

**Островерх Петр Иванович**

кандидат экономических наук, профессор,  
и.о. заведующего кафедрой экономической теории  
Львовского национального университета  
им. Ивана Франко

**Островерх Олег Петрович**

ассистент кафедры общеэкономической подготовки  
и маркетинга  
Национального университета «Львовская политехника»

## **ОСОБЕННОСТИ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В ЭКОНОМИКЕ УКРАИНЫ**

---

---

**Аннотация:**

*В статье проведен сравнительный анализ динамики слияний и поглощений в Украине, России, Турции и странах ЕС. Авторы акцентируют внимание на особенностях протекания этих процессов в последнее десятилетие. Исследованы причины, определяющие динамику слияний и поглощений в Украине.*

**Ключевые слова:**

*слияния, поглощения, волны слияний и поглощений, экономическая концентрация, фирма, рынок корпоративного контроля, вертикальные слияния и поглощения, горизонтальные слияния и поглощения.*

---

---

**Ostroverkh Petr Ivanovich**

PhD in Economics, Professor,  
Acting Head of  
the Economic Theory Subdepartment,  
Ivan Franko National University of Lviv

**Ostroverkh Oleh Petrovich**

Assistant of the Department of  
General Economics Studies and Marketing,  
Lviv Polytechnic National University

## **CONCERNING THE PECULIARITIES OF MergERS AND ACQUISITIONS IN THE ECONOMY OF UKRAINE**

---

---

**Summary:**

*The article carries out a comparative analysis of the dynamics of mergers and acquisitions in Ukraine, Russia, Turkey and the EU countries. The authors focus on the peculiarities of the progress of these processes over the recent decade. The causes behind mergers and acquisitions in Ukraine have been inspected.*

**Keywords:**

*mergers, acquisitions, merger and acquisition waves, market concentration, company, industry, monopoly, market for corporate control, vertical M&A, horizontal M&A.*

---

---

В Законе Украины «О защите экономической конкуренции» фактически все формы проявления интегрирования фирм обозначены понятием «экономическая концентрация». Это понятие в украинском законодательстве охватывает, в частности, такие важные методы объединения фирм, как слияние и поглощение. С юридической точки зрения, соглашения относительно слияния и поглощения, которые заключают в Украине, можно рассматривать в узком (формально-юридическом) и в широком (экономико-юридическом) контекстах [1].

С формально-юридической стороны (ст. 104–107 Гражданского кодекса Украины), слияния и поглощения (в ст. 106 этого Кодекса употреблен термин «присоединение») являют собой формы реорганизации (прекращения) юридических лиц. При слиянии двух юридических лиц такие лица прекращаются как субъекты права, и вместо них появляется новое юридическое лицо, которое является полным правопреемником всех прав и обязанностей своих предшественников. В случае поглощения одним юридическим лицом другого деятельность последнего прекращается, а все его активы и пассивы передаются юридическому лицу – поглотителю.

В то же время в украинском деловом обиходе прижился западный термин «слияния и поглощения» (*mergers and acquisitions* – сокращенно *M&A*), который имеет более широкое, в первую очередь экономическое значение. Основным содержанием слияний и поглощений в широком понимании является установление корпоративного контроля над субъектом ведения хозяйства. В этом случае под слиянием и поглощением понимают получение лицом или группой действующих сообща лиц (поглотителей) корпоративного контроля над фирмой в виде пакета акций или доли уставного капитала фирмы, которые обеспечивают такой контроль. Причем степень этого контроля может быть разной.

Слияния и поглощения повышают уровень концентрации фирм на рынке, а следовательно, влияют на их поведение. Здесь прослеживается такая зависимость: чем выше уровень концентрации рынка, тем в большей степени фирмы, которые его образуют, зависят одна от другой. Уровень концентрации в значительной степени зависит от склонности фирм к соперничеству или сотрудничеству.

Масштабы слияний и поглощений определяются несколькими группами факторов. Одной из них является волнообразная (циклическая) природа *M&A*. Еще в середине прошлого века было выяснено, что слияния и поглощения – это явления циклические. Такие циклы (периоды) нередко называют *волнами* слияний и поглощений. Цикличность этих процессов проявляется в том, что после

стремительного увеличения количества и стоимости соглашений M&A наступают периоды, когда заключается относительно небольшое их количество. Вот хронология таких периодов: 1) 1897–1904 гг.; 2) 1916–1929 гг.; 3) 1965–1969 гг.; 4) 1984–1989 гг.; 5) 1993–2001 гг. 6) 2003–2007 гг. [2].

В пределах каждой такой волны выделяют определенные ее фазы, которые характеризуются разной интенсивностью слияний и поглощений. Понимание природы волн M&A дает возможность фирмам достигать лучших результатов их деятельности. Правильная и своевременная оценка ими содержания текущей фазы этого цикла – активизация рынка, пик заключения договоров, спад активности, длительный спад активности – является залогом получения существенных финансовых выигрешей отдельными фирмами. Исследования показали, что лишь первые 15 % от общего количества фирм, которые участвуют в слияниях и поглощениях в пределах определенной их волны, демонстрируют значительные финансовые выигрешы в виде роста рыночной стоимости компаний, которые объединяются, и достижения высшей эффективности их деятельности [3]. Эти результаты являются лишь наиболее очевидными из тех, которые может обеспечить понимание природы волнообразности M&A.

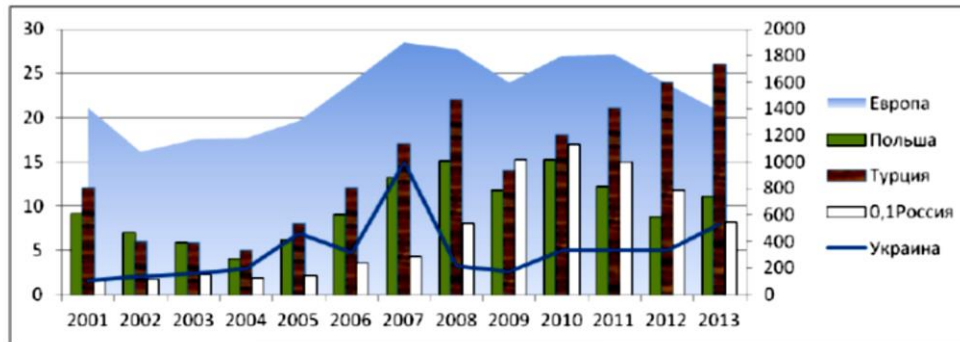
Особенного внимания заслуживают пятая и шестая волны слияний и поглощений. Пятая волна интересна прежде всего тем, что слияния и поглощения в этот период приобрели широкое распространение не только в США, но и во многих других странах, в частности в континентальной Европе. Как в Европе, так и в Соединенных Штатах пятая волна слияний и поглощений началась в 1993 г. и длилась до 2001 г. За это время в Европе были заключены 87 804 соглашения о слиянии и поглощении, тогда как во время предыдущей четвертой волны (1983–1989 гг.) – лишь 9958. Общая же стоимость таких соглашений в Европе на протяжении пятой волны составляла 5,6 трлн дол., что почти в восемь раз превышает соответствующий показатель предыдущей четвертой волны [4].

Подобно пятой волне слияний и поглощений, в пределах последней завершенной волны (2003–2007 гг.) эти процессы генерировались дешевыми кредитами, ростом фондовых рынков, изменениями в технологиях, глобальной конкуренцией и тенденцией к консолидации во многих отраслях мировой экономики. Определяющими чертами шестой волны были: 1) поощрение правительствами многих стран создания мощных национальных корпораций (*national champions*), способных конкурировать как на национальном, так и на глобальном рынках; 2) рост цен на сырье, что привело к росту расходов во многих фирмах, а следовательно, толкало их к поиску новых путей их снижения, в том числе и за счет слияний или поглощений; 3) невиданная ранее активность фондов прямого инвестирования (*private equity funds*). Эти фонды специализировались на том, что на привлеченные дешевые кредиты они покупали большое количество частных фирм (аналогов украинских ООО), а потом в благоприятный момент продавали их частями через выпуск акций или, что чаще, позволяли другим фирмам полностью их поглотить.

Рецессия, которая началась в январе 2008 г., привела к тому, что потенциальные поглотители пересмотрели свои намерения относительно экспансии через поглощение. Другие, те которые все же решили довести запланированные соглашения до завершения, столкнулись с серьезными финансовыми трудностями относительно обеспечения этих соглашений.

Невзирая на существенные отличия между названными периодами слияний и поглощений, все они имеют некоторые общие черты. В частности, особенная интенсивность этих процессов наблюдается в периоды быстрого экономического роста, низких процентных ставок и роста фондовых рынков. В то же время, они отличались между собой специфическими признаками, такими как: появление новых технологий, повышенное внимание к определенной отрасли, изменения в государственном регулировании. В разные периоды особую популярность приобретают горизонтальные, вертикальные или конгломератные слияния и поглощения либо слияния и поглощения по стратегическим или финансовым соображениям.

Рассмотрим теперь место Украины в этих процессах. Для этого воспользуемся информацией, которую мы подаем с помощью рис. 1. Заметим, что при построении этого рисунка мы учитывали стоимость соглашений M&A, а не их количество. Как показывают многочисленные исследования, стоимость и количество этих соглашений в пределах определенной страны или целого региона достаточно тесно связаны между собой и почти всегда изменяются синхронно. Однако стоимость соглашений испытывает более существенные изменения при переходе от одной фазы волны к другой. С целью большей наглядности мы избрали именно стоимостный показатель.



Источник: составлено авторами на основе [5; 6; 7; 8; 9].

Примечание: Правая шкала касается данных относительно Европы (€); левая шкала отображает данные относительно Украины (\$), России (\$), Турции (€) и Польши (€).

### Рисунок 1 – Динамика совокупной стоимости соглашений M&A

Как явствует из рис. 1, в Украине совокупная стоимость соглашений M&A начала расти еще до прохождения европейскими странами дна активности в 2003 г. Начиная с 2000 г. совокупная стоимость этих соглашений в украинской экономике постоянно увеличивалась, и не прослеживалась однозначной взаимосвязи с динамикой этого показателя в европейских странах (правая шкала рис. 1). Это можно объяснить прежде всего незначительным объемом рынка слияний и поглощений в нашей стране в этот период. Оживление экономической активности вместе с потенциалом для объединений, который накопился за предыдущие годы массовой приватизации, привели к тому, что в Украине стоимость соглашений M&A постоянно росла, за исключением 2006 г., вплоть до 2007 г. Это обеспечило восходящую траекторию заключения договоров по слиянию и поглощению, пик которой совпал с наивысшей точкой шестой волны M&A в Европе.

Интересным является сопоставление показателей развития рынка корпоративного контроля в Украине и России, в которой процессы M&A имели несколько другую траекторию, чем в Европе. Обратим внимание на то, насколько совпадают соответствующие показатели Украины и России за период с 2004 по 2007 г. Ради большей наглядности нами были взяты к рассмотрению данные относительно активности фирм в сфере слияний и поглощений в России, уменьшенные на определенный постоянный коэффициент (в нашем случае, умноженные на 0,1). Даже в таком отредактированном виде эти данные четко показывают все поворотные точки в динамике совокупной стоимости заключенных соглашений M&A в России. В эти годы траектория заключения договоров в Украине полностью повторяет соответствующую траекторию, которая имела место в России.

Особенно поразительным является сходство этих процессов в Украине и России в 2004–2007 гг. в случае сопоставления соответствующих данных с двумя другими соседними для нас странами – Польшей и Турцией. Например, слияния и поглощение в Турции, как видно из рис. 1, тоже находятся в зависимости от соответствующих процессов в Европе. Однако в Польше от начала рыночной трансформации процессы M&A коррелировали с соответствующими общеевропейскими процессами значительно теснее. Здесь достаточно четко прослеживаются фазы их подъема и спада в те же годы, что и в других западно-европейских странах. Исключением является 2006 г., когда в Польше было достигнуто наибольшее количество соглашений по слияниям и поглощениям.

После достижения вершины шестой мировой волны M&A взаимосвязь между изменениями рынков корпоративного контроля Украины и России несколько ослабилась, а уже в 2013–2014 гг. эта динамика была противоположной.

Следовательно, учитывая незначительный размер украинского рынка корпоративного контроля, его анализ должен обеспечивать ответ на вопрос: какие факторы – внутренние или внешние – являются определяющими, а какие второстепенными в определении его состояния. Так, главные внутренние факторы определяют динамику слияний и поглощений в начале нового тысячелетия в Украине, в 2005 и 2006 гг. в Турции и на протяжении всего рассматриваемого периода – в России. С другой стороны, в Украине в последние годы развитие этого рынка находится под влиянием изменений в экономике наших соседей – Российской Федерации и ЕС.

#### Ссылки:

1. Самойленко В. Деякі юридичні аспекти угод зі злиття та поглинання в Україні // Правовий тиждень. 2008. № 14.
2. DePamphilis D. Mergers, acquisitions and other restructuring activities. 5th ed. USA, 2010. 751 p.
3. Там же. С. 14.

4. Martynova M., Renneboog L. Mergers and Acquisitions in Europe. *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, L. Renneboog (ed.). Amsterdam, 2006. URL: [http://ssrn.com/abstract\\_id=880379](http://ssrn.com/abstract_id=880379) (дата обращения: 06.05.2014).
5. Там же.
6. Кто скупал украинские активы в 2010 году? // Дело. 2010. 27 грудня [Электронный ресурс]. URL: <http://delo.ua/finance/kto-skupal-ukrainskie-aktivy-v-149338> (дата обращения: 06.05.2014).
7. *Studies & other Publications*. URL: <http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html> (дата обращения: 06.05.2014).
8. Злиття та поглинання – 2013. URL: <http://ua.comments.ua/money/216989-zlittya-ta-poglinannya-2013.html> (дата обращения: 06.05.2014).
9. Великого росту на українському ринку злиття та поглинання не буде – експерт. URL: <http://www.epravda.com.ua/news/2012/03/29/320135/> (дата обращения: 06.05.2014).

### References:

1. Samoilenko, V 2008, 'Some legal aspects of mergers and acquisitions in Ukraine', *Legal Week*, no. 14.
2. DePamphilis, D 2010, *Mergers, acquisitions and other restructuring activities*, 5th ed., USA, 751 p.
3. DePamphilis, D 2010, *Mergers, acquisitions and other restructuring activities*, 5th ed., USA, p. 14.
4. Martynova, M & Renneboog, L 2006, *Mergers and Acquisitions in Europe. Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, Amsterdam, retrieved 06 May 2014, <[http://ssrn.com/abstract\\_id=880379](http://ssrn.com/abstract_id=880379)>.
5. Martynova, M & Renneboog, L 2006, *Mergers and Acquisitions in Europe. Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, Amsterdam, retrieved 06 May 2014, <[http://ssrn.com/abstract\\_id=880379](http://ssrn.com/abstract_id=880379)>.
6. 'Who bathed Ukrainian assets in 2010?' 2010, *Business*, December 27, retrieved 06 May 2014, <<http://delo.ua/finance/kto-skupal-ukrainskie-aktivy-v-149338>>.
7. *Studies & other Publications* 2014, retrieved 06 May 2014, <<http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html>>.
8. *Mergers and Acquisitions – 2013* 2013, retrieved 06 May 2014, <<http://ua.comments.ua/money/216989-zlittya-ta-poglinannya-2013.html>>.
9. *High growth in the Ukrainian market of mergers and acquisitions will not be – the expert* 2012, retrieved 06 May 2014, <<http://www.epravda.com.ua/news/2012/03/29/320135/>>.