідні, тому що акціонери не знають їх реальної вартості та готові продати за досить низькою ціною. Основні превентивні методи захисту від ворожого поглинання підприємств зведені в табл. 2.1 [5].

Таблиця 2.1

Превентивні методи захисту від ворожого поглинання підприємств

Метод захисту	Економічні наслідки	Практика реалізації методу
1	2	3
Розділена рада директорів	Поглинач позбавляється можливості отримати контроль над підприємством після придбання контрольного пакету	Застосовується рідко. Як правило, контролюючі і керівні органи обираються строком на 3-5 років і не розділяються на групи
Умова супер-більшості	Збільшує кількість акцій, необхідних компанії-поглиначу для здобуття контролю над компанією-метою	Застосовується рідко. Наявність такої умови в статуті компанії буде порушенням чинного законодавства України, в якому є вичерпний перелік питань, для прийняття яких необхідна кваліфікована більшість

<i>Продовження табл. 2.1</i>		
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>
Умова справедливої ціни	Запобігає двостороннім тендерним пропозиціям; вимушує компанію-поглиначу реструктурувати тендерну пропозицію	В Україні не застосовується, оскільки законодавством не передбачений механізм здійснення такого процесу
«Отруйні пілюлі»	Через збільшений обсяг фінансових ресурсів, необхідних для викупу контрольного пакету акцій, компанії-поглиначу проведення ворожого поглинання стає ускладненим (майже неможливим)	Застосовується рідко. Такий метод може спрацювати, якщо топ-менеджменту компанії-мети належить значний пакет акцій
«Золоті парашути»	Знижується інвестиційна привабливість і збільшується вартість поглинання	Застосовується рідко, але цей метод може бути узятий на «озброєння» власниками підприємств
Захист реєстру від несанкціонованого доступу	Захищає доступ до реєстру акціонерів з метою швидкого скуповування акцій	Застосовується часто. Запобіганням «блискавичному» ворожому поглинанню можуть виступати дружні взаємини емітента і реєстродержателя

Ще один популярний в Україні спосіб агресивного поглинання компаній – механізм банкрутства (скупка боргів). Підприємство-поглинач викуповує у кредиторів боргові зобов'язання підприємства, штучно доводить його до банкрутства, а потім поглинає. Також застосовується метод рейдерського захвату підприємства. Варто відзначити, що така форма «чорного» поглинання як рейдерство є неприпустимою в рамках цивілізованих схем підприємницької діяльності.

2.2. Трансформація підприємств через стратегію інтеграції

Вертикальне злиття, тобто трансформація підприємств, як шлях реалізації стратегії вертикальної інтеграції передбачає ефект операційної і фінансової синергії для компаній, що об'єднуються – збільшення доходів, зниження витрат, зниження податків, зниження вартості розміщення цінних паперів.

Стратегія вертикальної та горизонтальної інтеграції входить до групи функціональних стратегій підприємства (тобто тих, що реалізуються по функціональних підрозділах підприємств) – найнижчого рівня в ієрархії стратегій. Будь-яке підприємство є одночасно постачальником і споживачем, оскільки інтегровано в систему трансформації сировини в кінцеві, доставлені до споживачів товари (роботи, послуги). Стратегія інтеграції передбачає

«рух назад», до сировини (зворотна вертикальна інтеграція), і «рух вперед» – до доставленого споживачам товару (пряма вертикальна інтеграція).

Основним джерелом створення додаткової вартості при вертикальному злитті є економія на транзакційних витратах. За рахунок того, що проміжний продукт усередині об'єднаної компанії передається від однієї ланки виробничого процесу до іншого без оплати або за мінімальною ціною, собівартість кінцевого продукту значно знижується.

У разі, коли потенціал ефективності реалізований компанією не повністю, має місце серйозний стимул для поглинання компанії з метою отримання вигоди від приросту її вартості внаслідок підвищення ефективності управління.

В Україні найкрупнішою компанією, що об'єднала економічний і управлінський стимули для злиття є Донецька паливно-енергетична компанія (ДТЕК), яка входить до складу фінансово-промислової групи «Систем Кепітал Менеджмент» (СКМ) і побудована на принципі вертикальної інтеграції. Асоціацію ДТЕК створено в 2002 р., до неї увійшли 15 підприємств, що утворюють ланцюжок від видобутку і переробки вугілля до виробництва і постачання електроенергії, до 2006 року було завершено формування структури управління енергетичними активами СКМ. Головною стратегічною метою ДТЕК є концентрація максимальної частки на ринку вугілля та енергогенерації України; поліпшення ключових показників операційної ефективності активів до рівня провідних енергетичних компаній Європи. За період 2006-2011 рр. ПАТ «ДТЕК» вдалося досягти переважно стійкої позитивної динаміки за такими показниками як: видобуток вугілля, виручка від реалізації; EBIT DA; чистий прибуток, частка на ринку вугілля, частка на ринку генерації теплової енергії, частка передачі та постачання електроенергії [6].

Одним з етапів стратегії вертикальної інтеграції ще в 2010 р. стало взяття державних підприємств Луганської області в концесію на 49 років з метою об'єднання всього східного регіону в єдину групу. Таке об'єднання було обумовлене потребою в значних інвестиціях на впровадження нових технологій. При цьому інвестування у вугледобувну промисловість є високоризикованим при тривалому терміні окупності.

Унаслідок передачі підприємств у приватну власність, шахти і збагачувальні фабрики, що входять до складу «Ровенькиантрацит» і «Свердловантрацит», піддалися реструктуризації. Сучасні тенденції формування організаційних структур в промисловості відображають зрушення у бік економічних мереж. У даному випадку ієрархія субпідрядності безпосередньо залежить від здатності агентів забезпечити превалювання своїх рішень над рішеннями інших агентів, що властиве оперативним холдингам, мережі ж формуються при двох- і більше учасниках операцій.

В Україні зростає актуальність необхідності створення промислових, або індустріальних парків. Промислові парки є сукупністю суб'єктів підприємництва у виробничій сфері, що здійснюють господарську діяльність на обмеженій території, яка облаштована відповідно до специфіки їх господарської діяльності. Прикладом індустріального парку є шахтоуправління «Покровське» (до недавнього часу шахта «Красноармійська-Західна №1»). Така схема – не тільки форма залучення інвестицій, але й вельми актуальна, причиною чому служить розповсюдження горизонтально- і вертикально-інтегрованих підприємств.

Ідеальний гірничопромисловий парк є оболонковою компанією, що управляє, гарантом економічних інтересів власників індустріального парку, що являє собою виконання правил безпеки ведення гірничих робіт, охорону навколишнього середовища і т.ін [7].

Робоче тіло гірничопромислового парку – це створені підприємницькими структурами дочірні компанії спеціального призначення SPE (від англ. *Special Purpose Entity*) для реалізації конкретного проекту або нового (недиверсифікованого) напряму бізнесу. Приклад: SPE з видобутку корисних копалин, зокрема вугілля, з його збагачення, генерації енергії, енергопостачання, транспорту, підйому, водовідливу, вентиляції і т.ін.

Галузева виробнича специфіка зумовила істотну відмінність гірничопромислового парку від промислового парку класичного типу, оскільки виробничі процеси у вугільній галузі є сильно взаємопов'язаними. Ця відмінність полягає в тому, що управляюча компанія покликана об'єднати всіх підприємств-учасників парку в економічну систему із загальною архітектурою задля реалізації сукупної ринкової пропозиції.

Ефективність вертикального злиття може бути оціненою за коефіцієнтом доданої вартості ($K_{ДВ}$):

$$K_{ДВ} = \frac{ВП}{(P + H + A + З) \times B_K} \times 100\% , \quad (2.2)$$

де $ВП$ – валовий прибуток, грош.од; P – витрати на оплату праці, грош.од.; H – виробничі витрати, грош.од., A – адміністративні витрати, грош.од.; $З$ – витрати на збут, грош.од.; B_K – вартість злиття (придбання), оцінюється як сукупність витрат на отримання контролю над чистими активами підприємства-партнера. Для злиття слід обрати підприємство з найбільшим $K_{ДВ}$.

Комплексний аналіз ефективності злиття оцінюють також показниками – ростом вартості об'єднаних підприємств і коефіцієнтами конвертації акцій підприємств – партнерів.

При горизонтальному злитті передумовою виникнення позитивного ефекту є зниження постійних витрат, при вертикальному – змінних витрат, але чіткість їх розмежування залежить від галузевих особливостей.

2.3. Класифікація процесів злиття та поглинань

Для більш точного розуміння економічного змісту сучасних процесів концентрації й укрупнення капіталу необхідне проведення їх класифікації (рис. 2.1) [3, 4].

Концентрація і укрупнення капіталу промислових підприємств

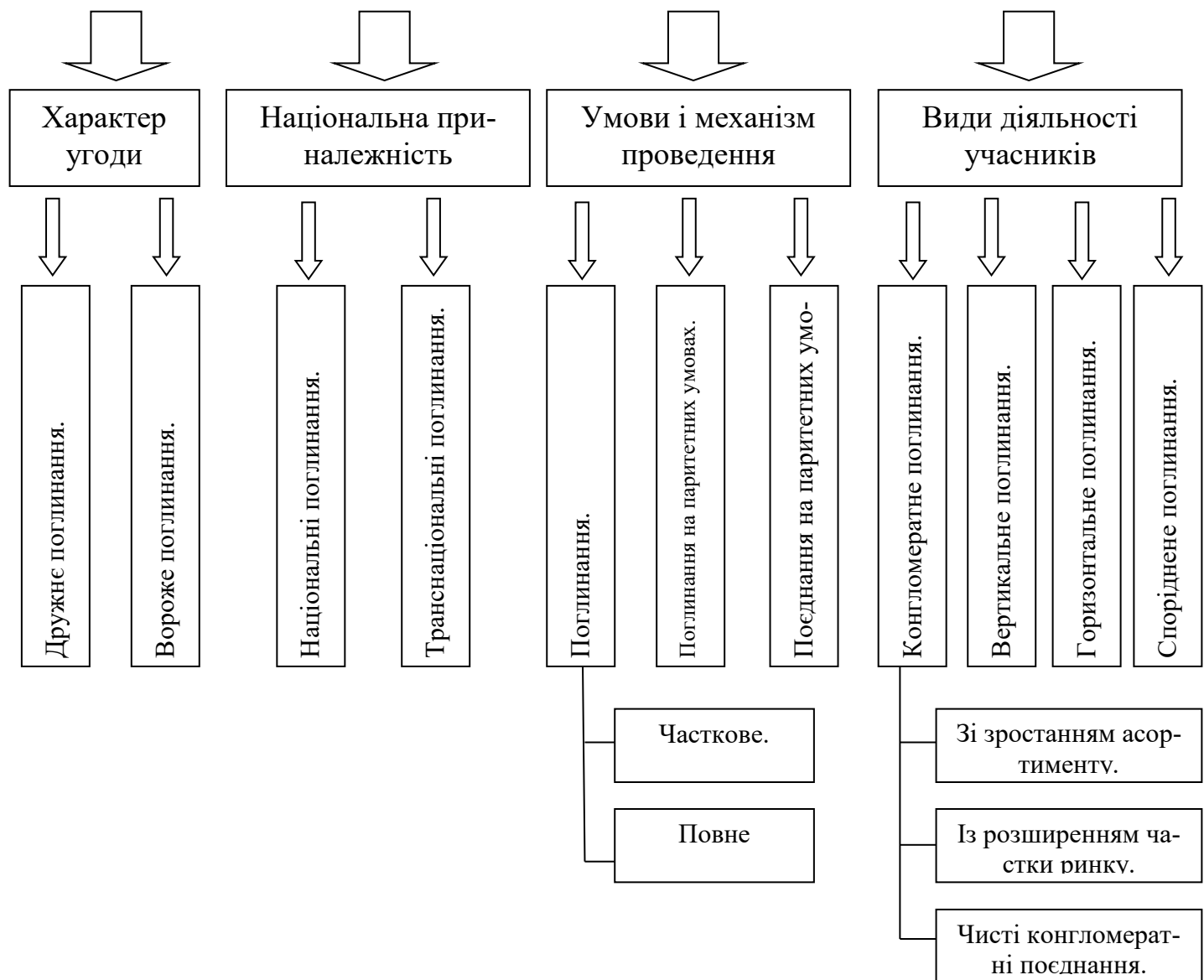


Рис 2.1. Класифікація процесів укрупнення й концентрації капіталу промислових підприємств

Як видно з рисунка, залежно від характеру угоди процеси концентрації й укрупнення капіталу поділяються:

дружнє поглинання (friendly merger) - відбувається в тому випадку, коли топ-менеджери обох підприємств схвально ставляться до поглинання й радять своїм акціонерам також з ним погодитися.

вороже поглинання (hostile merger, hostile takeover) - має місце, коли менеджмент цільової компанії (тієї, яку збираються поглинути) не погоджуються з поглинанням і докладає всі можливі зусилля для зриву домовленості.

Залежно від умов і механізму проведення угоди розділяють:

○ **злиття на паритетних умовах** – «п'ятдесят на п'ятдесят» - підприємства, що беруть участь у злитті, вносять у статутний фонд нового суб'єкта господарювання однакові за вартістю активи. Господарська практика показує, що цей спосіб концентрації й укрупнення капіталу найважчий і найрідкісніший. Набагато частіше відбувається злиття не на паритетних умовах і поглинання. Злиття не на паритетних умовах припускає різну участь на паях підприємств, що поєднуються, у статутному фонді нової фірми.

○ **повне поглинання** відбувається у випадку фактичного з'єднання промислових підприємств і злиття їхніх активів. Як приклад подібного виду поглинань можна навести поглинання ВАТ "Маркохім" (м. Маріуполь) потужним металургійним гігантом ВАТ "Азовсталь".

○ **часткове поглинання** відбувається тоді, коли одне підприємство (компанія) купує такий пакет акцій (часток, паїв) іншої компанії, що дозволяє їй повністю контролювати діяльність останньої, тобто утворюється холдинг і підконтрольна компанія стає дочірньою. При цьому фактичного злиття активів не відбувається, або відбувається частково. Наприклад, поглинання корпорацією System Capital Management ПАТ "Азовсталь".

Залежно від виду діяльності учасників процесу концентрації виділяють такі види поглинання:

- **горизонтальне поглинання** (horizontal merger) - передбачає об'єднання фірм, які працюють в одній галузі, одному сегменті ринку. Яскравим прикладом горизонтального поглинання є придбання французькою компанією з виробництва продуктів харчування Danone американського виробника мінеральної води McKesson Water Products, що сталося на початку 2000 року.

- **вертикальне поглинання** (vertical merger) має місце в тому випадку, коли поєднуються компанії, зайняті різними стадіями виробництва одного й того ж продукту. До такого роду поглинання можна віднести купівлю ВАТ "ММК ім. Ілліча" контрольного пакета акцій Комсомольського рудоуправління. У цей час даний вид поглинань є найпоширенішим в Україні, так триває процес структурування власності й утворення великих вертикально інтегрованих холдингів у базових галузях промисловості.

- **родинні злиття** - об'єднання підприємств, що випускають взаємозалежні товари.

- **конгломератне поглинання** (conglomerate merger) - відбувається при об'єднанні компаній, що функціонують у зовсім різних галузях економіки. Наприклад, придбання металургійним підприємством ВАТ "ММК ім. Ілліча" цілого ряду великих об'єктів: аеропорту м. Маріуполь із утворенням авіакомпанії "Авіа", санаторію "Ай-Даниль" у Криму й ряду інших. Слід зазначити, що в цей час частка таких поглинань незначна.

Конгломератні поглинання, у свою чергу, поділяються на поглинання з ростом асортиментів, поглинання зі збільшенням частки ринку й чисті конгломератні поглинання:

– поглинання з ростом асортиментів припускає з'єднання неконкуруючих продуктів зі схожими процесами виробництва й каналами реалізації. Як приклад можна навести придбання компанією Procter & Gamble, що є виробником мийних засобів, фірми Clorox - виробника відбілюючих речовин для білизни.

– поглинання з розширенням частки ринку припускає одержання доступу до нових, раніше не використовуваних каналів реалізації, складів, збутових мереж.

– чисті конгломератні поглинання не припускають ніякої спільності.

2.4. Основні мотиви з'єднань і поглинань промислових компаній

Одним з основних питань при аналізі процесів концентрації й укрупнення капіталу є питання про мотиви подібних (досить складних) операцій.

Як головна мета операцій з концентрації й укрупнення капіталу виступає (або має виступати) підвищення рівня добробуту акціонерів. Аналізуючи й систематизуючи світовий досвід, можна виділити цілий ряд мотивів злиттів і поглинань промислових підприємств (рис. 2).

Головною метою, що переслідує або має переслідувати будь-яке злиття або поглинання, мабуть, є підвищення добробуту акціонерів. Відповідно до цього основну умову, обов'язкову для здійснення економічно ефективної концентрації капіталу, можна виразити у вигляді формули:

$$C(A)+C(B)<C(AB), \quad (2.3)$$

де $C(A)$ - вартість компанії А, $C(B)$ - вартість компанії В, $C(AB)$ - вартість об'єднаної компанії АВ.

Інакше кажучи, злиття або поглинання можна вважати ефективним, якщо вартість об'єднаної фірми стає більшою від суми вартостей обох фірм, узятих окремо до об'єднання. Даний ефект приросту вартості в результаті об'єднання двох бізнесів одержав назву синергії, або синергетичного ефекту (від грецьк. *synergeia* - співробітництво, співдружність) [10].

Синергетичний ефект при злитті або поглинанні промислових підприємств може бути досягнутий за рахунок:

- 1) економії на масштабах;
- 2) економії на витратах;
- 3) монопольного становища на ринку;
- 4) взаємодоповнюваності в галузі НДДКР.

1) економія на масштабах досягається в тому випадку, коли середня величина витрат на виробництво одиниці продукції знижується з ростом обсягів виробництва. Основна ідея полягає в тому, щоб, використовуючи ті ж потужності, ту ж чисельність працівників, ту ж систему розподілу, випускати більший обсяг продукції. Крім того, з ростом обсягів виробництва знижуються постійні питомі витрати. Тобто при збільшенні обсягу виробництва передбачається більш ефективне використання всіх наявних ресурсів. Разом з тим, необхідно пам'ятати про граничні значення збільшення обсягів виробництва, при перевищенні яких спостерігається різке збільшення витрат і падіння рентабельності.

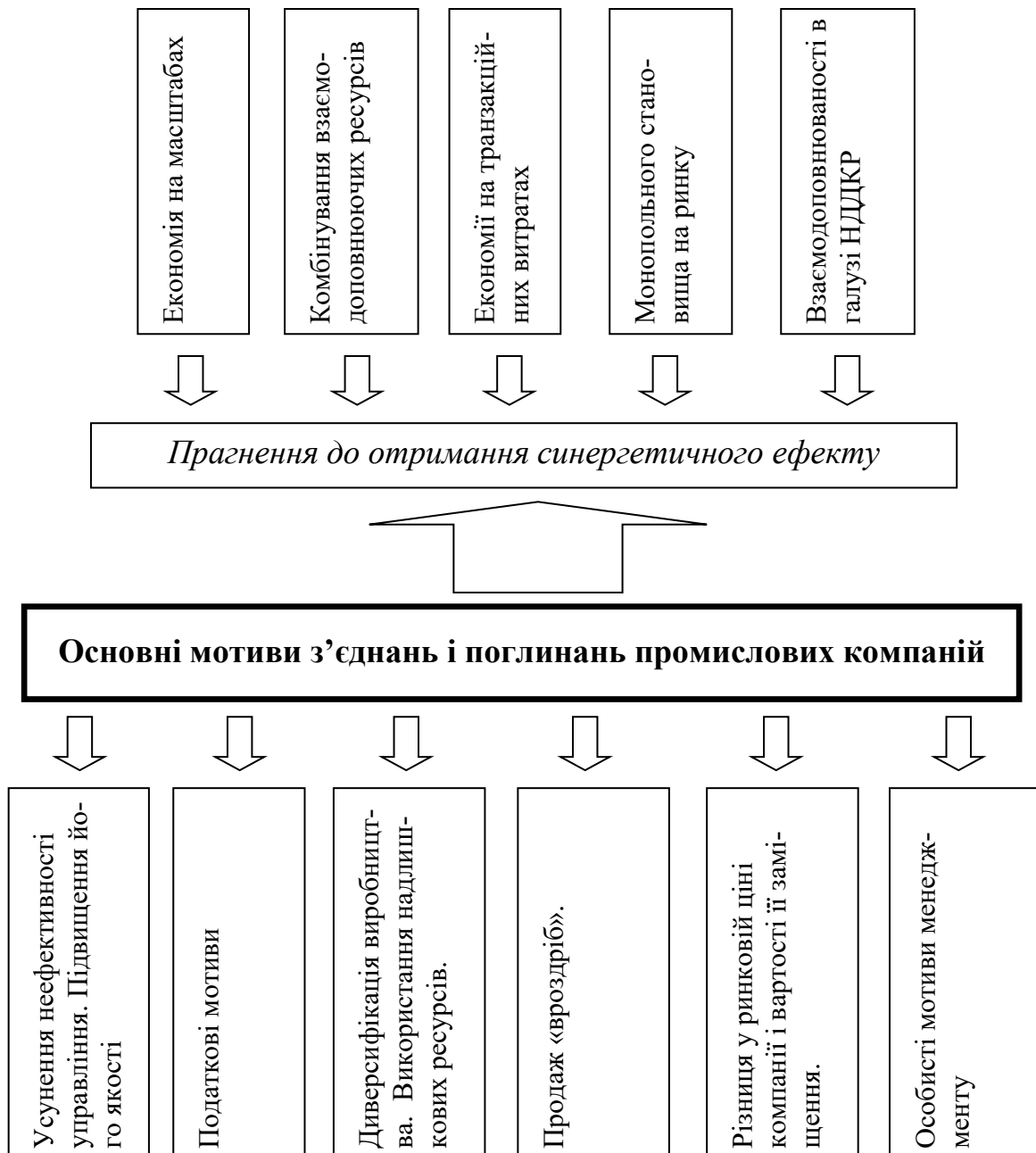


Рис. 2.2. Основні мотиви злиттів і поглинань промислових компаній

Економія на масштабах характерна насамперед для горизонтальних злиттів. Однак її досягнення можливе й при конгломератних злиттях. У цьому випадку економії досягають за рахунок усунення дублювання функцій окремих працівників, централізації ряду функцій (бухгалтерський облік, фінансовий контроль, діловодство, стратегічне управління). При цьому необхідно відзначити, що інтегрувати компанію, що поглинається, у діючу структуру надзвичайно складно. Тому ряд компаній навіть після об'єднання продовжують працювати як сукупність окремих підрозділів, а економія за рахунок централізації окремих функцій може виявитися недосяжною. Ускладнення організаційної структури управління, викликане злиттям або поглинанням, здатне, навпаки, привести до росту чисельності адміністративно-управлінського персоналу й збільшення витрат.

2) економія на витратах є, як правило, основним джерелом синергії і може досягати досить значних сум. Так, у листопаді 1997 року навколо двох найбільших німецьких промислових груп - Kurrp AG й Thyssen AG - вибухнув великий скандал через те, що компанія Kurrp висунула пропозицію про вороже поглинання Thyssen AG. Необхідно відзначити, що угоди по ворожому поглинанню досить типові для США, але зовсім нечасті у Німеччині, оскільки мало відповідають німецькому стилю ведення бізнесу. Однак, після того як була підрахована передбачувана економія на витратах, що складала близько 1 млрд. марок на рік (річний обсяг продажів об'єднаної компанії прогнозувався на рівні 67 млрд. марок), поглинання було моментально схваленою

Доцільно проводити злиття виробничих компаній при наявності в них взаємодоповнюючих ресурсів. Кожна з компаній має те, що необхідно іншій, і злиття може принести ефект. Вартість активів компаній після об'єднання зростає в порівнянні із сумою їх вартостей до злиття, тому що кожна з компаній отримує необхідні їй ресурси дешевше, ніж вони б коштували у випадку їхнього самостійного створення. Подібні злиття й поглинання характерні як для великих виробничих підприємств, так і для середнього й дрібного бізнесу. Часто великі фірми поглинають малі підприємства, здатні забезпечити відсутні компоненти для їхнього успішного функціонування, або ті, які виробляють унікальні продукти, але не мають достатніх ресурсів для розширення й розвитку виробництва. Великі виробничі компанії часто самі спроможні створити необхідні виробництва, але набагато швидше й дешевше одержати до них доступ, поглинувши або злившись із компанією, яка уже їх має.

3) монопольне становище на ринку. Даний мотив часто (гласно або негласно) є одним з вирішальних при горизонтальних злиттях і поглинаннях. Кожне підприємство прагне домогтися монопольного становища у своєму сегменті ринку або його усталити. У цьому випадку об'єднання дозволяє компаніям уникнути цінової конкуренції, коли ціни знижуються до мінімально можливого порога прибутковості. Однак держава за допомогою антимонопольного законодавства повинна обмежувати об'єднання компаній, метою яких є монопольне підвищення цін.

4) взаємодоповнюваність в галузі НДДКР дозволяє компаніям, які об'єдналися, заощаджувати значні ресурси при розробці нових технологій і створенні нових видів продукції. Завдяки злиттю або поглинанню можуть бути об'єднані передові наукові ідеї однієї компанії з фінансовими ресурсами, необхідними для їхньої реалізації, які є в наявності в іншій. Головним об'єктом для поглинань є молоді передові в технологічному відношенні галузі, пов'язані з виробництвом і використанням наукомісткої продукції, надскладної техніки, технологічних новинок тощо.

Існує також мінімум шість додаткових причин (мотивів) концентрації й укрупнення капіталу, які також часто є рушієм злиттів і поглинань. До них належать:

1) усунення неефективності й підвищення якості управління.

Аналіз фактів злиття й поглинання компаній показує, що в більшості випадків управління однією з компаній було малоефективним, а основні економічні показники й фактичні норми прибутковості набагато нижчі середнього рівня по галузі. Передбачається, що після об'єднання активи нового виробничого підприємства стануть більш ефективно керованими. У ряді випадків під терміном "підвищення ефективності управління" прихована необхідність

проведення хворобливої процедури скорочення персоналу й реорганізації діяльності компанії.

2) податкові мотиви.

Високорентабельне підприємство, що несе істотне податкове навантаження, може придбати компанію з більшими податковими пільгами, які можуть бути використані для нової компанії в цілому.

3) диверсифікованість виробництва, використання надлишкових ресурсів.

Даний мотив досить часто є причиною злиттів і поглинань, оскільки диверсифікованість дозволяє ефективно використати наявні великі потоки коштів, стабілізувати потік доходів і перенаправляти інвестиції в інші, більш прибуткові сфери бізнесу, що вигідно й акціонерам, і менеджерам, і постачальникам, і споживачам. Цей мотив пов'язаний із прогнозами зміни структури галузей, з орієнтацією на нові ринки, технології, стратегічні ресурси.

Наочним прикладом успішної диверсифікованості є найбільша американська компанія General Electric. Тільки за період з 1984 по 1997 рік General Electric здійснила 44 придбання, з них понад 20 придбаних фірм були мало пов'язані з основною діяльністю підприємства. На цей момент General Electric являє собою конгломерат, що успішно діє, окрім свого основного сегмента, на ринку страхування, телевізійних послуг, пластикових карт, медичного устаткування тощо. Як ключовий елемент, що обумовив успішність стратегії диверсифікованості General Electric, можна виділити придбання компаній, які мають провідні позиції у своїх галузях. Інакше кажучи, General Electric прагне здобувати не тільки активи, але й керівників, що володіють необхідною підготовкою і, найголовніше, практичним досвідом успішного управління своїм бізнесом [8].

4) продаж "врозкид".

Даний мотив характеризується принципом "дешево купити й дорого продати". Його реалізація можлива в тому випадку, якщо надалі майно поглиненої компанії може бути продане частинами іншим зацікавленим компаніям з одержанням значного доходу.

5) різниця в ринковій ціні компанії й вартості її заміщення.

Мотив обумовлений тим, що часто простіше купити діюче підприємство, ніж будувати нове. Це має сенс у тому випадку, коли ринкова ціна майна компанії-мішені значно менша вартості придбання аналогічних активів. Така різниця може виникнути через розбіжність ринкової й балансової вартості підприємства. Ринкова вартість підприємства визначається його прибутковістю і часто буває значно нижчою за балансову.

Як приклад реалізації подібних поглинань можна навести американські нафтові корпорації, які на початку 80-х років XX ст. зіштовхнулися з можливістю придбання запасів нафти більш дешевим способом, шляхом поглинання діючих підприємств, а не розробкою нових родовищ. Наприклад, компанія "Chevron" купила компанію "Gulf Oil", щоб експлуатувати належні їй нафтові родовища. Аналогічно сталепрокатні компанії заявляли, що дешевше купити існуючий металургійний завод, ніж будувати новий, і в 1984 році корпорація LTV придбала фірму Republic Steel за 700 млн. дол.

б) особисті мотиви менеджменту.

Часто менеджери компаній планують проведення злиттів і поглинань не для підвищення вартості керованого ними бізнесу, а для задоволення особистих амбіцій. Рівень влади менеджменту й величина матеріальної винагороди багато в чому визначається розмірами корпорації. Теорія, відповідно до якої особисті мотиви керівництва можуть відігравати істотну

роль в ухваленні рішення про проведення поглинання, уперше одримала наукове обґрунтування й розробку у 1986 році в дослідженні відомого американського економіста Річарда Ролла. У своїй роботі [9] він припустив, що хоча далеко не всі поглинання можуть бути пояснені особистими амбіціями керуючих, проте людський фактор у подібних угодах відіграє важливу роль. Ступінь впливу людського фактора може значно варіюватися від угоди до угоди, однак, за підсумками дослідження, основні висновки якого згодом підтверджувалися роботами інших економістів, можна однозначно стверджувати про істотність особистих мотивів керівників як фактора, що впливає на ухвалення рішення про злиття.

Крім вищеописаних мотивів злиттів і поглинань, можуть зустрічатися специфічні. Так, злиття для українських промислових підприємств являють собою один з деяких методів, за допомогою якого вітчизняні промисловці можуть боротися із проникаючими на український ринок потужними закордонними конкурентами.



Питання для контролю рівня теоретичної підготовки

1. Зміст поняття *M&A* у вітчизняній та зарубіжній практиці.
2. Надати характеристику стратегії вертикальної інтеграції.
3. Надати характеристику стратегії горизонтальної інтеграції.
4. Які існують основні превентивні методи захисту від ворожого поглинання підприємств?
5. Надати характеристику перспективним напрямкам розвитку діяльності підприємств.
6. Основні мотиви злиттів та поглинань компаній.
7. Неосновні мотиви злиттів та поглинань компаній.
8. Економічні наслідки злиття та поглинань компаній із наведенням прикладів.
9. Фактори, які визначають доцільність здійснення злиття підприємств.
10. Механізм досягнення синергетичного ефекту вартості при злитті і поглинаннях компаній.
11. Показники, що застосовуються для оцінки ефективності вертикального злиття.
12. Класифікація *M&A* за характером угоди.
13. Класифікація *M&A* за національною приналежністю.
14. Класифікація *M&A* за умовами і механізмом проведення.
15. Класифікація *M&A* за видами діяльності учасників.

ТЕМА 3. ЖИТТЄВИЙ ЦИКЛ ПРОЕКТУ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ. ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ НЕДРУЖНЬОГО ПОГЛИНАННЯ В УКРАЇНІ

(рос) .3.1. Етапи життєвого циклу проекту злиття та поглинання (ЖЦП М&А)

В настоящее время предполагается, что существует определенный психологический паттерн **«информация об объединении компаний – ожидание синергетического эффекта стоимости – достижение синергетического эффекта стоимости»** (его этапы приведены в табл. 3.1). Информация о слияниях и поглощениях компаний активизирует его, формируя у инвесторов определенные ожидания, ведь если компании объединяются, значит для этого существует достаточно значимый экономический стимул, которым зачастую является достижение синергетического эффекта стоимости. Как только у инвесторов возникают ожидания в отношении достижения синергетического эффекта стоимости при объединении компаний, в действие вступает механизм «рефлексивности», обеспечивающий наличие двусторонней связи между ожиданиями и действительным ходом событий.

Автор концепции «рефлексивности» Джордж Сорос в своей известной работе «Кризис мирового капитализма» [13, с. 7-8] говорит: «Когда мы думаем о событиях внешнего мира, движение времени может создать определенную степень изоляции между мыслями и реальностью. Наши настоящие мысли могут повлиять на будущие события, но будущие события не могут влиять на процесс мышления в настоящем; только в определенный день в будущем эти события превратятся в опыт, который может изменить потом мышление участников. Но эта изоляция не является абсолютно непреодолимой благодаря роли ожиданий. Наши ожидания будущих событий не являются пассивными в отношении самих этих событий, они могут измениться в любой момент, изменяя при этом результат. Именно это явление и происходит постоянно на финансовых рынках. **Сущность инвестирования заключается в предвидении, или «дисконтировании», будущего.** Но цена, которую инвесторы готовы заплатить сегодня за ценную бумагу (валюту или товар), может изменить состояние соответствующей компании (валюты или товара) самыми разными способами. Таким образом изменения текущих ожиданий влияют на будущее».

То есть, мы можем наблюдать своеобразное «самосбывающееся пророчество», когда основанные на прошлом опыте ожидания инвесторов в отношении достижения синергетического эффекта стоимости при объединении компаний, к тому же «подогреваемые» наличием рефлексивности, действительно сбываются. Так, «самосбывающееся пророчество» и является одним из факторов, обуславливающих концентрацию капитала и развитие процесса глобализации.

Следует отметить, что хотя описанный психологический механизм не носит характера универсального закона, однако в силу своей типичности он обладает существенной практической значимостью [14].

Этапы жизненного цикла проекта М&А

Этап ЖЦП М&А	Содержание этапа ЖЦП М&А
1. Концепция	Выбор объекта М&А; постановка целей проекта (так называемых smart-целей)*; подготовка стратегического плана проекта М&А; предварительная оценка доходности проекта.
2. Исследование	Переговорный процесс; комплексное обследование компании-цели, или компании-объекта М&А; заключение об осуществляемости проекта М&А.
3. Сделка М&А	Подписание соглашения о М&А, подготовка юридического и финансового сопровождения сделки М&А; открытие финансирования сделки; проведение и «заккрытие» сделки М&А.
4. Организационное проектирование	Составление технического задания на проектирование комплексно-целевой модели М&А, определение и согласование организационной структуры компании после проведения М&А; экспертиза и утверждение комплексно-целевой модели М&А.
5. Внедрение проекта	Разработка и управление проектом внедрения; анализ и оценка результатов внедрения комплексно-целевой модели М&А; «заккрытие» проекта внедрения комплексно-целевой модели М&А; «заккрытие» проекта М&А.

***Цели** — это конкретное состояние отдельных характеристик предприятия (организации), достижение которых является для нее желательным и на достижение которых направлена ее деятельность.

Требования к целям компании (SMART-targetting)

S. Во-первых, цели должны быть **конкретными (specific)**, обладающими необходимыми характеристиками для того, чтобы можно было однозначно определить, в каком направлении должно осуществляться движение организации, Цель должна четко фиксировать, что необходимо получить в результате деятельности, в какие сроки следует ее достичь и кто должен ее достигать. Чем более конкретна цель, тем легче выработать стратегию ее достижения, Если цель сформулирована конкретно, то это позволяет добиться того, что все или подавляющее большинство сотрудников организации будут легко понимать ее, а следовательно, знать, что их ожидает впереди.

M. Во-вторых, цели должны быть **измеримыми (measurable)**. Это означает, что цели должны быть сформулированы таким образом, чтобы их можно было количественно измерить, либо же можно было бы каким-то другим объективным способом оценить, была ли цель достигнута, Если цели неизмеримы, то они порождают разночтения, затрудняют процесс оценки результатов деятельности и вызывают конфликты.

A. В-третьих, цели должны быть **достижимыми (achievable)**. Конечно, в целях должен быть заключен определенный вызов для сотрудников, Они не должны быть слишком легкими для достижения. Но они также не должны быть нереалистичными, выходящими за предельные возможности исполнителей, Нереальная цель приводит к де мотивации работников и потере ими ориентира, что очень негативно сказывается на деятельности организации.

R. В-четвертых, цели должны быть **значимыми (relevant)** для основных субъектов влияния, определяющих деятельность организации, и в первую очередь для тех, кому придется их достигать. Также цели должны быть **гибкими (flexible)**. Цели следует устанавливать таким образом, чтобы они оставляли возможность для их корректировки в соответствии с

теми изменениями, которые могут произойти в окружении.

Т. В-пятых, цели должны быть *ограниченными во времени (time bound) и совместимыми*. Совместимость предполагает, что долгосрочные цели соответствуют миссии, а краткосрочные цели – долгосрочным. Но иерархическая совместимость – не единственное направление установления совместимости целей. Важно, чтобы не противоречили друг другу цели, относящиеся к прибыльности и к установлению конкурентной позиции, или цели усиления позиции на существующем рынке и цели проникновения на новые рынки, цели прибыльности и благотворительности.

При формулировании целей в настоящее время *покупатели играют ключевую роль* для выживания организации, менеджеры при установлении целей должны учитывать их интересы (здесь применим метод создания *добавочной стоимости продукта* в виде допбонусов, незначительных подарков и всевозможных дополнений к основному продукту). Также при установлении целей необходимо учитывать интересы общества, такие, например, как развитие среды проживания в местном масштабе и т.п. На практике обычно краткосрочными считаются цели, которые достигаются в течение одного года, и, соответственно, долгосрочными – цели, достигаемые в течение двух-пяти лет.

Разделение целей на долгосрочные и краткосрочные имеет принципиальное значение, так как эти цели существенно различаются по содержанию. Для краткосрочных целей характерна гораздо большая, чем для долгосрочных, конкретизация и детализация (кто, что и когда должен выполнять). Иногда, если возникает необходимость, между долгосрочными и краткосрочными целями устанавливаются еще и промежуточные цели, которые называются *среднесрочными*.

Наиболее распространенными **направлениями**, по которым на предприятии (в организации) устанавливаются цели, являются следующие:

1. В сфере доходов:

прибыльность, отражаемая в показателях типа величины прибыли, рентабельности, дохода на акцию и т.п.;

положение на рынке, описываемое такими показателями, как доля рынка, объем продаж, доля рынка относительно конкурента, доля отдельных продуктов в общем объеме продаж и т.п.;

производительность, выражающаяся в затратах на единицу продукции, материалоемкости, в отдаче с единицы производственных мощностей, объеме производимой в единицу времени продукции и т.п.;

финансовые ресурсы, описываемые показателями, характеризующими структуру капитала, движение денег в организации, величину оборотного капитала и т.п.;

мощности организации, выражаемые в целевых показателях, отражающих размер используемых мощностей, количество единиц техники и т.п.;

разработка, производство продукта и обновление технологии, описываемые в таких показателях, как величина затрат на выполнение проектов в области НИР, сроки введения в действие нового оборудования, сроки и объемы производства продукта, сроки вывода нового продукта на рынок, качество продукта и т.п.,

2. В сфере работы с клиентами:

работа с покупателями, выражаемая в таких показателях, как скорость обслуживания клиентов, число жалоб со стороны покупателей и т.п.

3. В сфере работы с сотрудниками:

изменения в организации и управлении предприятием, отражаемые в показателях, устанавливающих задания таких изменений по срокам и т.п.;

человеческие ресурсы, описываемые с помощью показателей, отражающих количество пропусков работы, текучесть кадров, повышение квалификации работников и т.п.,

4. В сфере социальной ответственности:

оказание помощи обществу, описываемое такими показателями, как объем благотворительности, сроки проведения благотворительных акций и т.п.

Необходимо отметить, что менеджменту компании-поглотителя и компании-цели необходимо на каждом этапе ЖЦП М&А выявлять и оценивать **риски** при поиске возможности управлять ими или минимизировать их (риски самой сделки М&А, риски, присущие данной компании, риски отрасли).

Все разговоры о развитии мировой экономики так или иначе замыкаются на таких природных ресурсах как нефть и газ, отечественной экономики - уголь. Казалось бы, компании этих сфер должны всегда быть в центре внимания лиц, совершающих сделки слияний и поглощений. Однако не все так просто. Дело в том, что большинство нефтяных активов находится под контролем либо крупных вертикально интегрированных структур, либо государства. Расстаться с подобными компаниями их владельцы захотят или под воздействием непредвиденных обстоятельств, или в связи с неприлично высокой суммой сделки. Это подтверждается примером и печально известного российского «ЮКОСа», и других нефтяных компаний поменьше, владельцы которых продали часть акций иностранным инвесторам.

Особенностью нефтяной и угольной отраслей является и то, что денег, которые имеются у отечественного бизнеса, недостаточно для приобретения крупных нефтяных и угольных компаний.

Активные процессы слияний и поглощений наблюдаются в других отраслях отечественной экономики: металлургической отрасли, пищевой промышленности и сфере телекоммуникаций. Металлургическому бизнесу по причине позитивной рыночной конъюнктуры есть откуда черпать денежные средства для финансирования сделок М&А. Пищевая промышленность также на подъеме, к тому же в этом сегменте рынка сильны позиции иностранного капитала.

Интенсивность проведения слияний и поглощений напрямую зависит от политической и экономической ситуации в стране. В первой половине 90-х годов 20 в. наиболее заметными игроками в сфере слияний и поглощений были государственные чиновники, от воли которых зависела судьба приватизируемых предприятий. Активную роль в переделе собственности играли и авторитетные бизнесмены, привыкшие силой устанавливать контроль над интересующими их активами. В дальнейшем происходила смена активных фигурантов данного рынка. В конечном счете юридические компании стали ключевым звеном в цепочке мероприятий, направленных на реализацию планов по враждебному или дружественному поглощению той или иной организации. Теперь вряд ли кому-то придет мысль начинать сделку М&А без помощи как минимум одного корпоративного консультанта.

«Свежий» пример слияния в Украине: в августе 2015 г. «Альфа-банк» и «Укрсоцбанк» объявили о слиянии, т.е. об образовании третьего по мощности объединения банков в Украине. Группа UniCredit анонсировала себя как будущего акционера холдинга АВН Holdings, который владеет «Альфа-банком».

Компании, которые являются объектом слияний и поглощений, т.е. *компании-цели можно классифицировать* по различным основаниям. Наиболее существенны следующие из них.

1) Является ли компания частью интегрированной структуры. Как правило, компании, входящие в состав вертикально интегрированных образований, довольно редко подвергаются атакам со стороны корпоративных агрессоров. Если же это происходит, то в качестве инициатора враждебного поглощения выступает не менее крупная структура.

Компании чаще всего становятся объектами дружественного поглощения, когда покупателю удается договориться с ее владельцем об основных условиях сделки.

2) Успешность бизнеса компании-цели. Это один из немаловажных факторов, оказывающих серьезное влияние на дальнейшую судьбу компании. Вряд ли стоит объяснять, что чем плачевнее дела в компании, тем сговорчивее его владельцы с условиями продажи.

3) Структура акционерного капитала. Структура акционерного капитала компании может выглядеть следующим образом:

- в одних руках находится пакет акций в диапазоне от 75 до 100 % акций;
- контрольный пакет акций (50 % плюс одна акция и более) находится в руках менеджмента компании либо стороннего инвестора, остальная часть распределена между физическими и (или) юридическими лицами;
- одно лицо аккумулировало пакет акций, близкий к контрольному (больше или около 40 %, но менее 50 %), остальная часть равномерно распределена между физическими и (или) юридическими лицами. При этом контрольного пакета нет ни у одного акционера либо группы акционеров;
- акции распределены между акционерами общества таким образом, что ни у одного из них нет пакета, даже близкого по величине к контрольному. Контроль над компанией фактически принадлежит ее менеджменту, умело играющему на интересах различных групп акционеров.

4) Применение компанией профилактических мер, направленных на защиту от враждебного поглощения. При отсутствии защиты велика вероятность того, что кто-то из возможных инициаторов сделки M&A захочет не купить компанию, а просто-напросто ее захватить.

5) Корпоративный конфликт внутри компании. Это обстоятельство значительно облегчает агрессору задачу по захвату компании.

(укр.) 3.2. Практичні аспекти недружнього поглинання в Україні

Характерною рисою новітньої історії розвитку вітчизняного бізнесу є дедалі більша кількість операцій зі злиття й поглинання суб'єктів господарювання, яка часто проявляється у досить агресивній формі так званого *недружнього поглинання або рейдерства*. Останнє нині поширилось в Україні настільки масштабно, що стало створювати певну загрозу економічному розвитку держави.

Термін *«рейдерство»* походить від англійського *«raid»* (дослівно *«набіг», «рантовий напад»*). Компанію, що поглинає іншу компанію шляхом масового скуповування акцій компанії-жертви з метою одержати контрольний пакет, називають *«рейдером»* (англ. *raider*). Відповідна діяльність у багатьох країнах врегульована законодавчо. Наприклад, у США правила Комісії з коштовних паперів і бірж (*Securities and Exchange Commission*) вимагають повідомляти комісію, а також компанію-об'єкт поглинання про намір придбати понад 5% її акцій. Підкреслимо, західні рейдери виглядають зовсім безневинно порівняно з їх російськими й українськими «колегами». Адже з вітчизняних і російських ЗМІ, які повідомляють про факти рейдерства, ми дізнаємося не стільки про купівлю акцій, скільки про захоплення територій і офісів підприємств збройними загонами. У зв'язку з чим на пострадянському просторі під рейдерством часто розуміють незаконне поглинання (захоплення) одного суб'єкта господарювання (підприємства) або його власності іншим, із застосуванням корупції і насильства.

Для того, щоб визначити завдання конкурентної розвідки у досліджуваних процесах найперше слід визначити саму природу поглинання й рейдерської атаки.

Рейдерство зародилося щойно було здійснено випуск перших акцій. Його не варто плутати з розповсюдженням на Заході *грінмейлом* – формою легального корпоративного шан-

тажу, який застосовується зазвичай дрібним акціонером з метою продажу своїх акцій мажоритарію у декілька раз дорожче.

За кордоном рейдерів називають своєрідними «санітарами бізнес-лісу», які поглинають підприємства зі слабким менеджментом; отже, побічно вони навіть сприяють поліпшенню макроекономічних показників країни. Так, наприклад, кошти для фінансування великих операцій з недружнього поглинання залучаються на відкритому фінансовому ринку, зокрема через пайові фонди, які спеціалізуються на скуповуванні акцій і подальшій реструктуризації підприємств, що неефективно працюють.

Причому власники атакованої компанії зрештою навіть виграють від вдалої «рейдерської» операції, оскільки вартість їх акцій (разом з вартістю акцій, придбаних рейдером) підвищується. Власне, інститут «рейдерства» став одним із найважливіших інструментів захисту інтересів міноритарних акціонерів. Рейдери об'єднують голоси, розпорошені між сотнями і тисячами міноритаріїв, і змушують топ-менеджмент і власників великих пакетів акцій зважати на їхні вимоги.

Але, на жаль, в Україну рейдерство прийшло не із Заходу, а зі Сходу — з відповідним російським колоритом початку 90-х років — епохи дикого нагромадження первинного капіталу. Як наслідок, з'явився поділ рейдерства на *«біле»*, *«сіре»* й *«чорне»*. Так, *«білі»* йдуть винятково на цілком законні «заходи», аби підірвати економічне становище підприємства. *«Сірі»* використовують сумнівні методи, балансуючи на межі законності. Вони цілком можуть застосувати подвійний реєстр або фальсифікувати результати виборів зборів акціонерів. *«Чорні»* не гребують навіть використанням силових методів, хоча їхні головні інструменти — підкуп чиновників і підробка документів».

З подібним явищем зітнулися свого часу всі країни з перехідною економікою. Наприклад, у сусідній Польщі рейдерство на початку 90-х рр. іменувалося «торпедуванням». Великий іноземний бізнес знову всерйоз побоюється українського інвестиційного ринку. Українські рейдери, порівняно з їхніми західними колегами, більше нагадують піратів. Фактично, вони здійснюють захоплення власності, корумпуючи суди, правоохоронні органи, чиновників, політиків і депутатів.

Що ж таке рейдерство в Україні?

Генеральна прокуратура вважає рейдерством незаконні захоплення підприємств, голова Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку (ДКЦПФР) визначає таку діяльність як недружні поглинання і пропонує ввести за рейдерство кримінальну відповідальність.

Проте «недружні поглинання» в Україні не заборонено законом. Нормативні акти Антимонопольного комітету регулюють порядок одержання дозволу на недружнє придбання акцій компанії. При цьому під «недружнім» розуміється придбання, здійснюване за фактичної протидії з боку суб'єкта господарювання, акції якого скуповуються. Зрозуміло, що введення кримінальної відповідальності за не заборонені законом операції — це нонсенс.

Повернімося до прокурорського визначення «рейдерства» як незаконного захоплення підприємств. Перше, що спадає на думку, — якщо є захоплення незаконні, то повинні бути й законні. Потім — що означає у цьому контексті термін «захоплення»?

Захопити підприємство можна фізично, наприклад, ввести на територію збройні підрозділи. Однак значно важливіше контролювати господарську діяльність підприємства, тобто здійснювати функції виконавчого органу, що дає можливість розпоряджатися активами. Тому силове захоплення території і адміністративних будівель якщо й здійснюється, то саме з метою забезпечити встановлення контролю над активами. Але навіть такі жорсткі дії в жодному разі не є апріорі незаконними.

Поширені випадки, коли керівники підприємств не хочуть підкорятися цілком законним рішенням власників про звільнення з посади. І не просто не підкоряються, а споруджують справжні барикади, ховають печатки. Трапляється, на захист абсолютно незаконної позиції звільненого директора стають цілі трудові колективи. А поруч з представниками трудових колективів нерідко виявляється персонал охоронних фірм в камуфляжі зі зброєю. За таких обставин захист законних прав та інтересів акціонерів неможливий без застосування певних заходів примусового характеру. Саме тому варто детально з'ясувати всі обставини кожного факту захоплення для визначення його законності.

Незаконність захоплення означає існування закону, якому це захоплення суперечить. Отже, як і будь-яка інша незаконна дія, незаконне захоплення пропонує державі тільки один варіант поведіння. Державні органи повинні застосувати закон, тобто довести незаконність дій, припинити незаконні дії й відновити порушені права постраждалих осіб. Тобто прокуратура й інші компетентні органи у разі захоплення повинні просто виконувати свою роботу. Державні органи (у тому числі правоохоронні) повинні боротися не з абстрактним рейдерством, а з конкретними порушеннями закону, більшість з яких передбачені Кримінальним кодексом.

Досить часто за висловом «рейдерська атака» ховаються банальні злочини, такі, як самоправність; викрадення, привласнення, вимагання документів, штампів, печаток, заволодіння ними шляхом шахрайства та зловживання службовим становищем або їх пошкодження; підробка документів, печаток, штампів і бланків, їхній збут; використання піддроблених документів; зловживання владою або службовим становищем; службова підробка; службова недбалість тощо.

Вітчизняна практика знає чотири основні способи небажаної рейдерської атаки: через 1) акціонерний капітал, 2) кредиторську заборгованість, 3) органи управління, 4) заперечування результатів приватизації.

Напад через акціонерний капітал можливий у разі, коли він значною мірою розпорошений або слабо контролюється. Початок атаки — скупка акцій. Як правило, рейдерам досить скупити близько 10–15% акцій, щоб ініціювати проведення зборів акціонерів з потрібним порядком денним, наприклад, зміною керівництва підприємства. Акціонерне товариство, власником якого є трудовий колектив, — улюблена лакомина рейдера. Одержуючи невисокі зарплати, працівники без особливих вагань продають свої цінні папери тому, хто пропонує за них в 5–10 разів більше від їх номінальної вартості (однаково менше того, що вони реально вартують). Далі новоспечений акціонер реєструє їх у реєстратора товариства і розробляє план заходів для захоплення підприємства. Переважно, кажуть юристи, використовують механізм блокування діяльності керівного органу підприємства-жертви через судові позови. Наприклад, акціонер-неофіт може звернутися до суду з позовом на основного акціонера. Суд виносить ухвалу про забезпечення позову, якою арештовує його (найбільшого акціонера) пакет акцій. Далі рейдер проводить збори акціонерів, змінює керівництво підприємства і доки основний власник підприємства доведе-таки свою правоту в суді, ситуація на підприємстві зміниться кардинально.

Прикладами застосування такої тактики можуть служити дії компанії «Сармат», яка у свого часу скупила через ІК «Керамет-Інвест» 41,5% акцій київського пивзаводу «Оболонь»; а також атака компанії «Кліринговий будинок» на черкаський завод «Азот».

У другій половині 90-х найпопулярнішим способом було відбирання власності через кредиторську заборгованість. Актуальним такий спосіб залишається і нині. Прострочені борги підприємства скуповуються в дрібних кредиторів, потім консолідуються й пред'являються до одноразової сплати.

Найбільш слабкою ланкою більшості підприємств є його топ-менеджмент, тобто органи керування. Це особи, на чий слабкостях рейдер грає насамперед. Наділений достатніми повноваженнями директор може сприяти швидкому виведенню майна зі свого підприємства до підконтрольних рейдеру структур. Отже, власник заводу залишається з акціями, які нічого не вартують. Менеджмент легко може спровокувати фінансові проблеми на заводі, наприклад, санкціонувавши закупівлю сировини за завищеними цінами або взявши кредит під нереальні відсотки. Переконати керівництво діяти на користь рейдера можна по-різному: від звичайного підкупу до підсаджування на «гачок» — шантажу, кримінального переслідування й погроз. Атака через менеджмент найдешевше обходиться на держпідприємствах, де немає ефективного контролю над операційною діяльністю з боку власника.

Цей шлях — складніший від корпоративного захоплення, однак він є не менш дієвим, оскільки важко знайти підприємство, яке нікому нічого не заборгувало. Рейдери в цій ситуації вивчають кредитну історію підприємства і шукають способів порушити в суді справу про банкрутство підприємства. Далі рейдер може діяти кількома способами — або скупити борги підприємства і таким чином отримати більшість в раді кредиторів, або ж домовитися з іншими кредиторами, щоб призначити свого арбітражного керуючого. Арбітражний керуючий під час процедури банкрутства підприємства фактично виконує функції керівника такого підприємства, а отже може порядкувати на підприємстві як повноцінний господар. Тоді як акціонери в цьому разі практично не мають впливу на підприємство.

Роль конкурентної розвідки у вітчизняному бізнесі насамперед зводиться до вчасного запобігання рейдерській атаці. Щоб докладніше визначити завдання конкурентної розвідки у цих процесах, з'ясуємо низку принципових запитань, у відповідях на які й реалізовується роль конкурентної розвідки у протидії рейдерській атаці. *Перше запитання*, яке виникає під час аналізу будь-якої ситуації, пов'язаної з недружнім поглинанням — чому рейдерська атака є для керівництва великою несподіванкою?

Зазвичай захоплення підприємства, судові рішення, що дають змогу разом із судовим виконавцем проникнути на територію, змінити членів правління й захопити управління бажаним заводом — це лише зовнішні й не найголовніші прояви раніше спланованої рейдерської атаки. Це її завершальний етап. Розпочати її можуть і за кілька років до того, про що у власників підприємства може не бути навіть підозр. План із захоплення підприємства готують довго й ретельно, використовуючи відповідні методи роботи й фахівців (найчастіше — відставних і діючих спеціалістів із правоохоронних органів). Рейдери знаходять вразливі місця фірми, вивчають психологічні портрети її керівників і власників, щоб спрогнозувати їхню реакцію на ті або інші подразники. Впроваджують на підприємство або вербують на ньому своїх агентів, які надають необхідну інформацію, встановлюють довірчі стосунки з керівниками ключових підрозділів, впливовими особами на підприємстві, серед них виокремлюють ворожо налаштованих проти керівництва, жадібних, продажних і так далі.

Фінансове захоплення здійснюється послідовно, потайки. Часом «майстерно» створюється ситуація, за якої незговірливий власник довідується, що його бізнес йому вже не належить ані фактично, ані юридично. Тільки тоді вступають у дію бойовики, які починають штурм. А той, хто наймає й скеровує їх, починає усвідомлювати, що активи підприємства розібрано й поділено між новими власниками, а сама колись дуже прибуткова фірма у боргах банку, про які її власник, як виявилось, нічого не знав.

Наступне запитання — як і у кого виникає ідея про захоплення підприємства?

Така ідея може виникнути як в зовнішньому (все може початися із пропозиції продати бізнес), так і внутрішньому середовищі компанії.

Як правило, ці плани виношують його власники, які не зуміли домовитися між собою. Один вважає, що розвиватися треба так, інший — так. Один говорить, що треба більше прав віддати топ-менеджерам, інший воліє управляти одноосібно, гадаючи, що краще від власника подбати про підприємство не зможе ніхто. Рейдерським атакам піддаються зазвичай успішні й благополучні фірми, керівники яких не без підстав вважають себе професіоналами найвищого гатунку. І дуже часто не вміють почути партнера й домовитися один з одним. Іноді рейдери самі підшукують вразливі для атак фірми й пропонують їхнє захоплення потенційним власникам. Або привласнюють їх самі.

Третє запитання. Як слід протидіяти захопленню свого підприємства?

Превентивні методи захисту від ворожого поглинання наведені в табл.2.1.

Додатковим ефективним способом запобігання конфліктним ситуаціям вважається договір з партнерами про те, як у разі розбіжностей ділитиметься бізнес. Адже в ситуації, коли один з партнерів вирішує «вийти із гри» й продати бізнес, зробити це буває технічно дуже складно. Гроші перебувають в обороті й вилучити їх інші партнери просто не в змозі.

Виходячи із суті досліджуваного явища, стає зрозумілою і **роль конкурентної розвідки**. У більшості високорозвинутих держав конкурентна розвідка вирішує питання доцільності й можливості поглинання слабших гравців на ринку сильнішими. Завдання конкурентної розвідки у згаданих процесах зводяться до того, що вона повинна допомогти ключовим менеджерам зрозуміти, що насправді відбувається на рівні макротенденцій у галузі. При цьому алгоритмом пошуку відповідей є «що, якщо...».

Спектр завдань конкурентної розвідки не обмежується захистом важливих об'єктів, ресурсів, комунікацій та конфіденційних даних, як часто вважають. Сюди входить:

- 1) виявлення загроз політичного, фінансово-економічного, соціально-психологічного характеру у сфері інтересів компанії;
- 2) інформаційна оцінка партнерів, клієнтів, конкурентів, контрактів;
- 3) інформаційно-аналітична підтримка процесів підготовки, прийняття і супроводження рішень компанії, систематизація результатів реалізації раніше прийнятих рішень;
- 4) інформаційний контроль розвитку інфраструктури ринку, конкурентів, їх рекламних дій;
- 5) інформаційний супровід власних активних дій на ринку (публікації, реклама, виставки, дезінформація тощо);
- 6) забезпечення координації і взаємодії функціональних підрозділів організації на основі взаємного обміну інформацією про його оточення;
- 7) створення системи технічного захисту конфіденційної інформації;
- 8) інформаційно-аналітичне супроводження злиття чи поглинання;
- 9) розробка правової бази захисту інформації з обмеженим доступом;
- 10) проведення моніторингу партнера/конкурента як в Україні, так і в будь-якій країні світу;
- 11) вивчення ринкового середовища країни, у якій Ви плануєте мати бізнес;
- 12) кадровий консалтинг.

Практичним втіленням такої роботи є створення інформаційної бази даних (ІБД). Доцільним буде застереження, що така база дає результат тільки тоді, коли розвідувальна робота є постійним, а не вибіркоvim процесом на підприємстві.



Питання для контролю рівня теоретичної підготовки

1. Злиття та поглинання в контексті глобалізації.
2. Моделі здійснення злиття підприємств у світі та в Україні.
3. Основні етапи операції злиття або поглинання компаній із наведенням прикладів.
4. Вимоги до smart-цілей компанії (підприємства).
5. Напрями формування smart-цілей компанії (підприємства).
6. Найбільш «привабливі» галузі економіки для процесів злиття та поглинань в Україні.
7. Як класифікують компанії, що є об'єктами для злиття чи поглинання.
8. Поняття та види рейдерства в світі та в Україні.
9. Учасники здійснення процесу недружнього поглинання.
10. Роль органів управління компанією, зокрема топ-менеджменту, у здійсненні операцій злиття і поглинань.
11. Основні способи небажаної рейдерської атаки у вітчизняній практиці.
12. Як слід протидіяти захопленню свого підприємства.
13. Роль конкурентної розвідки у запобіганні рейдерській атаці та здійсненні поглинання.
14. Основні завдання конкурентної розвідки.

СПИСОК ЛІТЕРАТУРНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Господарський кодекс України // Відомості Верховної Ради України України, 2003 - N18, N19-20, N21-22 (Ст.144). - [Електрон. ресурс]. - Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/436-15>
2. Положение (Стандарт) бухгалтерского учета 19 «Объединение предприятий» // Все о бухгалтерском учете, 2001. - №37 (583). - С.54-56.
3. Гохан Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Патрик А. Гохан; Пер. с англ. - 3-е изд. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. - 741 с.
4. Доналд Депаμφилис Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании/ пер. с англ. - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007.- 960 с.
5. Марченко О.О., Чугунов О.К. Основні методи захисту від ворожих поглинань в Україні // Проблеми і перспективи інноваційного розвитку економіки України: Матеріали міжнар. наук.-практ. конф.- Д.: Національний гірничий університет, 2010. - Т.1. - С.144-145.
6. Амоша А.И. От промышленного предприятия к промышленному парку: смена парадигмы на примере Ш/У «Покровское» / А.И. Амоша, О.Д. Кожушок, В.В. Радченко, Е.Н. Халимендинов, Д.Ю. Череватский, Е.А. Юшков / Економіка промисловості. - Донецьк: Інститут економіки промисловості НАН України, 2013. - №1-2 (61-62). - С. 13-17.
7. Пономаренко П.І. Злиття як основний напрям стратегії розвитку паливно-енергетичного підприємства / П.І. Пономаренко, О.О. Марченко // Проблеми і перспективи інноваційного розвитку економіки України: Матеріали міжнар.наук.-практ.конф. (31 трав.-2 черв. 2012 р.), м. Дніпропетровськ / ред.кол.: О.І. Амоша [та ін.] - Д.: Національний гірничий університет, 2012. - Т.1. - С. 82-84.
8. 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.
9. Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers // Journal of Business. - 1986. - № 2. - р. 215.
10. Світова економіка: Підручник / А.С. Філіпченко, В.С. Будкін, О.І. Рогач та ін. - К.: Либідь, 2007. - 640 с
11. Фатхутдинов Р.А. Стратегический менеджмент: Учеб. пособие / Р.А. Фатхутдинов. - М.: Интел-Синтез, 1997. - 304 с.
12. Стратегічне управління : Навч.-метод. посібник для самостійного вивчен. дисципліни / З.Є. Шершньова, С.В. Оборська, Ю.М. Ратушний. - К.: КНЕУ, 2001. - 232 с.
13. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности // Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1999. - XXVI, 262 с.
14. Галасюк В.В., Галасюк В.В.-мл. Синергетический эффект стоимости при слияниях и поглощениях компаний как одно из экономических оснований процесса глобализации // В.В. Галасюк, В.В. Галасюк-мл. (взято с диска), 2008. - с. 7.