

ИНТЕГРАЦИЯ КАК ВАЖНЫЙ ЭЛЕМЕНТ ПРИРОСТА СТОИМОСТИ ОБЪЕДИНЕННОЙ КОМПАНИИ В СДЕЛКАХ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

Родионов И.И.¹,

Братковский А.С.²

Нестабильная экономическая и политическая ситуация в мире является с одной стороны возможностью для компаний увеличить размер своего бизнеса за счет приобретения менее успешных конкурентов, а с другой стороны служит преградой для совершения сделок подобного рода, поскольку целесообразность проведения сделок слияния и поглощения (М&А) выглядит неоднозначно на фоне неопределенности достижения запланированных результатов.

Активность на рынке М&А в период неопределенности, как правило, снижается, но, тем не менее, сделки М&А продолжают заключаться. Глубокое понимание мотивов совершения сделок М&А позволяет объяснить желание акционеров и менеджмент идти на столь рискованные шаги.

В статье анализируются теории, объясняющие мотивы сделок М&А: теория синергии, теория агентских издержек свободных потоков денежных средств, теория гордыни и Q-теория. Анализ основных положений мотивационных теорий сделок М&А приводит к выводу о том, что рост стоимости компании возможен, прежде всего, посредством реализации синергетического эффекта, который зачастую рассматривается исследователями и практиками как основной драйвер роста стоимости. Расчет синергетического эффекта производится на стадии принятия решения, а достижение синергетического эффекта происходит на стадии интеграции компаний. Поскольку достижение синергетического эффекта происходит непосредственно в процессе интеграции компаний, в настоящей статье рассмотрен процесс интеграции, приведены его основные характеристики, такие как степень и длительность интеграции, способы интеграции и оценка ее результатов. В статье были рассмотрены основные возможные степени интеграции компаний: нулевая интеграция, частичная интеграция, полная интеграция. Определение степени интеграции подразумевает выбор тех сфер деятельности компаний, которые должны быть интегрированы исходя из принципа максимизации синергетического эффекта. Это позволяет разработать план интеграции, согласно которому будет определена длительность интеграции, способы и инструменты достижения синергетического эффекта, а соответственно условия для создания добавленной стоимости.

JEL: G34

Ключевые слова: слияния и поглощения, интеграция, мотивационные теории, синергетический эффект, стоимость компании

В условиях политической и экономической нестабильности вопрос об эффективности реструктуризации компаний в форме слияний и поглощений (М&А) встает наиболее остро. Как правило, в период нестабильности активность на рынке М&А снижается, поскольку целесообразность проведения сделки выглядит неоднозначно на фоне неопределенности достижения запланированных результатов.

1. Профессор кафедры экономики и финансов фирмы, Департамент финансов Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики».

2. Аспирант кафедры экономики и финансов фирмы, Департамент финансов Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики».

Тем не менее сделки M&A продолжают заключаться, и одним из важных аспектов в данном случае являются мотивы, которые побуждают акционеров и менеджмент идти на столь рискованные шаги. Существует несколько теорий, объясняющих мотивы совершения сделок M&A.

Мотивационные теории совершения сделок M&A

Теория синергии

Теория синергии получила наибольшее распространение в среде специалистов-практиков. Положения теории синергии были представлены в работе Бредли, Десаи и Кима в 1983 году (Bradley, Desai, Kim, 1983).

Основополагающим тезисом синергетической теории является предположение, что топ-менеджмент компании-инициатора и компании-цели действует исходя из интересов своих акционеров, обеспечивая рост их благосостояния. Таким образом, реализация сделки M&A возможна только в том случае, если создание объединенной компании приведет к увеличению благосостояния акционеров (росту стоимости объединенной компании).

В результате совершения сделки M&A компании приобретают широкий спектр преимуществ за счет интеграции ресурсов объединяемых компаний, создавая возможности для реализации синергетического эффекта.

Теория синергии нашла частичное или полное подтверждение в исследованиях Берковича и Нараяна, Дамодарана, Швайгера и Вери (Berkovitch, Narayan, 1993; Damodaran, 2005; Schweiger, Very, 2003).

Теория агентских издержек свободных потоков денежных средств

В 1986 году профессор Гарвардского университета Майкл Дженсен (Jensen, 1986) сформировал основные положения теории агентских издержек свободных потоков денежных средств.

В отличие от теории синергии, менеджеры компании, согласно теории агентских издержек, действуют только исходя из личных интересов, а отнюдь не из-за желания увеличить благосостояние акционеров. Поскольку менеджеры, по сути, являются агентами акционеров, то неизбежен конфликт интересов, который вызван противоречиями между желанием акционеров получать дивиденды от функционирования компании в полном объеме и желанием менеджеров реинвестировать нераспределенную прибыль в инвестиционные проекты, стараясь реализовать свою власть в отношении распределения свободных денежных потоков. В результате конфликта интересов возникают агентские издержки в виде неэффективного расходования денежных средств на инвестиционные проекты с низкой или отрицательной доходностью, в силу ограниченного числа высокодоходных инвестиционных проектов на рынке.

В 1991 году теория агентских издержек была подтверждена исследованиями Ленга, Шульца, Рене и Уоклинга (Lang, Stulz, Rene, Walkling, 1991) в результате анализа более 200 тендерных предложений за период с 1980 по 1986 годы.

Теория гордыни

Основные положения теории гордыни были сформулированы Ричардом Роллом (Roll, 1986). В результате проведенного анализа работ ряда исследователей, посвященных сделкам M&A, Р. Ролл выдвинул гипотезу о том, что сделки M&A не приносят синергетического эффекта либо этот эффект значительно переоценен.

Данная гипотеза позволила Р. Роллу начать рассуждения об иррациональном поведении менеджеров (гордыне), которые уверены, что их оценка стоимости компании-цели является единственно верной, тогда как рынок изначально недооценивает компанию-цель. Естественно, что в такой ситуации топ-менеджмент компании-инициатора надеется на получение определенных выгод от реализации сделки M&A в будущем, тогда как в реальности создание

добавленной стоимости объединенной компании находится под вопросом из-за отсутствия самой возможности достижения синергетических эффектов как таковых.

Теория гордыни пока не получила своего подтверждения эмпирическими исследованиями в силу того, что на данный момент не разработана соответствующая методология, которая бы позволила это сделать. В то же время влияние теории гордыни может проследиваться в каждой сделке M&A как подтверждение того, что процесс оценки рыночной стоимости объединенной компании носит отчасти субъективный характер.

Q-теория

В 2002 году учеными Б. Йовановичем и П. Руссо (Jovanovich, Rousseau, 2002) была предложена «Q-теория», которая была разработана на основе показателя Q, предложенного в 1969 году американским экономистом Джеймсом Тобином.

Коэффициент Q определяется как отношение рыночной стоимости компании (капитализации компании) к восстановительной стоимости ее реальных активов. Под «восстановительной стоимостью» подразумеваются расходы на замещение реальных активов, которые пришлось бы понести компании при приобретении точно таких же реальных активов, которыми она располагает в данное время, на открытом рынке.

Согласно Q-теории, предложенной Б. Йовановичем и П. Руссо, приобретение компании-цели компанией-инициатором является инвестиционными расходами для компании-инициатора. Соответственно процесс слияний и поглощений подчиняется основным постулатам теории инвестиций Дж. Тобина, т.е. при значении коэффициента $Q > 1$ компания стремится осуществлять инвестиционные расходы, в том числе и приобретение компаний посредством сделок M&A.

Недостатком данной теории является ограниченность ее использования, поскольку коэффициент Q может быть рассчитан только для публичных компаний.

Ниже представлена таблица сравнения мотивационных теорий.

Таблица 1

Основные аспекты мотивационных теорий

	Теория синергии	Теория агентских издержек	Теория гордыни	Q-теория
Мотивы менеджмента	Рост благосостояния акционеров	Личные мотивы (власть в отношении распределения свободных денежных потоков)	Личные мотивы (иррациональное поведение – гордыня)	Рациональное поведение (совершение сделки при наличии ее целесообразности)
Стоимость компании	Рост за счет реализации синергетического эффекта	Как правило, снижение стоимости	Как правило, снижение стоимости	Как правило, рост стоимости

Также в качестве мотивов для совершения сделок M&A различные авторы выдвигают:

- стремление компании-инициатора диверсифицировать риски;
- стремление топ-менеджмента компании-инициатора обеспечить постоянный рост компании;
- стремление топ-менеджмента компании-цели обеспечить выход из ранее сделанных инвестиций;
- приобретение компании с целью дальнейшей перепродажи;
- превентивная защита от враждебного поглощения другой компанией;
- приобретение компании по цене ниже балансовой стоимости ее активов.

Теория агентских издержек и теория гордыни сфокусированы на зависимости реализации сделки M&A от профессиональных качеств топ-менеджмента и их личных взглядов на дальнейшее развитие компании и в большей степени нацелены на объяснение мотивации проведения сделки M&A, в то время как на вопрос о создании прироста стоимости объединенной компании в сделках M&A полноценного ответа не дают. Q-теория объясняет мотивы совершения сделок M&A рациональным поведением топ-менеджмента, но не дает пояснения, каким образом формируется прирост стоимости компании.

Таким образом, представляется, что только теория синергии отвечает на вопрос, каким образом и за счет чего возможно создание стоимости объединенной компании в результате реализации сделки M&A, а достижение синергетического эффекта признается топ-менеджментом основным мотивом совершения сделок M&A.

Следует отметить, что на практике синергетический эффект может быть как положительным, так и отрицательным, т.е. приводить как к росту стоимости объединенной компании, так и к ее снижению (уничтожению).

Сделка M&A состоит из трех этапов: обсуждение условий и принятие решения (pre-merger), сделка (merger), интеграция компаний (post-merger integration). На практике данная классификация уже сформирована, устоялась и используется ведущими мировыми консалтинговыми агентствами.

Как правило, оценку стоимости объединенной компании и расчет синергетического эффекта осуществляют на стадии принятия решения. Для расчета стоимости объединенной компании и синергетического эффекта необходимо использование такого финансового показателя, который мог бы отражать изменение стоимости компании и учитывать влияние следующих параметров: операционных доходов и расходов, размера собственного и заемного капитала, стоимости капитала.

В конце XX века в рамках развития концепции управления стоимостью был разработан ряд финансовых показателей, позволяющих наблюдать процесс создания стоимости компании в динамике: DCF, EVA, MVA, SVA, CFROI и др. Наибольшее распространение получили показатели EVA (добавленная экономическая стоимость) и DCF (дисконтированный денежный поток).

Зачастую планируемые результаты достижения синергетического эффекта на стадии принятия решения не соответствуют фактическим, получаемым после проведения интеграции компании-инициатора и компании-цели, поэтому исследование процесса интеграции как части сделки M&A, результатом которого является фактическая реализация синергетического эффекта, а соответственно и создание добавленной стоимости, представляется наиболее актуальным в рамках задачи создания прироста стоимости объединенной компании. Таким образом, успешная интеграция двух компаний является результатом хорошо реализованных синергетических эффектов.

Интеграция компании-инициатора и компании-цели

Представляется, что сценарий интеграции необходимо выбирать на основании анализа того, какие сферы деятельности компаний и в какой степени должны быть интегрированы.

С одной стороны, интеграция может быть минимальной, и все различия между компанией-инициатором и компанией-целью сохраняться. С другой стороны, интеграция может быть максимальной, что подразумевает отсутствие различий между покупателем и компанией-целью, поскольку они объединятся в одну компанию. Помимо экстремумов возможны и промежуточные степени интеграции (Sirower, 1997):

1. Нулевая интеграция. Компания-инициатор и компания-цель продолжают действовать отдельно друг от друга (полная автономия). Например, сделка по приобретению ОАО «АФК «Система» крупнейшего в РФ независимого оператора по перевозке сжиженного газа ОАО «СГ-Транс». Предполагается, что ОАО «СГ-Транс» не будет интегрирован

в структуру ОАО «АФК «Система», а будет оказывать услуги по перевозке сжиженного газа на открытом рынке исходя из принципов максимизации прибыли. Тем не менее в данном случае возможно достижение синергетического эффекта за счет реструктуризации компании и оптимизации ее деятельности, а также посредством реализации стратегических перспектив развития бизнеса по хранению и розничным поставкам газа.

2. Частичная интеграция, близкая к нулевой. Компания-инициатор осуществляет управление компанией-целью только на стратегическом уровне (как правило, приобретение производственной компании холдингом). Например, сделка по приобретению холдингом ОАО «Силовые машины» компании ОАО «ЭМАльянс». Холдинг ОАО «Силовые машины» планирует осуществлять управление и контроль только на стратегическом уровне, сосредоточившись на развитии производства энергетического оборудования, внедрении передовых технологий, создании новых продуктов и услуг. Достижение синергетического эффекта в данном случае возможно за счет расширения продуктовой линейки (кросс-продажи), возможности оказывать давление на потребителей и поставщиков, перспектив выхода на новые рынки (мировые), уменьшения транзакционных издержек и административных расходов, оптимизации закупок и логистических маршрутов.
3. Частичная интеграция, близкая к полной. Компания-инициатор осуществляет стратегический и финансовый контроль, а также компания-цель становится частью операционной деятельности компании-инициатора (как правило, централизация ключевых функций). Например, сделка по приобретению ОАО «Сибур холдинг» компании ОАО «Акрилат». Компания ОАО «Акрилат» была приобретена для включения в производственную цепочку по переработке углеводородного сырья в базовые полимеры, которые производит ОАО «Сибур холдинг». Таким образом, ОАО «Акрилат» является частью операционной деятельности холдинга, контролируется холдингом на стратегическом и финансовом уровне, но действует в качестве самостоятельного юридического лица. Синергетический эффект, как и в предыдущем случае, возможен за счет оптимизации расходов, контроля за основным поставщиком акриловой кислоты, реструктуризации компании и повышения загрузки мощностей.
4. Полная интеграция. Компания-инициатор и компания-цель представляют собой одно целое, новую объединенную компанию (полная интеграция). Например, сделка по приобретению компанией ОАО «МТС» операторов широкополосного доступа в Интернет на территории Белгородской области ООО «Эльф» и ООО «Эфком» или сделка по приобретению компанией ЗАО «Торговый дом «Перекресток» (X5 Retail group) сети магазинов ОАО «Торговый дом «Копейка». И в том и в другом случае компании-цели были поглощены полностью компанией-инициатором, деятельность юридического лица компании-цели прекращается полностью после завершения процесса интеграции компаний. В данном случае возможна реализация большого спектра синергетических эффектов.

В общем случае можно выделить три степени интеграции: нулевая, частичная и полная. Каждая степень интеграции имеет свои, присущие только ей характеристики.

Нулевая степень интеграции имеет следующие характерные черты:

- обе компании сохраняют свою независимость друг от друга;
- обе компании сохраняют свою собственную идентичность и способность действовать.
- Частичная интеграция обладает следующими характеристиками:
- обе компании сохраняют свою независимость друг от друга;
- по крайней мере одна компания меняет свою собственную идентичность и способность действовать как раньше, а также влияет в своем изменении на деятельность второй компании.

В рамках частичной интеграции различают более детализированный подход к интеграции в зависимости от уровня компании, ее размера и типа деятельности. Предполагается, что в

рамках данного подхода необходимо объединять только те дивизионы компании-цели, которые могут способствовать достижению синергетического эффекта. Это неприменимо, когда описывается интеграция компании с одним видом деятельности (Shrivastava, 1988).

Полная интеграция характеризуется следующим образом:

- остается только одна компания;
- путей для приведения компаний в оригинальное состояние назад нет.

Полная интеграция может происходить по принципу «лучшее от двух компаний», т.е. когда объединенная компания вбирает в себя лучшие стандарты работы как от компании-инициатора, так и от компании-цели, обе компании меняют свои принципы работы и приходят к новому принципу работы (трансформация); или по принципу «лучшее у победителя», т.е. когда лучшими стандартами работы априори считаются стандарты компании-инициатора и они распространяются на компанию-цель (адсорбция) (Haspeslagh, Jemison, 1991).

Исследуя влияние степени интеграции на стоимость объединенной компании, Швайгер (Schweiger, Very, 2003) предлагает четыре подхода к определению степени интеграции:

1. Консолидация. Физическое объединение операционной деятельности и отдельных функций компании-инициатора и компании-цели.
2. Стандартизация. Операционная деятельность и отдельные функции компании-инициатора и компании-цели стандартизированы и формализованы, но физически не объединены. Это типично в том случае, когда компания-инициатор распространяет лучшие стандарты работы на компанию-цель и компанию-инициатор.
3. Координация. Координация операционной деятельности компании-инициатора и компании-цели (например, продукция одной фирмы продается через каналы дистрибуции другой фирмы).
4. Вмешательство. Вмешательство в деятельность компании-цели для повышения прибыли независимо от каких-либо внутренних источников синергии (например, смена команды менеджмента, исключение из ассортимента убыточного продукта).

Для нулевой интеграции он определяет подход «Вмешательство» и подчеркивает, что в данном случае реализация синергетического эффекта не является основным мотивом для совершения сделки, а рост стоимости компании происходит за счет рационального вмешательства в управление компаний. Для частичной интеграции существует два подхода – «Стандартизация» и «Координация». Полная интеграция осуществляется на основе подхода «Консолидация».

Исследования, посвященные процессу интеграции компаний, подтверждают, что подавляющее большинство сделок M&A сопровождается максимальной степенью интеграции. В то же время максимальная интеграция не всегда ведет к реализации максимального синергетического эффекта. В некоторых случаях, в зависимости от заранее определенных мотивов совершения сделки M&A, интеграция не требуется, а достижение синергетического эффекта не всегда возможно.

Для успешного проведения процесса интеграции необходимо понимать, каким образом осуществляется объединение тех или иных сфер их деятельности: основной деятельности (операционная деятельность, логистика, маркетинг, продажи, сервис), вспомогательных подразделений (управление, финансы, IT, HR, R&D, закупки), прочих сфер деятельности (осуществление контроля, корпоративная культура). Основные исследования сосредоточены на изучении процесса интеграции операционной деятельности, осуществлении контроля, корпоративной культуре и IT.

Проблему осуществления контроля рассматривают в своих работах Маркс и Мервис (Marks, Mervis, 1998). При нулевой интеграции контроль и владение осуществляется посредством разных холдингов. При частичной интеграции управление и контроль осуществляется посредством филиалов, а права владения осуществляет один холдинг. При полной интеграции права владения и контроль консолидирован в рамках одного холдинга – управляющей компании.

Проблеме различий в корпоративной культуре и сопротивления персонала посвящено достаточно много исследований. Исследования Нахаванди и Малекзадеха (Nahavandi, Malekzadeh, 1988) показывают, что при нулевой интеграции каждая компания стремится сохранить свою аутентичность, поэтому объединение корпоративных культур не происходит. При частичной интеграции происходит объединение корпоративных культур, и оно может сопровождаться таким явлением, как симбиоз корпоративных культур, который подразумевает, что обычные корпоративные культуры имеют тенденцию к объединению и дальнейшему развитию. При полной интеграции происходит ассимиляция корпоративной культуры компании-цели, она как бы растворяется в компании-инициаторе.

Успех сделки M&A во многом зависит от способности реально оценить возможности создания стоимости в результате интеграции операционной деятельности, сбытовых, сервисных, исследовательских, ИТ и других сфер деятельности компании, а также усиления рыночных позиций, трансфера технологий, уменьшения штата и т. п.

Также на результат интеграции существенное влияние оказывает длительность и скорость интеграции. Исследования, проведенные Хуангом, Пиерсом и Циплаковым (Huang, Pierce, Tsyplakov, 2011), показывают, что длительность процесса интеграции может достигать трех лет, но в среднем интеграция занимает до одного года. Естественно, что чем больше компания-инициатор и компания-цель и чем сложнее их бизнес, тем дольше процесс интеграции, тем более опытным должен быть менеджер, ответственный за реализацию процесса интеграции, который должен выдержать баланс, поскольку объединяемые компании, с одной стороны, слишком сложные для быстрой интеграции, а с другой стороны, затягивание сроков интеграции может негативно повлиять на создание добавленной стоимости объединенной компании.

Выводы

Анализ основных положений мотивационных теорий сделок M&A приводит к выводу о том, что рост стоимости компании возможен прежде всего посредством реализации синергетического эффекта. Расчет синергетического эффекта производится на стадии принятия решения, а достижение синергетического эффекта происходит на стадии интеграции компаний, поэтому очень важно уделить особое внимание процессу планирования интеграции. Успешная интеграция компаний зависит от желаемой степени интеграции, варианта интеграции сфер деятельности компаний и длительности интеграции.

Максимальная степень интеграции не всегда означает возможность достижения максимального синергетического эффекта. А нулевая интеграция зачастую вообще не подразумевает под собой достижение синергетического эффекта. Выбор степени интеграции необходимо осуществлять на основе физической возможности и принципов максимизации синергетического эффекта от объединения компаний, каждая из которых может являться источником формирования синергетического эффекта.

Выбор степени интеграции подразумевает определение тех сфер деятельности компаний, которые должны быть интегрированы, что в свою очередь позволяет конкретизировать, рассчитать синергетический эффект и разработать план интеграции, согласно которому будет определена длительность интеграции, способы и инструменты достижения положительного синергетического эффекта, а соответственно условия для создания добавленной стоимости.

Список литературы

1. Bradley, M., Desai, A., Kim, E.H. (1983), The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?, *Journal of Financial Economics*, 2(11) (1983) 183–206.
2. Berkovitch, E., Narayan, M.P. (1993), Motives for Takeovers: An Empirical Investigation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 3(28) (1993) 347–362.
3. Damodaran, A. (2005), *The Value of Synergy* // New York University – Stern School of Business.

4. Haspeslagh, P.C., and Jemison, D.B. (1991), *Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal*, Free Press New York.
5. Huang, J., Pierce, J., Tsyplov S. (2011), *Post-Merger Integration Duration and Leverage Dynamics of Mergers: Theory and Evidence* // University of South Carolina – Moore School of Business.
6. Jensen, M.C. (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economics Review*, 76 (1986) 323–329.
7. Jovanovich, B., Rousseau, P. (2002), The Q-Theory of Mergers, *American Economic Review*, 92 (2002)198–204.
8. Lang, L.H., Stulz, P., Rene, M., Walkling, R.A. (1991), A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns, *Journal of Financial Economics*, 3(29) (1991) 315–335.
9. Marks, M.L., and Mervis, P.H. (1998), *Joining forces: Making one plus one equal three in mergers, acquisitions, and alliances*, Jossey-Bass Inc Pub, Chichester: John Wiley..
10. Nahavandi, A., and Malekzadeh, A.R. (1988), Acculturation in Mergers and Acquisitions, *The Academy of Management Review*, 1(13) (1988) 79–90.
11. Roll, R. (1986), The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, *Journal of Business*, 2(59) 197–216.
12. Schweiger, D.M., and Very, P. (2003), *Creating value through merger and acquisition integration*, *Advances in Mergers & Acquisitions*, Volume 2, Emerald Group Publishing Limited, p.1–26.
13. Shrivastava, P. (1988), Postmerger Integration, *Journal of Business Strategy*, 7(11) (1988) 65–76.
14. Sirower, M.L. (1997), *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*. New York: Free Press, p. 17.