



Munich Personal RePEc Archive

**Genesis of synergetic approach in
researches of MA: dethronement of the
main myth about the synergy**

Ivanov, Alexey

South Ural State University

3 September 2013

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/50307/>

MPRA Paper No. 50307, posted 30 Sep 2013 19:18 UTC

ГЕНЕЗИС СИНЕРГЕТИЧЕСКОГО ПОДХОДА В ИССЛЕДОВАНИЯХ СЛИЯНИЙ
И ПОГЛОЩЕНИЙ: РАЗВЕНЧАНИЕ ГЛАВНОГО МИФА О СИНЕРГИИ

GENESIS OF SYNERGETIC APPROACH IN RESEARCHES OF M&A:
DETHRONEMENT OF THE MAIN MYTH ABOUT THE SYNERGY

А.Е. ИВАНОВ, кандидат экономических наук, доцент кафедры «Экономика, управление и инвестиции», Южно-Уральский государственный университет
e-mail: ivanov.chel@list.ru

Ivanov A.E., associate professor of chair «Economics, Management and Investment», South Ural State University
e-mail: ivanov.chel@list.ru

Аннотация

В статье рассмотрено возникновение и развитие понятия синергетического эффекта при слиянии и поглощении компаний и представлений о нем с 1960-х гг. по настоящее время. Автор обобщены данные ряда исследований, доказывающих, что слияния и поглощения вовсе не обязательно приводят к достижению положительного синергетического эффекта, обычно определяемого формулой « $2+2=5$ » – главным мифом о синергии.

Abstract

In article emergence and development of concept of synergetic effect of M&A and ideas of it from 1960th to the present is considered. The author generalized data of a number of the researches proving that M&A not so surely lead to achievement of the positive synergetic effect which is usually determined by the formula « $2+2=5$ » – the main myth about a synergy.

Ключевые слова: слияния и поглощения, синергетический эффект, интеграция.

Keywords: mergers and acquisitions, synergetic effect, integration.

В 2013 г. компанией PricewaterhouseCoopers был проведен 16-й ежегодный опрос руководителей крупнейших компаний мира, в котором было отмечено, что более половины (54%) опрошенных российских руководителей крупнейших корпораций планируют изменить стратегию управления в ближайший год. Причем, если по данным предыдущего опроса, проведенного в 2012 г., самой популярной мерой по реструктуризации бизнеса в 2011 г. было сокращение издержек (так поступили 85% опрошенных), то в 2012 г. каждый третий российский респондент провел сделку слияния или поглощения – на внутреннем или зарубежном рынке, – и почти столько же опрошенных создали новое совместное предприятие или вошли в стратегический альянс [33]. Указанная статистика подчеркивает значимость вопроса стратегического управления ростом российских корпорации в глазах их руководителей.

Российский рынок слияний и поглощений является одним из наиболее быстро растущих рынков в мире, составляя в объеме около 3% от объема мирового ранка. Ежегодно в России происходит свыше 1000 слияний и поглощений публичных компаний и сложно поддающееся оценке количество сделок между более мелкими непубличными компаниями. Как полагает значительная часть (88%) опрошенных компанией PricewaterhouseCoopers российских руководителей крупнейших корпораций, наибольший объем сделок слияния и поглощения в ближайшее время будет проходить на внутреннем рынке, то есть инвестиции, исчисляемые десятками миллиардов долларов, будут направлены внутрь страны.

В работе 2009 г. «Слияния и поглощения: преодоление ловушек, строительство синергии и создание стоимости» («Mergers and Acquisitions: Overcoming Pitfalls, Building Synergy, and Creating Value») коллектив американских ученых: М.А. Хитт (M.A. Hitt), Д. Кинг (D. King), Х. Кришнан (H. Krishnan), М. Макри (M. Makri), М. Чижвен (M. Schijven), К. Шимизу (K. Shimizu) и Х. Жу (H. Zhu) изучил важнейшие исследования слияний и поглощений за последние 25 лет (89 публикаций) и определил ТОП-3 наиболее интересовавших исследователей аспектов [23]:

- 1) степень увеличения диверсификации либо связанности поглощающей компании (58% исследований);
- 2) размер поглощенной компании относительно поглотившей (52% исследований);
- 3) опыт интеграционных сделок поглощающей компании (28% исследований).

Как видно из приведенной статистики, такой важный аспект, как достижение синергетического эффекта остался вне фокуса внимания большинства исследователей. А ведь неоспоримым фактом является то, что в качестве цели сделок слияний и поглощений, как правило, озвучивается достижение положительного синергетического

эффекта интеграции. Согласно словарю Barron's: «Синергия – взаимодополняющее действие активов двух или нескольких предприятий, совокупный результат которого намного превышает сумму результатов отдельных действий этих предприятий» [20]. М.Л. Сироуэер (M.L. Sirower) в книге «Ловушки синергии: как компании проигрывают игры в поглощения» («The synergy trap: How companies lose the acquisition game») определил синергию следующим образом «Синергия представляет собой увеличение эффективности деятельности объединенной компании сверх того, что два предприятия уже могут или должны выполнять как независимые. На управленческом языке синергия означает: конкурировать лучше, чем кто-либо когда-либо мог ожидать. Это означает увеличение конкурентного преимущества сверх того, которое необходимо предприятиям, чтобы выжить на своих конкурентных рынках» [31]. Достаточно часто синергетический эффект характеризуют правилом « $2+2=5$ » [например, 7, 21] и это, как будет показано дальше, является одним из самых распространенных мифов о синергии.

Синергетический подход в экономических исследованиях начал развиваться с активизацией интеграционных процессов в экономике полвека назад стараниями профессора Международного университета Соединенных Штатов И. Ансоффа (I. Ansoff). Он опубликовал множество статей и книг по стратегическому планированию и управлению, в частности знаменитую работу 1965 г. «Корпоративная стратегия» («Corporate Strategy») [17], в которой показал, что стратегия развития компании, основанная на достижении синергии, позволит ей перенести свои ключевые компетенции на новые области деятельности. Ансофф определил экономический базис синергии как возможность превышения экономического эффекта от совместной работы нескольких компаний над результатами их самостоятельной деятельности. Он утверждал, что подобная выгода частично основывается на эффекте масштаба, однако, кроме него, возможно получение управленческой синергии, когда полученные в одной из компаний опыт и знания распространяются на всю интегрированную корпорацию. В том случае, когда после осуществления интеграции уровень качества принимаемых управленческих решений повышается, возникает положительный синергетический эффект. Если же на корпорацию распространяется не лучший из имеющихся в объединившихся компаниях опыт, а наоборот, то результатом становится снижение эффективности деятельности интегрированной корпорации и возникает отрицательный синергетический эффект.

Ансофф предположил на этапе планирования слияния или поглощения исследовать потенциально достижимые синергии в различных направлениях деятельности объединяющихся компаний и сравнивать их с профилями деловых

способностей компаний. Для этого необходимо идентифицировать синергии в областях управления, производства и продаж. Вероятность достижения корпорацией синергетических эффектов зависит от ее собственных способностей в каждой из перечисленных областей деятельности, а значит необходимо проанализировать сильные и слабые стороны компаний и составить профили их деловых способностей, отражающие ключевые бизнес-компетенции.

В 1985 г. профессор Гарвардской бизнес-школы М. Портер (M. Porter), один из наиболее авторитетных ученых в области стратегического управления компанией, в книге «Конкурентное преимущество» («Competitive Advantage») сформулировал суть корпоративной стратегии – управление взаимосвязями между бизнес-единицами. По мнению Портера: «В отсутствие рационального управления взаимосвязями диверсифицированная компания – не более чем взаимный фонд» [13]. В своей работе он предложил структуру анализа взаимосвязей между общими для различных направлений деятельности компании умениями и навыками. Портер выделил три вида таких взаимосвязей:

- 1) материальные, возникающие при совместном использовании бизнес-единицами одних и тех же категорий покупателей, каналов, технологий и других факторов;
- 2) нематериальные, возникающие при передаче управленческих ноу-хау между бизнес-единицами;
- 3) конкурентные, возникающие между корпорацией и ее конкурентами в различных отраслях, что позволяет переносить модели поведения из одного направления бизнеса корпорации к другим.

Согласно Портеру, источниками синергии при интеграции являются именно эти три вида взаимосвязей: «Синергизм является не каким-то одним, но тремя различными понятиями. Неудивительно, что предыдущие его определения столь неоднозначны. Чаще всего синергизм описывали как нематериальные взаимосвязи — передачу знаний и управленческого опыта из одной бизнес-единицы в другую. Данная форма взаимосвязей, пожалуй, самая недолговечная, и ее роль в формировании конкурентного преимущества является неопределенной, однако потенциально довольно значительной. Именно поэтому многие фирмы испытывали затруднения в анализе практических плодов синергизма» [13].

Портер считал, что обобществление деятельности бизнес-единиц является целесообразным, если это позволит осуществить эффект масштаба, передачу знаний между бизнес-единицами или более эффективное использование производственных мощностей. В этих случаях совместная деятельность бизнес-единиц при правильном

управлении взаимосвязями может увеличивать ценность бизнеса (приносимые им доходы).

Для того чтобы понять как именно взаимосвязи между бизнес-единицами влияют на ценность бизнеса, Портер предложил использовать анализ цепочки ценностей. Он выделил пять основных (внутренняя логистика, операции, внешняя логистика, маркетинг и продажи, сервис) и четыре вспомогательных (инфраструктура корпорации, управление человеческими ресурсами, технологическое развитие, закупки сырья и материалов) видов деятельности корпорации, которые определяют цепочку создания ценностей бизнеса, и предложил модель определения влияния взаимосвязей между этими видами деятельности на сокращение издержек корпорации и дифференцирование ее синергетических преимуществ.

Портер также изучил издержки, возникающие в результате интеграции и выделил три их группы:

1) издержки координации, связанные с тем, что в интегрированной корпорации бизнес-единицам, обобществляя отдельные ресурсы, приходится координировать свою деятельность друг с другом;

2) издержки компромиссов, связанные с тем, что интересы корпорации не всегда совпадают с интересами отдельных ее бизнес-единиц, а следовательно, обобществленные бизнес-процессы в какой-то мере усложняют деятельность отдельных бизнес-единиц: в тем большей степени, чем более отличается их продукт от продуктов коллег по корпорации;

3) издержки негибкости, связанные с потенциальной сложностью участия отдельных бизнес-единиц в конкурентной борьбе, а также с барьерами на выходе из отрасли, так как это может привести к снижению выгод от обобществления деятельности внутри корпорации.

Портер детально проанализировал возможные взаимосвязи по цепочкам создания ценностей, а также издержки, возникающие при их достижении и пришел к выводу: «В том случае, если выгоды обобществления с лихвой покрывают издержки, если его не способны воспроизвести соперничающие фирмы, совместная деятельность способна стать основой устойчивого конкурентного преимущества» [13].

В 1987 г. профессор Токийского научного университета Х. Итами (H. Itami) в книге «Мобилизация невидимых активов» («Mobilizing Invisible Assets») [26] рассмотрел получение синергетического эффекта интеграции как следствие повышения эффективности использования ресурсов в интегрированной корпорации по сравнению с их использованием компаниями до объединения. Он выделил два вида

ресурсов: физические ресурсы и невидимые (нематериальные) активы. К физическим ресурсам Итами отнес традиционные средства и предметы труда: основные средства, материальные запасы и т.п. К невидимым активам – торговую марку, технологии и ноу-хау, корпоративную культуру и т.п. Конкурентоспособность компании, по мнению Итами, во многом определяется именно невидимыми активами. В большинстве своем они являются уникальными и не могут быть отделены от компании. Невидимые активы могут использоваться при осуществлении различных направлений деятельности компании. Некоторые невидимые активы могут использоваться в сочетании с другими и усиливать их действие: Итами назвал результат такого взаимодействия комбинаторным эффектом.

Подход Итами к определению синергетического эффекта сужает его классическое «ансоффовское» понимание: «Предыдущие исследования определяли синергизм скорее как портфельный эффект в целом, но я использую это понятие в более узком смысле, придерживаясь его изначального значения» [26]. По его мнению, в результате слияний и поглощений могут достигаться два вида так называемых портфельных эффектов. Первый состоит в улучшении использования физических ресурсов (например, дозагрузка частично простаивающих производственных мощностей поглощенной компании заказами поглотившей компании). Итами назвал такой эффект комплементарным и отделил его от синергетического, посчитав, что сокращение издержек, в котором выражается комплементарный эффект есть следствие всего лишь полного использования ресурсного потенциала корпорации, достижимого при квалифицированном менеджменте. Второй вид портфельных эффектов – синергетический – достигается только при использовании невидимых активов. Целью синергизма, по утверждению Итами, является использование «эффекта безбилетника», когда ресурсы, аккумулируемые в одной части компании, используются одновременно и без каких-либо дополнительных расходов другими ее частями. Например, такой «эффект безбилетника» может быть получен при выводе новых продуктов на рынок под наиболее «раскрученным» брендом из имеющихся в портфеле корпорации или при использовании результатов исследований и разработок, имеющихся у одной из объединившихся компаний, всей интегрированной корпорацией без дополнительных затрат остальных участников интеграционной сделки.

В своей работе Итами провел четкую грань между комплементарным и синергетическим эффектами: «Большинство физических ресурсов не способно обеспечить потенциал возникновения эффекта безбилетника или одновременного использования. Если две независимые части завода используются для производства двух различных товаров,

синергизма не существует. Финансовые ресурсы не могут использоваться одновременно в двух сегментах. Если денежные средства вкладываются в разработку одного товара, «куски пирога» для остальных продуктов уменьшаются. С невидимыми активами все иначе. В отличие от материальных активов и финансовых ресурсов невидимый актив, такой как технология, может быть использован в более чем одной области деятельности одновременно без ущерба для своей полезности. Это и есть классический эффект безбилетника. При одновременном использовании невидимый актив не только не утрачивает ценность, но и преумножает ее. Возникновение синергизма связано с одновременным использованием ресурсов в нескольких областях деятельности без какого-либо ущерба для каждой из них. Комплементарный эффект возникает при использовании материальных активов, синергетический – невидимых» [26].

Еще одним значимым результатом исследований Итами стал вывод о возможности достижения не только положительного, но и отрицательного синергетического эффекта от комбинирования невидимых активов при неправильно выбранной стратегии развития компании. Характерным примером отрицательного синергетического эффекта является басня И.А. Крылова о Лебеде, Раке и Щуке. «Из кожи лезут вон, а возу все нет ходу!» – ничего удивительного, ведь цели элементов системы далеко не всегда совпадают с целями самой системы. Например, при поглощении металлургическим комбинатом (Лебедем) рудника (Рака) менеджмент инициатора сделки хочет повысить свою эффективность за счет снижения транзакционных издержек, связанных с приобретением руды. А целью руководства рудника является, например, максимальная занятость персонала, так как рудник является градообразующим предприятием и за массовые увольнения его Щука (местная администрация) утянет в воду да там и съест. В результате инициативы центра, связанные с увеличением производительности труда и сокращением персонала на месте успешно саботируются: «А воз и ныне там!».

В 1989 г. Р.М. Кантер (R.M. Kanter), профессор Гарвардской бизнес-школы, считающаяся одним из ведущих экспертов в области управления изменениями и инновациями в бизнесе, выпустила книгу «Когда гиганты учатся танцевать» («When Giants Learn to Dance») [27]. В этой работе она рассмотрела преобразования, производимые в корпорациях после осуществления слияния или поглощения. По мнению Кантер: «Единственным обоснованием существования многоотраслевой корпорации, по моему мнению, является достижение синергизма — той волшебной комбинации видов деятельности, которая усиливает каждый из них, а все вместе они приносят большую прибыль, чем по отдельности» [27]. Кантер на многочисленных примерах из бизнес-практики описала механизмы идентификации возможностей

существования жесткой бюрократической корпоративной структуры с креативными идеями и находчивостью предпринимательских компаний. Одна из основных задач таких корпораций – достижение синергизма.

Кантер утверждает, что структура корпорации должна быть выстроена таким образом, чтобы каждая бизнес-единица вносила важный вклад в совместную деятельность, при этом каждая бизнес-единица должна получать от этого выгоду: «Необходимые для создания синергизма подходы не имеют ничего общего с «ковбойским менеджментом». Разрушительная конкуренция основывается на том, что победители выигрывают ровно столько, сколько теряют проигравшие. Игрок на рынке получает либо все, либо ничего; но кроме отсутствия приза, проигравшие несут значительные издержки. Движителем, направляющим конкуренцию в негативном направлении, является всеобщий страх проигрыша. Деструктивная сторона «ростков конкуренции» состоит в том, что стремление к вознаграждению является сильным настолько же, насколько глубоко желание избежать наказания. Кооперация, напротив, возникает в случае появления стимулов к достижению высоких результатов вне зависимости от того, кто придет на финиш первым» [27]. В подтверждение своего утверждения она приводит опыт большого числа американских и транснациональных корпораций, создавших условия для достижения синергетического эффекта от взаимодействия бизнес-единиц и получившие его.

Кантер определяет три основные составляющих стратегии достижения синергетического эффекта:

- во главе команды, идентифицирующей возможные источники синергии должны стоять высшие менеджеры корпорации, которые обязаны не только осуществлять поиск синергизмов, но и мотивировать к их достижению других сотрудников;
- система стимулов и вознаграждений менеджеров должна поощрять их не только за индивидуальные результаты, но и за вклад в достижения сестринских компаний;
- в корпорации большое внимание должно уделяться системе коммуникаций между сотрудниками, причем прогресс телекоммуникационных сетей не заменяет необходимости живого общения.

По мнению Кантер участвовавшие случаи реализации возможностей достижения синергетических эффектов за счет интеграции бюрократических и предпринимательских типов организационных структур предвещает начало революции в корпоративном управлении. Итогом этой революции должно стать формирование новых видов корпораций, которые Кантер называет постпредпринимательскими: «Модель постпредпринимательской корпорации – это поджарая организация, в которой,

практически отсутствует «внешний» аппарат, а усилия подавляющего большинства сотрудников сфокусированы на наиболее полном использовании своих компетенций. В постпредпринимательской корпорации постоянно сокращается число сотрудников «корпоративных» по своей природе отделов, все большая ответственность делегируется бизнес-единицам и все более широкий круг необходимых ей услуг отдается на откуп внешним поставщикам. Меньшее число уровней управления означает снижение высоты, «сплющивание» иерархической пирамиды. Таким образом, значение «вертикального» измерения корпорации постепенно снижается, в то время как «горизонтальное» – процесс коммуникаций и кооперации всех отделов, подразделений и бизнес-единиц – становится ключом, открывающим дверь, ведущую к выгодам коллаборации» [27]. Ее прогноз подтвердился в 2000-х гг. с развитием сферы телекоммуникаций и образованием так называемых креативных корпораций.

Концепция синергизма оказала заметное влияние на управленческое мышление [9]. Так, в исследовании процессов интеграции, опубликованном в 1990 г. в «Strategic Management Journal» Ф. Тротвайн (F. Trautwein) обнаружил, что необходимость слияний и поглощений, как правило, доказывается с использованием синергетической терминологии. При этом авторы большинства исследований по вопросам интеграции считают ее целесообразной только при возможности достижения синергетического эффекта [32].

Профессор Шведского института перспективных исследований В.-Б. Занг (W.-B. Zhang) в изданной в 1991 г. книге «Синергетическая экономика: время и переменны в нелинейной экономике» («Synergetic Economics: Time and Change in Nonlinear Economics»), которая в 1999 г. была переведена на русский язык под названием «Синергетическая экономика. Время и переменны в синергетической экономической теории», предложил термин «Синергетическая экономика»: «Для анализа характеристик нелинейных динамических экономических систем мы предлагаем новую теорию – синергетическую экономику, базирующуюся на синергетике Хакена. Синергетическая экономика делает упор на взаимодействие линейности и нелинейности, устойчивости и неустойчивости, непрерывности и разрыва, постоянства и структурных перемен в противовес свойствам чистой линейности, устойчивости, непрерывности и постоянства. Нелинейность и неустойчивость в синергетической экономике рассматриваются, скорее как источники разнообразия и сложности экономической динамики, нежели как источники шумов и случайных явлений, как это делается в традиционной экономике» [4]. Занг указал на ограниченность инструментария традиционной экономики детерминированными моделями, в реальных условиях не способными описать поведения динамических систем, которыми де-факто являются экономические субъекты.

Заслуга Занга состоит в том, что он показал, что для экономических эволюционных процессов линейность и устойчивость имеют весьма ограниченный, а не универсальный характер, как предполагалось в классических экономических теориях. Он исследовал возможность применения нелинейных математических моделей, сложившихся на тот момент в синергетике, но применяемых преимущественно в естественных науках, для моделирования поведения экономических систем и изучил те свойства диссипативных экономических систем, для которых малые сдвиги параметров влекут за собой качественные изменения динамического поведения. Занг привнес в экономическое моделирование элементы математической теории динамических систем, теории динамического хаоса, теории фазовых переходов, теории бифуркаций, теории катастроф.

В 1991 г. Э.Э. Петерс (E.E. Peters) в своей работе «Хаос и порядок на рынках капитала. Новый аналитический взгляд на циклы, цены и изменчивость рынка» («Chaos and Order in the Capital Markets: A New View of Cycles, Prices, and Market Volatility») [12] применил в анализе нескольких десятилетий активности европейского и американского рынков капитала методы фрактального анализа. Он показал возможность использования методов фрактальной геометрии Б. Мандельброта для прогнозирования рыночных котировок, применив их к цифровым трендовым рядам. Кроме того, Петерс использовал в своей работе элементы динамического хаоса и теории самоорганизации И. Пригожина.

Таким образом, к началу XXI в. синергетический подход прочно вошел в экономическую науку. Трансляция разработок физиков, химиков, математиков и представителей других наук в экономику стала обычным явлением, осуществляемым посредством синергетики.

1970-е-1980-е гг. стали периодом расцвета синергетики, казалось, что ее возможности, в том числе применительно к экономике, безграничны. Однако в 1990-х гг. появилось множество эмпирических работ, доказывающих ограниченность существующего синергетического инструментария. Это привело, в том числе, к развенчанию мифа « $2+2=5$ ». Результаты исследований 1990-х-2000-х гг. показывают, что, как минимум, 60-70% слияний и поглощений оказываются неэффективными, то есть объединившиеся компании вместе генерируют меньший денежный поток, чем могли бы по отдельности.

В 1988 г. М. Брэдли, А. Десаи и Е.Х. Ким (M. Bradley, A. Desai, E.H. Kim) в статье «Синергетические выгоды от корпоративных поглощений, и их распределение между акционерами приобретающих и приобретаемых компаний» («Synergistic Gains from

Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms»), опубликованной в «Journal of Financial Economics», привели данные своих исследований, показывающие, что лишь в 7% случаев слияния и поглощения приносят прирост стоимости объединенной компании [18].

В 1990 г. Дж. Хант (J. Hunt) в статье «Изменения модели поглощений и последствия для процесса поглощения» («Changing pattern of acquisition behavior in takeovers and the consequences for acquisition process»), опубликованной в «Strategic management Journal», приходит к выводу о том, что около половины всех интеграционных сделок не генерируют синергетических эффектов [25]. Через 6 лет С. Картрайт (S. Cartwright) и К. Купер (C. Cooper) в своей монографии «Управляя слияниями, поглощениями и стратегическими альянсами, интегрирующими народы и культуры» («Managing mergers, acquisitions, and strategic alliances, integrating people and cultures») утверждают, что реальная доля успешных слияний и поглощений составляет 77 процентов [19], а в 2001 г. Н. Хаббард (N. Hubbard) в книге «Стратегия поглощения и ее реализация» («Acquisition strategy and implementation») приходит к выводу, что 83 процента слияний и поглощений не смогут достичь поставленных целей [24].

Э. Томилина приводит следующие данные по исследованиям 1990-х гг.: компания KPMG, проанализировавшая около 700 крупнейших мировых слияний и поглощений за 1996-1998 гг., отмечает, что у 17% компаний совокупную стоимость увеличились, у 30% – не изменилась, а у 53% – уменьшилась; Mergers & Acquisitions Journal, изучивший 100 слияний и поглощений в 1998 г., приходит к выводу о том, что 61% сделок не окупают вложенные в них средства; компания PricewaterhouseCoopers, исследовавшая 300 слияний за 1987-1997 гг. указывает на то, что 57% объединившихся компаний отстают в своем развитии от других субъектов данного рынка и вновь разделяются на самостоятельные корпоративные единицы [14].

В 2000 г. Л.М. Маркс (L.M. Marks) и П.Х. Мирвис (P.H. Mirvis) в статье «Управляя слияниями, поглощениями и альянсами: создание эффективной переходной структуры» («Managing Mergers, Acquisitions, and Alliances: Creating an Effective Transition Structure») привели выводы из своего исследования более пятидесяти слияний и поглощений, из которых следовало, что менее 20% сделок оказываются успешными [30]. Э. Эгрэвел (A. Agrawal) и Я. Яффе (J. Jaffe) в работе «Загадка послеинтеграционной эффективности» («The post merger performance puzzle») на основании детального анализа множества источников пришли к выводу, что в первые годы после интеграционной сделки доходы корпорации снижаются, либо не изменяются [16]. К схожим результатам привело исследование М.А. Хитта (M.A. Hitt), Дж. С. Харрисона (J. S. Harrison) и Р. Ирлэнда (R.

Ireland) «Слияния и поглощения: гид по созданию стоимости для акционеров» («Mergers and acquisitions: A guide to creating value for stakeholders»), которое показало, что в среднем сделки слияния и поглощения не создают никакой дополнительной стоимости, либо создают ее в очень небольших размерах [22].

В исследованиях консалтинговой группы McKinsey, проведенных в 2002 г., приводятся следующие цифры: 70% интеграционных сделок не привели к ожидаемому увеличению доходов, а 34% – не привели к ожидаемому снижению расходов [11]. Зачастую это происходит из-за переоценки потенциального синергетического эффекта, который может быть достигнут в результате интеграции.

В 2004 г. М. Бекье в статье «Путеводитель по слияниям» пишет: «Доля неудачных сделок слияния и поглощения в мире достигает 60%. Большинство компаний так и не набрали после интеграции хороших темпов развития, а рост доходов многих компаний, показывавших до слияний приличные результаты, приостановился» [1]. Примерно такую же статистику – до 60% финансово неудачных интеграционных сделок – дают Ф.Ч. Эванс (F.Ch. Evans) и Д.М. Бишоп (D.M. Bishop), сертифицированные оценщики бизнеса и авторы известной книги «Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях» [15].

В 2005 г. Т.Дж. Галпин (T.J. Galpin) и М. Хэндон (M. Herndon) в книге «Полное руководство по слияниям и поглощениям» приводят следующие результаты исследования интеграционных сделок:

- лишь в 23% случаев поглощения оправдывали затраты на них;
- при объявлении о предстоящем слиянии курс акций компании растет не больше чем на 30%;
- в поглощенных компаниях 47% топ-менеджеров увольняются в течение года после сделки, а в 75% – в течение трех лет;
- в 70% случаев не достигается запланированный синергетический эффект от объединения [2].

Современные глобальные исследования компании KPMG свидетельствуют о том, что изучение синергетических эффектов при планировании слияний и поглощений становится обязательной частью процесса подготовки к сделке. Этот тезис подтверждается динамикой увеличения доли успешных интеграционных сделок в их общем объеме. Так, если по данным исследования за 2005-2006 гг. слияния и поглощения, приводящие к увеличению стоимости объединившихся компаний составляли лишь 27% от общего числа сделок, то в 2007-2009 гг., несмотря на мировой экономический кризис, доля таких сделок увеличилась до 31%. Также одной из интересных тенденций

современного рынка слияний и поглощений является подмеченная еще в исследованиях консалтинговой группы McKinsey 2002 г. большая вера покупателей в реализуемость синергетических эффектов от снижения затрат интегрированной корпорации, нежели роста ее доходов (81% против 64%) [34].

По мнению автора, статистика неудачных слияний и поглощений является следствием того, что зачастую потенциальный синергетический эффект при планировании интеграционной сделки определяется «на глазок» (рис. 1), а это с большой вероятностью приводит к его переоценке. Слишком часто синергия определяется общими и абстрактными терминами, что приводит к поиску менеджерами либо несуществующих, либо недостижимых преимуществ интеграции. Естественно, что последствия от подобных просчетов могут быть катастрофическими. Неправильный анализ перспектив слияния не просто не приводит к желаемому тождеству $2+2=5$: сумма слагаемых может оказаться меньше четырех ($2+2=3$), то есть интегрированная корпорация будет функционировать менее эффективно, чем составляющие ее компании по отдельности – возникнет антисинергетический эффект.

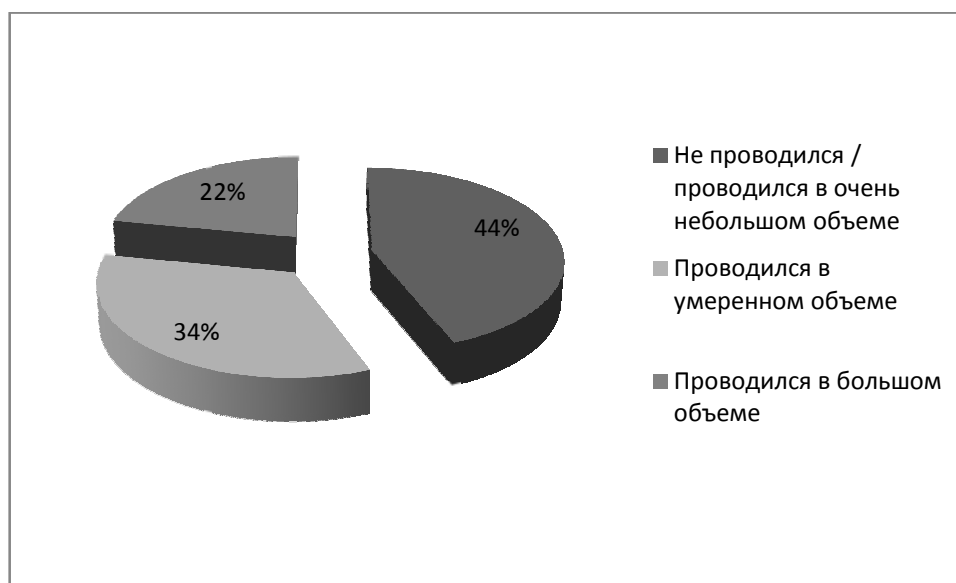


Рисунок 1. Объем анализа синергетического эффекта при планировании интеграционных сделок (по данным KPMG)

Само по себе выявление возможных синергетических эффектов не гарантирует эффективности интеграции. Сделка имеет смысл только в том случае, если возникающая за счет синергии дополнительная стоимость превышает затраты на интеграцию. Еще в 1962 г. М.Л. Мэйс (M.L. Mace) и Дж. Г. Монтгомери (G.G. Montgomery) в работе «Проблемы управления корпоративными поглощениями» (Management problems of corporate acquisitions) писали: «Стоимость, полученная в результате поглощения, в значительной мере будет зависеть от умения, с которым будут решаться проблемы

интеграции. Многие потенциально ценные приобретенные активы были потеряны из-за пренебрежения и плохого обращения в течение процесса интеграции» [29].

Упомянутый выше М.Л. Сироуэер приводит данные о том, что до 70% поглощений приносят выгоды меньшие, чем премия, уплаченная за приобретаемую компанию (превышение цены покупки компании над рыночной стоимостью ее активов) [31]. При этом среднее значение премии, уплачиваемая за приобретаемую компанию по данным исследования Т.Лааманена (T. Laamanen) «О роли интеграционной премии в исследованиях поглощений» («On the role of acquisition premium in acquisition research»), опубликованного в 2007 г. в «Strategic Management Journal», за последние 20 лет колеблется в диапазоне 40-50% от рыночной стоимости активов приобретаемой компании [28]. А ведь именно эта премия и должна представлять собой минимальное значение денежного выражения потенциального синергетического эффекта, достигаемого в результате интеграции. Эванс и Бишоп описывают сложившуюся ситуацию так: «Топ-менеджеры большинства публичных компаний сосредоточиваются на стоимости каждый день, поскольку она находит свое отражение в движении цены акций компании, тем самым ведя ежедневный подсчет очков результативности работы компании относительно других инвестиционных возможностей. Однако частные компании лишены этой обратной связи и возможности проверки фондовым рынком своей деятельности. Их акционеры и руководители редко знают, сколько стоит их компания, и обычно неясно видят, что же влияет на ее стоимость. По этой причине многие частные компании, равно как и бизнес-подразделения публичных компаний, не имеют должного вектора развития своей деятельности и поэтому работают не в полную силу. Управление стоимостью частной компании или подразделения публичной корпорации является особенно трудным делом, так как эту стоимость труднее рассчитать и обосновать. Однако большая часть экономической деятельности, в том числе создание или разрушение стоимости, происходит именно на этом уровне. В процессе создания стоимости критически важной становится способность точно измерять и управлять стоимостью небольшого бизнеса или подразделения компании. И этот навык также окупается в слияниях и поглощениях, поскольку в большинство сделок вовлекается небольшой бизнес» [15].

Таким образом, главной задачей, которую необходимо решать при планировании слияний и поглощений, является стоимостная оценка синергетического эффекта интеграции. Многие авторитетные ученые, в частности Т. Коупленд (T. Copeland), Т. Колер (T. Koller) и Дж. Муррин (J. Murrin) считают, что «оценка синергии должна иметь конкретное количественное выражение – как мера воздействия на

стоимость» [10] и автор полностью согласен с этими словами. Автор также разделяет мнение А. Дамодарана о том, что «те, кто полагает, что синергию невозможно оценить и выразить в количественной форме, оказываются неправыми» [3]. Рассмотрение возможностей оценки синергетического эффекта на стадии планирования слияния или поглощения выходит за рамки настоящей статьи, однако автору видится логичным сослаться на разработанный им методический подход к подобной оценке, а также возможностям отражения синергетического эффекта интеграции в финансовой отчетности компаний, опубликованный в работах [5, 6, 8].

В заключение целесообразно привести цитату из международного исследования слияний и поглощений «Новый старт: как заключать удачные сделки в трудные времена», проведенного компанией KPMG в 2011 г., где подчеркивается важнейший, на взгляд автора, момент, который с большой долей вероятности будет определять направления исследования синергетических эффектов интеграции в ближайшие годы: «Для улучшения восприятия рынком ценности совершаемых сделок компаниям необходимо отслеживать, анализировать и – что самое важное – сообщать о своих успехах с точки зрения достижения синергетического эффекта» [34].

Список литературы

1. Бекъе, М. Путеводитель по слияниям / М. Бекъе // Вестник McKinsey. - 2004. - № 3.
2. Галпин, Т. Полное руководство по слияниям и поглощениям / Т. Галпин, М. Хэндон. - М.: ИД Вильямс, 2005. - 240 с.
3. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран. М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. - 1341 с.
4. Занг, В.-Б. Синергетическая экономика. Время и перемены в синергетической экономической теории / В.-Б. Занг. - М.: Мир, 1999. – 335 с.
5. Иванов, А.Е. Априорная оценка синергетического эффекта интеграции на основе нечетко-множественной модели определения коэффициента синергетического роста / А.Е. Иванов // Экономический анализ: теория и практика. - 2012. - №42 (297). - С. 33-43.
6. Иванов, А.Е. Внутренне созданная деловая репутация компании как условный актив / А.Е. Иванов // Международный бухгалтерский учет. - 2012. - № 26 (224). - С. 28-33.
7. Иванов, А.Е. Как поймать синергию за хвост / А.Е. Иванов // Финанс.. - 2011. -№19 (398). -С. 50-52.

8. Иванов, А.Е. Предварительное обоснование целесообразности сделок слияния и поглощения на основе анализа иерархий возможных синергетических эффектов / А.Е. Иванов // Экономический анализ: теория и практика. - 2013. - № 8 (311). - С. 39-47.
9. Кемпбелл, Э. Стратегический синергизм / Э. Кемпбелл. - СПб.: Питер, 2004. - 406 с.
10. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Муррин. - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. - 576 с.
11. Кристофферсон, С. «Проклятие победителя»: ошибки слияний / С. Кристофферсон, Р. Макниш, Д. Сиас // Вестник McKinsey. – 2004. - №2.
12. Петерс, Э. Хаос и порядок на рынках капитала. Новый аналитический взгляд на циклы, цены и изменчивость рынка / Э. Петерс. - М.: Мир, 2000. - 333 с.
13. Портер, М.Е. Конкурентное преимущество: Как достичь высокого результата и обеспечить его устойчивость / М.Е. Портер. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. - 714 с.
14. Томилина, Э. М&А: ценность оценки / Э. Томилина // TopManager. - 2003. - №5.
15. Эванс, Ф.Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Ф.Ч. Эванс, Д.М. Бишоп. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. - 332 с.
16. Agrawal, A., Jaffe, J. The post merger performance puzzle // Advances in Mergers and Acquisitions, 1, 2000. pp. 119-156.
17. Ansoff, I. Corporate Strategy. - McGraw-Hill, 1965.
18. Bradley, M., Desai, A., Kim, E.H. Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms // Journal of Financial Economics; 21(1), May 1988, pp. 3-40.
19. Cartwright, S., Cooper, C.L. Managing mergers, acquisitions, and strategic alliances, integrating people and cultures. 2nd ed. Oxford: Butterworth-Heinemann, 1996.
20. Dictionary of business terms. New York: Barron's, 1999.
21. Gaughan, P.A. Mergers, acquisitions, and corporate restructurings. New York: Wiley, 1996.
22. Hitt, M.A., Harrison, J.S., Ireland, R. Mergers and acquisitions: A guide to creating value for stakeholders. Oxford, UK: Oxford University Press, 2001.
23. Hitt, M.A., King, D., Krishnan, H., Makri, M., Schijven, M., Shimizu, K., Zhu, H. Mergers and Acquisitions: Overcoming Pitfalls, Building Synergy, and Creating Value Post-print. Business Horizons, Volume 52, No. 6 (November-December 2009), DOI: 10.1016/j.bushor.2009.06.008.
24. Hubbard, N. Acquisition strategy and implementation. Indiana: Purdue University Press, 2001. - 304 p.

25. Hunt, J.W. Changing pattern of acquisition behavior in takeovers and the consequences for acquisition process // *Strategic management Journal*, Vol 11, 1990. pp. 69-77.
26. Itami, H., Roehl, T. *Mobilizing Invisible Assets*. Harvard University Press, London, 1987.
27. Kanter, R.M. *When Giants Learn to Dance*. Simon&Schuster, London, 1989.
28. Laamanen, T. On the role of acquisition premium in acquisition research // *Strategic Management Journal*, 28(13), 2007. pp. 1359-1369.
29. Mace, M.L., Montgomery, G.G.. *Management problems of corporate acquisitions*. Boston: Harvard University Press, 1962. - 276 p.
30. Marks, L.M., Mirvis, P.H. *Managing Mergers, Acquisitions, and Alliances: Creating an Effective Transition Structure* // *Organizational Dynamics*. Winter 2000: pp 35-47.
31. Sirower, M. L. *The synergy trap: How companies lose the acquisition game*. New York: The Free Press, 1997.
32. Trautwein, F. *Merger Motives and Merger Prescriptions* // *Strategic Management Journal*, vol. 11, 1990.
33. http://www.pwc.ru/en_RU/ru/ceo-survey/assets/16th-ceo-survey-russia-rus.pdf
34. https://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/S_TS_1r.pdf

References

1. Beke, M. *Guide to Mergers* / M. Beke // *Bulletin of McKinsey*. - 2004. - № 3.
2. Galpin, T. *The Complete Guide to Mergers and Acquisitions* / T. Galpin, M. Herndon. - M: Williams, 2005. - 240 p.
3. Damodaran, A. *Investment Valuation: Tools and methods for the evaluation of any assets* / A. Damodaran. M: Alpina Business Books, 2005. - 1341 p.
4. Zhang, V.-B. *Synergetic Economics. Time and changes in the economic theory of synergistic* / V.-B. Zang. – M.: Mir, 1999. - 335 p.
5. Ivanov A.E. Aprioristic assessment of synergetic effect of integration based on fuzzy-sets model for determining coefficient of synergetic growth // *Economic Analysis: Theory and Practice: Research practical and theoretical journal*. № 42 (297), 2012. - Pp. 33-43.
6. Ivanov, A.E. Internally generated goodwill of the company as a contingent asset / A.E. Ivanov // *International accounting*. - 2012. - №26 (224) - pp. 28-33.
7. Ivanov A.E. How to catch the tail of synergy // *Finance*.. - 2011.- № 19 (398) - pp. 50-52.

8. Ivanov, A.E. Preliminary justification of expediency of mergers and acquisitions based Analytic Hierarchy Process of potential synergies effects / A.E. Ivanov // *Economic Analysis: Theory and Practice*. - 2013. - №8 (311). - pp. 39-47.
9. Campbell, E. *Strategic synergies* / E. Campbell. - St. Petersburg.: Peter, 2004. - 406 p.
10. Copeland, T. *Valuation: Assessment and Management* / T. Copeland, T. Koller, J. Murrin. - Moscow: ZAO «Olympus-Business», 2005. - 576 p.
11. Kristofferson, S. «Winner's curse»: the errors of mergers / S. Christofferson, R. McNish, D. Sias // *Bulletin of McKinsey*. - 2004. - № 2.
12. Peters, E. *Chaos and order in the capital markets. New analytical view of cycles, prices, and market volatility* / E. Peters. - Academic Press, 2000. - 333 p.
13. Porter, M.E. *Competitive Advantage: How to achieve high results and sustained* / M.E. Porter. - M.: Alpina Business Books, 2005. - 714 p.
14. Tomilina, E. *M & A: the value of evaluation* / E. Tomilina // *TopManager*. - 2003. - № 5.
15. Evans, F.Ch. *Valuation of companies in mergers and acquisitions: Creating value in private companies* / F.Ch. Evans, D.M. Bishop. - M.: Harvard Business Review, 2004. - 332 p.
16. Agrawal, A., Jaffe, J. *The post merger performance puzzle* // *Advances in Mergers and Acquisitions*, 1, 2000. pp. 119-156.
17. Ansoff, I. *Corporate Strategy*. - McGraw-Hill, 1965.
18. Bradley, M., Desai, A., Kim, E.H. *Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms* // *Journal of Financial Economics*; 21(1), May 1988, pp. 3-40.
19. Cartwright, S., Cooper, C.L. *Managing mergers, acquisitions, and strategic alliances, integrating people and cultures*. 2nd ed. Oxford: Butterworth-Heinemann, 1996.
20. *Dictionary of business terms*. New York: Barron's, 1999.
21. Gaughan, P.A. *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. New York: Wiley, 1996.
22. Hitt, M.A., Harrison, J.S., Ireland, R. *Mergers and acquisitions: A guide to creating value for stakeholders*. Oxford, UK: Oxford University Press, 2001.
23. Hitt, M.A., King, D., Krishnan, H., Makri, M., Schijven, M., Shimizu, K., Zhu, H. *Mergers and Acquisitions: Overcoming Pitfalls, Building Synergy, and Creating Value* Post-print. *Business Horizons*, Volume 52, No. 6 (November-December 2009), DOI: 10.1016/j.bushor.2009.06.008.
24. Hubbard, N. *Acquisition strategy and implementation*. Indiana: Purdue University Press, 2001. - 304 p.

25. Hunt, J.W. Changing pattern of acquisition behavior in takeovers and the consequences for acquisition process // Strategic management Journal, Vol 11, 1990. pp. 69-77.
26. Itami, H., Roehl, T. Mobilizing Invisible Assets. Harvard University Press, London, 1987.
27. Kanter, R.M. When Giants Learn to Dance. Simon&Schuster, London, 1989.
28. Laamanen, T. On the role of acquisition premium in acquisition research // Strategic Management Journal, 28(13), 2007. pp. 1359-1369.
29. Mace, M.L., Montgomery, G.G.. Management problems of corporate acquisitions. Boston: Harvard University Press, 1962. - 276 p.
30. Marks, L.M., Mirvis, P.H. Managing Mergers, Acquisitions, and Alliances: Creating an Effective Transition Structure // Organizational Dynamics. Winter 2000: pp 35-47.
31. Sirower, M. L. The synergy trap: How companies lose the acquisition game. New York: The Free Press, 1997.
32. Trautwein, F. Merger Motives and Merger Prescriptions // Strategic Management Journal, vol. 11, 1990.
33. http://www.pwc.ru/en_RU/ru/ceo-survey/assets/16th-ceo-survey-russia-rus.pdf
34. https://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/S_TS_1r.pdf