

## ФОРМУВАННЯ КОНГЛОМЕРАТІВ – ОЗНАКА СУЧАСНИХ МІЖНАРОДНИХ ЕКОНОМІЧНИХ ВІДНОСИН

Грущинська Н.М.

*В статті розкривають питання політики злиття та поглинання, позитивні та негативні сторони даних процесів, визначають їх особливості для зарубіжних країн та України.*

**Ключові слова:** конгломерат, злиття, поглинання, конкуренція, ефективність, міжнародний ринок, глобалізація, транснаціоналізація, трансграничні витрати, стратегія.

### ВСТУП

Загострення конкурентної боротьби, монополістична експансивна політика окремих учасників міжнародного ринку, трансформування функцій держави в економіці - все це спонукає компанії шукати ефективні інструменти розвитку. Однією з найбільш ефективних виявляється стратегія злиття і поглинань (M&A). Злиття і поглинання останніми роками стали визначальною стратегією зростання багатьох великих корпорацій. Останній етап розвитку, який розпочався на початку 21 століття, характеризувався неймовірним зростанням трансграничних операцій в світовій економіці. Транснаціональні корпорації багато в чому визначили розвиток процесів трансграничного злиття і поглинань останніми роками, оскільки саме трансграничні операції стали результатом глобалізації і реструктуризації стратегій найбільших світових компаній. У період формування ринкових відносин у багатьох секторах національної економіки виникає необхідність зміни форм та методів управління підприємствами. З метою підвищення ефективності діяльності підприємств впроваджуються нові організаційно-управлінські структури, використовуються нові форми та методи об'єднання діяльності компаній. Поряд із цим, поширюються процеси розукрупнення підприємств через неспроможність інвесторів забезпечити достатній обсяг інвестицій. Ієрархічна централізація при цьому замінюється горизонтальними зв'язками, окремі ланки єдиного виробничого ланцюга передаються спеціалізованим підприємствам, на які перекладається ризик, пов'язаний із профілюванням виробництва, кон'юнктурою ринку, загостренням конкуренції.

У багатьох секторах національної економіки спостерігається зростання значення факторів, які підштовхують підприємства до різних форм координування та спільної діяльності. Для українських компаній, особливо, в умовах антикризового управління, злиття стає одним із перспективних елементів розвитку та захисту від

ворожих поглинань. Проте в Україні загалом відчутний вплив низки факторів, які не сприяють розвитку і ефективному перебігу процесів злиття: недостатньо розвинута інфраструктура ринку, низький рівень розвитку фондового ринку, недосконала законодавчо-нормативна база.

Дослідженням тенденцій на світовому ринку політики злиття та поглинань займаються провідні міжнародні агентства і консалтингові групи, зокрема Група корпоративних фінансів КПМГ, компанія Dealogic, аудиторсько-консалтингові фірми Pricewaterhouse Coopers, Ernst&Young та ін. Про це опубліковано безліч праць відомих аналітиків. Статті присвячені новітнім тенденціям на світовому ринку злиттів і поглинань, а також перспективам його росту в майбутньому [9]. Д. Стафеев аналізує вплив новітніх технологій на активізацію ТНК і ріст угод злиття та поглинань у міжнародному масштабі [10]. У роботах західних аналітиків П. Гуімареса, Д. Вуд-ворда, О. Фігуєїрідо основна увага зосереджена на факторах, важливих для ТНК при виборі цільового регіону і ринку при здійсненні угод зі злиття і поглинання [8].

У зв'язку зі зростаючою нестабільністю у світі і реформуванням економіки низки країн, які розвиваються, залишається актуальною проблема адекватної оцінки передумов міжнародних злиттів і поглинань, і наслідків цих угод як для ТНК, так і для приймаючих країн. Учені сперечаються також про перспективи розвитку цього сегмента світового ринку, оскільки до 2003 р. спостерігався істотний загальносвітовий спад ділової активності в сфері злиттів і поглинань. Необхідним є визначення особливості сучасного етапу на міжнародному ринку злиттів і поглинань; проаналізувати динаміку міжнародних угод зі злиття і поглинання на основі останніх статистичних даних; визначити перспективи розвитку ринку поглинань та злиттів; означити позитивні і негативні моменти при укладанні угод як з боку розвинених країн і найбільших ТНК, так і з боку країн, які розвиваються.

Доцільність і ефективність злиття компаній є предметом суперечок в економічному середовищі. Загалом, питання конгломератів досліджується зарубіжними вченими Волкен Д. [9], Фама І. [8], Лінч Г. [10], Коно Т. [6], література по питаннях ретроспективної оцінки ефективності злиття і поглинань представлена роботами американських

Грущинська Н.М., к.е.н., доцент, ст.наук.співр. відділу глобальних систем сучасної цивілізації Інституту світової економіки і міжнародних відносин Національної академії наук України, e-mail: [gruschinska@meta.ua](mailto:gruschinska@meta.ua), [Natnik2006@meta.ua](mailto:Natnik2006@meta.ua)

дослідників. В них проводиться аналіз сукупного ефекту впливу на вартість компанії, що виникає в результаті злиття або поглинання. Серед російських вчених питання злиття та поглинань вивчають Пірогов А.[4], Дамодаран А.[1]. В українській літературі дані питання не розкриті достатнім чином і потребують детального вивчення. Існуючі на сьогодні методи дослідження теорії злиття і поглинань є недосконалими, у них відсутній комплексний підхід до оцінювання ефективності та ризиків злиття, якого вимагають економічні реалії сьогодення, у них не надано належної уваги механізмам організування процесу злиття, і стосуються вони лише окремих сфер: управління фінансами, персоналом, інвестиціями, економіко-юридичних аспектів.

У період активізації корпоративної хвилі злиття в Україні особливо актуальними стають завдання розроблення систем економічної оцінки та управління процесами злиття. Елементами цих систем є застосування комплексних методів оцінки доцільності, ефективності та ризиків злиття, формування інтеграційних механізмів підприємств.

Ціль статті - розкрити зміст конгломератів, а саме політики «злиття та поглинань» як наслідок сучасних міжнародних економічних відносин.

## 1 ЕВОЛЮЦІЙНІ ПРОЦЕСИ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ

Процеси глобалізації, інтернаціоналізації, перехід до нових технологічних укладів зумовлює компанії адаптуватися до постійно змінного ринкового середовища, визначаючи своє місце в світовій економічній системі. Це спонукає до процесів поглинання та злиття компаній світу. Такі процедури мають як позитивні так і негативні наслідки.

З одного боку, злиття і поглинання, відіграє визначальну роль в потоках прямих іноземних інвестицій (ПІІ) і загальне зниження рівня прямих іноземних інвестицій в останні декілька років багато в чому пов'язане з падінням темпів розвитку трансграничного злиття і поглинань, який можна спостерігати, починаючи з 2001 року. З іншого боку, поглинання компанії може розглядатися і як знищення та відсутність можливості ефективного функціонування. Проте трансграничне злиття і поглинання можуть мати два основні вектори дослідження: внутрішній - з точки зору конкретної компанії та зовнішній - з точки зору світової економіки.

Оцінити ефективність конгломератів, можна за допомогою наступних факторів: 1) оцінка на підставі бухгалтерських і виробничих показників (бухгалтерський підхід); 2) оцінка на основі руху курсів акцій компаній – учасників операції (ринковий підхід); 3) комбінований підхід [13]. Комбінований підхід до оцінки ефекту від операцій M&a включає аналіз даних бухгалтерської звітності і результатів діяльності компанії; аналіз динаміки ринкових курсів акцій компанії і вивчення кореляції між зміною показників, розрахованих на основі бухгалтерської звітності, і зміною курсової вартості акцій компанії.

Чинниками, що перешкоджають визначенню «чистого» ефекту від злиття, можуть бути недолік інформації про злиття, тривалість аналізованого періоду після злиття, неповне віддзеркалення результатів злиття в звітності, інші події, що роблять вплив на діяльність компанії після проведення злиття.

За допомогою оцінки злиття та поглинань можна визначити перспективність та економічну доцільність злиття або поглинання, зробити висновки для подальшого здійснення фінансової стратегії.

Широко відомим є приклад конгломератів, представлений у роботі Г. Лінча [10], де наводиться опис 28 компаній, які відповідають вимогам кращих показників ефективності зростання. Це «Automatic» Sprinkler; Automation Industries; Banger Punta; Condec; FMC; W. R. Grace; Gulf & Western Ind.; Hydrometals; ITT; Walter Kidde & Comp.; Litton Ind.; Ling – Temco – Vought; Mid – Continent Manufacturing; Monogram Ind.; MSL Ind.; Nytronics; Occidental; Ogden; Royal Ind.; The Signal Comp.; Teledyne; Textron; TRW; Tyco Laboratories; U.S. Ind.; Vernitron; While Consolidated Ind.; Whittaker. Спільно ці 28 фірм мали щорічні доходи в 1967 р. приблизно 17,7 млрд дол. і виробили 588 оголошених поглинань з 1962 по 1967 р. Це означає, що приблизно 1% з 2400 фірм з активами, що перевершують 10 млн доларів в 1967 р. виробили приблизно 14% з 4 128 поглинань, вироблених такими фірмами протягом 1962–1967 рр. Середній поглинаючий конгломерат поглинув в позначений період 21 фірму в різних областях, здійснюючи в середньому поглинання однієї фірми в квартал, і досяг в 1967 р. розміру 633 млн. дол. щорічних доходів від продажів. При цьому доходи на акцію «поглинаючого конгломерату» зростали з середнім темпом 18% в рік (з врахуванням дроблення акцій і виплати дивідендів). В результаті загальний дохід по акціях за 1962–1967 рр. склав 76%, а середній рівень доходу по акціях збільшився на 50% в рік. Ринкова ціна на акції зростала протягом періоду з середнім приростом приблизно 45% в рік. Протягом того ж періоду середня американська корпорація з активами 10 млн дол. виробила 1,7 поглинань і досягала норми зростання доходів на свої акції лише близько 8,3% в рік.

Розглядаючи історичний аспект формування політики поглинання та злиття, слід відмітити, що фактори впливу на дані процеси значно змінювались. Найбільш активними були перші роки ХХ ст.; II етап – кінець 1920-х років; III – після Другої світової війни і до 1960-х років; IV – кінець 1970-х – початок 1980-х років, V – з 1993 р. по 2009 і розвивається по сьогоднішній день.

Провісником першої хвилі злиття була організація в 1879 р. тресту Standard Oil. У ній було зосереджено близько 90% нафтопереробних потужностей Сполучених Штатів і майже такий же відсоток трубопроводів для транспортування нафти. У 1884–1887 рр. були створені Cottonseed Oil Trust; Linseed Oil Trust; National Leed Trust; Distellers & Cattle Feeders Trust; Sugar Trust. Пізніше найбільш впливовими об'єднаннями стали Diamond Match Company (1889); American Tobacco Company (1890);

United States Rubber Company (1892); General Electric Company (1892).

Протягом 1895–1904 рр. було зафіксовано 3012 ліквідації фірм через злиття, загальна капіталізація новоявлених компаній 6,91 млрд. дол. Біля третини цієї активності було зареєстровано в 1899 р. (1208 ліквідації і 2,26 млрд. дол. капіталізації).

У типовому горизонтальному об'єднанні утворювалася одна крупна корпорація з домінуючою позицією в галузі. 170 ліквідованих фірм сформували US Steel Corporation з часткою ринку, що оцінюється в 65%; 162 фірми були поглинені American Tobacco, що отримала в результаті до 90% ринкової долі; 65 ліквідованих фірм перетворилися в E.i. du Pont de Nemours, що отримала 85% ринку.

У літературі переважає думка, що серед цілей злиття переважало усунення конкуренції і досягнення монополістичного положення (монопольного прибутку, контролю над ринком). Багато в чому крупні трести і об'єднання раннього періоду за своїм змістом відповідали ознакам монополії або олігополії, проте за своїм характером політика поглинання і злиття не є монопольною, а визначається партнерськими угодами співпраці.

Після Першої світової війни політика злиття знову набирала обертів. У двох випадках, в 1918 і 1920 роках, Верховний Суд дозволив United Shoe Machinery Co. і United States Steel Corporation зберегти існування, ґрунтуючись на «правилі зваженого підходу» («rule of reason»). Було показано, що обидві компанії контролювали до 80% виробництва у відповідних областях, але суд знайшов, що вони є ефективними виробниками, що не зловживають своєю ринковою владою.

Кількість завершених операцій в 2001 р. в США склала 6438, в світі 22 603, відповідно в 2002 р. 5644 і 20 954. У 2003 р. спостерігався деякий спад. Кількість завершених операцій знизилася до 15 662, впала їх вартість. Проте цей рік був нижчою крапкою, а вартісні показники подальших років характеризують новий, безпрецедентний сплеск операцій M&a [15].

США продовжують залишатися найбільшою країною з точки зору об'єму продажів компаній. Завдяки найбільшій операції по поглинанню компанії в об'ємі 200 млрд. дол. США (поглинання англійською компанією Vodafoneairtouch німецькою Mannesmann), Німеччина зайняла місце другого найбільшого продавця в області трансграничного злиття і поглинань, відтіснивши Великобританію на третю позицію. З точки зору покупки компаній, лідерство вже послідовно другий рік зберігає Великобританія. За нею слідує Франція. Трансграничне злиття і поглинання в країнах Центральної і Східної Європи в 2009 році в порівнянні з 2006 роком майже подвоїлися, завдяки перш за все процесам приватизації.

Ознаки, по яким відбувається поглинання, в першу чергу, залежать від схожості в технологіях, продуктах або послугах, в спільних ринках обох сторін. Існують дві форми об'єднання, це горизонтальна інтеграція, яка може забезпечувати економію в процесі здійснення великих операцій в торгівлі, виробництві. По вартості близько 7-%

трансграничних угод є горизонтальними, по кількості угод їх частка становить 50%. Друга форма - вертикальна інтеграція, частка яких становить лише 10%, забезпечує економію через виключення таких ринкових функцій, як реклама, продажі і транспортування. Об'єднання двох форм забезпечує «баланс» ресурсів, необхідний для майбутнього успіху та сприяє збільшенню ринкової сили, що є і загальною перевагою і перевагою компанії безпосередньо.

На початку процесу об'єднань, акціонери оцінюють власний бізнес, а поглинач оцінює для себе бізнес, що поглинається. Існує кілька методів оцінки.

1. Метод оцінки за дисконтованими грошовими потоками. Формується план розвитку, на основі якого розраховуються грошові потоки, що генеруються компанією, і дисконтуються виходячи з ризиків, можливих для країни в цілому, визначеній галузі промисловості і конкретного підприємства. Отримана величина збільшується на приведену дисконтовану вартість грошових потоків, що генеруються компанією в післяпрогнозованому періоді. Склавши кілька варіантів розвитку бізнесу, можна уявити вартість компанії (бізнесу).

2. Метод угод, які можна порівняти. Потрібно розглянути такі показники, як вартість 100%-вого акціонерного капіталу і всіх довгострокових запозичень компанії, співвіднесену з річним виторгом у доларах за останні 12 місяців, чи показник прибутку до процентних витрат, оподаткування й амортизації (EBITDA) та ін. Усі ці показники можна порівняти: а) за видом діяльності, б) за ризикованістю роботи в регіонах, на які мережа розповсюджується, в) за розміром.

3. Метод оцінки за активами. Якщо підприємство зупинено чи виторг від нього мізерний, але у вас є земля, інфраструктура, стіни і верстати, що за ринковими цінами коштують відносно дорого, можна оцінювати підприємство не за грошовими потоками, не методом порівняння угод, а саме за вартістю активів. Якщо активи підприємства коштують 2 млн дол., оцінка всього бізнесу складає 2 млн дол., навіть якщо виторг нульовий і є витрати на утримання всієї інфраструктури.

Мабуть, три вищеописані методи оцінки бізнесу можна назвати найпоширенішими. Третій метод дуже часто застосовується там, де останнім часом істотно зросла вартість землі і збиткові чи фактично непрацюючі радянські підприємства продаються за ціною активів, безвідносно до грошових потоків, які вони генерують.

Здійснення угод по злиттях і поглинаннях – у край складне завдання: кожна сторона може виграти, здійснивши угоду професійно, чи програти через недосвідченість.

Поглиначу, для якого така угода найчастіше вже не перша, доводиться легше: він, як правило, досить досвідчений у переговорах, а також знає, як структурувати угоду й оцінити підприємство. У свою чергу, якщо продавцем є підприємець, який кілька років тому сам створив бізнес, розвивав його, довів до певного масштабу і тепер хоче продати, то, як правило, угода злиття чи поглинання є першою в його

житті. Він ніколи не потрапляв у подібну ситуацію і не знає, як діяти. Навіть якщо підприємець домогся успіху в розвитку своєї справи - у наданні яких-небудь послуг чи виробництві продукції, - це не означає, що він може добре оцінити і продати бізнес. Така процедура вимагає високої майстерності і професійних навичок, а також багаторічного навчання.

Якщо поглинаюча компанія часто укладає угоди злиттів і поглинань, у ній зазвичай існує спеціальний структурний підрозділ, де працюють професіонали, що мають досвід роботи в інвестиційних банках. Ці фахівці здійснили не один десяток угод, отже вміють успішно оцінювати і структурувати їх. Компанія, що поглинається, не може дозволити собі таку розкіш, як підрозділ по злиттях і поглинаннях, тому доцільно наймати для однієї конкретної угоди професійного фінансового радника, який оцінить вартість компанії, напише інвестиційний меморандум і складе правильну фінансову модель з оцінкою вартості бізнесу. А також, що ще більш важливо, правильно структурує відносини з поглиначем і максимально захистить інтереси акціонера компанії, що поглинається. Переговори веде, як правило, фінансовий консультант разом з акціонерами компанії, що поглинається, (чи як мінімум у їхній присутності). Звичайно фінансовими консультантами є інвестиційні банки, іноді – консалтингові компанії, що спеціалізуються саме на інвестиційних угодах і угодах по злиттях і поглинаннях, або ті ж аудиторські компанії, у яких є сильний підрозділ корпоративних фінансів.

Цікавою є тактика поглинання та об'єднання, яку можна визначити як оборонну та як політику атак. Оборонна стратегія формується через наявність в компанії відсталого технологічного оснащення, застарілої продукції, послаблення конкурентної позиції, втратою джерел сировини та ресурсів, погіршення структури капіталу, небезпека поглинання. Стратегія атаки визначається перевагами компанії в положенні на ринку збуту, технологічними перевагами, наявністю виходу до джерел сировини, унікальність менеджменту, фінансовими можливостями, інвестиційна привабливістю. Дії, які супроводжують оборонну стратегію повинні бути такими: вдосконалення управління, контроль за поставками, контроль цін на продукцію, захист ринків збуту, обмеження конкуренції, вихід на нові ринки. Політика атаки навпаки повинна супроводжуватись політикою агресивного зростання, звільненням від активів, збільшенням фінансової допомоги, оптимізацією структури капіталу.

## **2 ПЕРЕВАГИ ТА НЕДОЛІКИ ТАКТИКИ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ**

Переваги поглинань для дочірньої компанії полягають у отриманні доступу до знань, запатентованих технологій, капіталу, кваліфікованих трудових ресурсів, інших джерел ресурсів і резервів головної компанії. Крім того, конгломерат стає привабливішим для акціонера при підвищенні

комерційних зворотів компанії і зростання диверсифікації, зниженні відносних витрат, зміни структури активів. Велика корпорація може мати певний захист по відношенню до окремих помилкових рішень менеджменту, володіти доступнішими і дешевшими джерелами фінансування. В результаті поглинання з'являється можливість виходу компанії на нові зарубіжні ринки, покупка частки ринку.

Іншими типами безпосередньої вигоди поглинань можуть бути збільшення гнучкості в складанні звітності і проведенні розрахунків, мінімізація виплати податків. Наявність збалансованості витрат, коли необхідні витрати на розвиток одного підрозділу отримуються за рахунок прибуткової діяльності інших можна визначити в значній переваги конгломерату.

Серед недоліків поглинання можна визначити значні фінансові затрати процесі поглинання, високий ризик в разі невірної оцінки компанії або ситуації, складність інтеграції компаній, можливість виникнення проблем з персоналом придбаної компанії, можливість несумісності корпоративних культур двох компаній.

З точки зору розвитку приймаючої країни, злиття і поглинання компаній в порівнянні з інвестиціями в нові проекти у момент здійснення операцій або в короткостроковій перспективі після їх реалізації можуть характеризуватися меншими вигодами або мати значніші негативні наслідки. Це пояснюється наступними факторами: 1) наявність припливу іноземних інвестицій не завжди сприяє нарощуванню виробничих активів країни. Таким чином, певний обсяг іноземних інвестицій, проникаючих в країну шляхом злиття і поглинань компаній, може забезпечувати менший приріст продуктивних інвестицій в порівнянні з тим же об'ємом прямих іноземних інвестицій в створення нових підприємств або взагалі не забезпечувати його; 2) прямі іноземні інвестиції у вигляді злиття і поглинань, як правило, на початковому етапі рідше приводять до передачі нових або досконаліших технологій або знань в порівнянні з прямими іноземними інвестиціями (ПІІ) в створення нових підприємств; 3) прямі іноземні інвестиції у вигляді злиття і поглинань можуть вести до зростання ринкового впливу окремих компаній і до послаблення конкуренції, тобто мати антиконкурентні наслідки, на відміну від ПІІ в нові проекти, при яких збільшується кількість існуючих компаній і не відбувається посилення ринкової концентрації; 4) ПІІ через канали злиття і поглинань на початковому етапі не створюють нових робочих місць. Навпаки, вони часто приводять до звільнень і до скорочення кількості робочих місць.

## **ВИСНОВКИ**

В Україні процеси поглинання та злиття можна простежити лише в останні роки. В Українському законодавстві даних процес є не врегульованим і тому позитивні чи негативні його наслідки об'єктивно

визначити складно. Враховуючи, що процедура поглинання здійснюється шляхом придбання крупного пакету акцій, українське регулювання даних процесів повинно передбачати захист прав акціонерів від знецінення інвестицій, тому як після отримання контролю над підприємством після придбання економічно доцільного пакету акцій, «поглинач» втрачає інтерес до придбання останніх акцій, в результаті інвестиції останніх акціонерів знецінюються.

Кожній країні необхідно самостійно визначити власну позицію з врахуванням специфіки умов свого розвитку. При цьому слід враховувати позитивні і негативні сторони даних процесів та зовнішні фактори впливу на діяльність компаній та стан

економіки загалом. До головних факторів, можна віднести: лібералізація торговельних відносин, що передбачає спрощення торговельних режимів, зниження митних бар'єрів та вимагає конкурентоспроможного внутрішнього ринку; зростання науково - дослідної діяльності та відповідно використання технологічних нововведень; зниження витрат на транспортування та комунікації. Поєднання всіх цих факторів є умовою ефективного проведення політики «рівноправних» поглинань. Проте в сучасних кризових умовах з метою запобігання банкрутства компанії виявляють зацікавленість в приєднання до більш сильного партнера на ринку.

#### ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
2. Коупленд Т., Коллер Т., Мкррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999.
3. Оценка бизнеса. - М.: Финансы и статистика, 1999.
4. Пирогов А.Н. Оценка слияний и поглощений российских компаний [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [www.mergers.ru](http://www.mergers.ru).
5. Calomiris C., Karenski J. The Bank Merger Wave of the 1990s: Nine Case Studies. – University of Illinois, 1996.
6. Cornett M., Tehranian H. Changes in Corporate Performance Associated with Bank Acquisitions // Journal of Financial Economics. - 1992. - Vol. 31. - P. 211–234.
7. De Young R. Bank mergers, X-Efficiency, and the Market for Corporate Control // Managerial Finance. - 1997. - № 23. - P. 32–47.
8. Fama E.F. and Jensen M.C. Separation of Ownership and Control // Journal of Law and Economics. - 1983. - June, 26. - P. 301–325.
9. Hannan T.H., Wolken J.D. Returns to Bidders and Targets in the Acquisition Process // Journal of Financial Services Research. - 1989. - № 3. - P. 5–16.
10. Lynch H. Financial Performance of Conglomerates. Boston, 1971.
11. Madura J., Wiant K.J. Long-term Valuation Effects of Bank Acquisition // Journal of Banking and Finance. - 1994. - Vol. 18. - P. 1135–1154.
12. Morck R., Schleifer A. and Vishney R. Management ownership and market valuation: An empirical analysis // Journal of Financial Economics. - 1988. - № 20. - P. 293–315.
13. Piloff S. Performance Changes and Shareholder Wealth Creation Associated with Mergers of Publicly Traded Banking Institutions. University of Pennsylvania, 1994.
14. Pilloff S., Santomero A.M. The Value Effects of Bank Mergers and Acquisitions. The Wharton School, University of Pennsylvania, 1997. - P. 97–107.
15. Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate takeovers // Journal of Business. - 1986. - Vol. 59, № 2. - P. 197–216.
16. Stigler George J. Monopoly and Oligopoly by Merger // American Economic Review. - 1950. - Vol. 50 (May).