

© Черенков А.Я.,  
доцент кафедры «Финансовый  
менеджмент» РГЭУ «РИНХ», к.э.н.

## **ПРИЧИНЫ И МОТИВЫ КОРПОРАТИВНЫХ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ**

Слияния и поглощения имеют длительную историю, но для России они стали принципиально новым элементом формирующейся рыночной экономики. В России проблема слияний и поглощений вышла на первый план только в последние годы. Слияния и поглощения особенно активизировались после 2002 г. За 2003–2006 гг. стоимостной объём российского рынка слияний и поглощений вырос, по некоторым оценкам, до 38,8 млрд долл. и превысил уровень 2002 г. более чем в 7 раз [1].<sup>1</sup> И хотя по объёму российский рынок слияний и поглощений пока уступает аналогичным рынкам многих развитых стран, темпы его роста свидетельствуют о превращении слияний и поглощений в эффективный инструмент развития российского бизнеса.

Рост активности в сфере слияний и поглощений с новой силой поставил вопрос об экономической целесообразности данных процессов и объективной природе их происхождения. Несмотря на оптимистические оценки, многочисленные исследования процессов слияний и поглощений свидетельствуют о том, что большинство

<sup>1</sup> Данные приведены по состоянию на 1 октября 2006 г. без учёта терминологических различий в обозначении процессов слияний и поглощений и особенностей их законодательного регулирования в России, т.к. для целей настоящей статьи эти обстоятельства не имеют существенного значения.

слияний и поглощений не достигает поставленных целей [2, с.14]. Неслучайно многие учёные, аналитики и консультанты до сих пор сомневаются в целесообразности и эффективности слияний и поглощений. Нельзя не обратить внимания также на волны активности в сфере слияний и поглощений, которые, как принято считать, отражают состояние экономики. Однако чёткий ответ на вопрос о причинах волнообразного развития слияний и поглощений пока отсутствует. Следует признать, что в теории и практике слияний и поглощений существует ещё достаточное число загадок, требующих научного решения.

В данной статье предпринята попытка выработки нового подхода к объяснению причин и мотивов корпоративных слияний и поглощений на основе критического осмысления существующих точек зрения. Одно из первых серьёзных исследований мотивации слияний и поглощений осуществлено консалтинговой фирмой Arthur D.Little, которая ещё в 1978 г. выделила такие основные мотивы слияний и поглощений [2, с.16]:

- увеличение масштаба деятельности для получения синергетического эффекта;
- диверсификация бизнеса через запуск новых продуктов и выход на новые рынки;
- увеличение рыночной доли;
- стратегическая перегруппировка под воздействием изменений в технологиях и законодательстве;
- покупка недооценённых активов;
- налоговые выгоды;
- стремление менеджеров компании самоутвердиться через совершение больших и успешных сделок;
- стратегия выхода из бизнеса.

Более поздние исследования известной аудиторской компании KPMG показали несколько иные цели компаний, проводивших сделки по слияниям и поглощениям [2, с.16]:

- 31% компаний заявили о необходимости увеличения рыночной доли;

- 26% ставили во главу угла выход на новые географические рынки;

- 15% считали одной из важнейших задач диверсификацию бизнеса;

- и только 6% говорили об экономии на масштабе деятельности.

При этом 22% компаний не назвали конкретных обстоятельств, побудивших их осуществить слияния и поглощения.

Как видим, во втором случае перечень мотивов слияний и поглощений существенно сужен, а некоторые мотивы вообще не расшифрованы, что делает проведённые исследования трудно сопоставимыми и вносит путаницу в понимание мотивации данных процессов. Есть все основания полагать, что многими компаниями, принимающими решения о слияниях и поглощениях, реальные мотивы не всегда осознаются либо скрываются. Поэтому установление мотивов слияний и поглощений только на основе анализа практического опыта отдельных компаний неизбежно имеет выборочный, фрагментарный характер и не даёт достаточной объективной информации.

Некоторые современные исследователи проблем слияний и поглощений в России пытаются систематизировать разные подходы к объяснению мотивов слияний и поглощений. Так, например, Савчук С.В. делит все мотивы слияний и поглощений на три большие группы [3]:

- мотивы уменьшения оттока ресурсов;

- мотивы увеличения/стабилизации притока ресурсов;

- нейтральные по отношению к движению ресурсов мотивы.

В обобщённом виде классификация мотивов по указанным группам представлена ниже (рис. 1). Следует заметить, что некоторые мотивы почему-то повторяются. Так, например, в первой и во второй группах присутствует один и тот же мотив — получение преимуществ на рынке капитала. Аналогичная ситуация с доступом к информации. В то же время другие мотивы, в частности стремление к монополии, получение крупных контрактов, являются частным случаем более общего мотива — эффекта на масштабе.



Рис. 1. Структура основных мотивов слияний/поглощений компаний

Учитывая сказанное, вряд ли можно назвать удачной приведённую выше классификацию мотивов слияний и поглощений. Другим примером развёрнутой характеристики мотивов слияний и поглощений является классификация Игнатишина Ю.В. (рис. 2) [4, с. 47]. Его позиция отличается выделением четырёх групп мотивов слияний и поглощений: операционных, финансовых, инвестиционных и стратегических. Группировка мотивов осуществляется данным автором по видам деятельности предприятий, что, несомненно, придаёт ей более структурированный, чем в предыдущем случае, характер. Заслуга Игнатишина Ю.В. состоит также в том, что он дополнил традиционный перечень мотивов слияний и поглощений группой стратегических мотивов.

Классификация мотивов слияний и поглощений, разработанная Игнатишиным Ю.В., имеет ещё одну характерную особенность. В её основу положена обобщённая синергетическая теория процессов интеграции (по

терминологии Игнатишина Ю.В.). Дело в том, что большинство зарубежных и российских исследователей слияний и поглощений опираются в своих суждениях о мотивах этих процессов на так называемую синергическую теорию.<sup>1</sup> Сущность данной теории состоит в том, что слияния и поглощения порождают особый эффект новой добавленной стоимости, получивший название синергического эффекта (от греч. Synergeia — сотрудничество, содружество). В этой связи считается, что основная экономическая цель слияний и поглощений заключается именно в получении синергического эффекта, т.е. в увеличении стоимости объединяющихся компаний не за счёт простого суммирования их стоимостей, а путём добавления к ней новой стоимости.

Синергическая теория получила известность благодаря правилу "2 + 2 = 5" или "1 + 1 > 2", впервые сформулированному Бредли М., Десаи А. и Ким Е. в 1983 г. [5].



Рис. 2. Мотивация интеграционных процессов

Однако теория синергии не является единственной фундаментальной основой для объяснения мотивов слияний и поглощений. Наряду с ней активно используются теории агентских издержек и гордыни, которые появились примерно в одно и то же время. Первая из них предложена в 1986 г. Майклом Дженсенем [6], а вторая — Ричардом Роллом [7]. Теория агентских издержек акцентирует внимание на конфликте интересов собственников и менеджеров, который существует, конечно же, не только в слияниях и поглощениях. Как показывает М. Дженсен, управленческий персонал далеко не всегда стремится к росту благосостояния акционеров, поскольку его больше всего интересует увеличение денежных потоков и контроль над ними. Наличие собственных интересов, действительно, может порождать у менеджмента особые мотивы слияний и поглощений, противоречащие интересам собственников и не связанные с экономической целесообразностью. Теория гордыни Р. Ролла очень близка по смыслу теории агентских издержек. Она строится на учёте той роли, которую могут играть в слияниях и поглощениях личные (эгоистические) мотивы, высокомерие, или гордыня, высших управляющих компаний. При этом Р. Ролл не пытается свести все мотивы слияний и поглощений к теории гордыни. Он лишь предположил, что высокомерие управляющих позволяет им считать собственные оценки выше оценок рынка. Отсюда и вытекает возможность совершения сделок слияний и поглощений не по экономическим, а по личным мотивам.

Теории гордыни и агентских издержек находят подтверждение в практике отдельных слияний и поглощений, причём как в России, так и в других странах, тем не менее, их нельзя ставить в один ряд с синергической теорией. Учитывая данное

обстоятельство, Игнатишин Ю.В. совершенно справедливо, на наш взгляд, рассматривает эти теории не как самостоятельные направления в объяснении мотивов слияний и поглощений, а в составе базовой синергической концепции.

Итак, следует признать, что подход Игнатишина Ю.В. к объяснению мотивов слияний и поглощений с позиций обобщённой синергической теории обладает несомненными преимуществами по сравнению с другими рассмотренными выше точками зрения. Однако для более полной и объективной оценки необходимо расширить анализ существующих направлений исследований причин и мотивов слияний и поглощений. В этом отношении особый интерес представляют разработки ведущих зарубежных учёных по проблеме мотивации слияний и поглощений. Именно они, так или иначе, лежат в основе всех имеющихся в российской экономической науке и практике трактовок причин и мотивов слияний и поглощений. Не претендуя на детальный и широкий обзор данных разработок, выделим из их числа самые интересные и заслуживающие внимания.

Наиболее обстоятельно исследована мотивация слияний и поглощений в работах Патрика А. Гохана. Самым фундаментальным мотивом слияний и поглощений он называет рост бизнеса. «Компании, стремящиеся к расширению, стоят перед выбором между внутренним ростом и ростом через слияния и поглощения» [8, с. 149]. Отталкиваясь от роста как от исходного пункта, П. Гохан далее выстраивает следующую логическую цепь своих суждений. Желание продемонстрировать постоянный рост заставляет компании рано или поздно обращаться к стратегиям слияний и поглощений, которые должны не только привести к увеличению обычных

доходов, но и повысить ценность бизнеса за счёт синергического эффекта. Примечательно, что синергический эффект предстаёт в интерпретации Гохана не столько в качестве мотива слияний и поглощений, как у подавляющего большинства других авторов, сколько в роли фактора роста бизнеса. Получается, что сами слияния и поглощения, скорее всего, выступают в качестве мотива синергии. Осуществляя слияния и поглощения, компании достигают синергического эффекта, чтобы обеспечить рост своего бизнеса. Правда, такого вывода у Гохана нет, но он напрашивается из логики рассмотрения им понятий "рост" → "слияния и поглощения" → "синергия". По крайней мере, очевидно, что краеугольным камнем системы мотивов П. Гохана является рост, а не синергия. Последняя играет подчинённую роль и рассматривается наряду с множеством других мотивов слияний и поглощений, перечень которых нам уже известен, в частности по классификации Игнатишина Ю.В.

Не меньший интерес, по нашему мнению, вызывает характеристика мотивов слияний и поглощений, данная Джеймсом К. Ван Хорном. И хотя по своему смыслу понимание мотивов у него близко к позиции П. Гохана, тем не менее, следует хотя бы кратко остановиться на двух важных моментах. Во-первых, Дж. К. Ван Хорном более чётко высказывается тезис о производности синергии от слияний и поглощений. «Помимо операционной экономии слияние может стать причиной получить экономию за счёт масштаба» [9]. Следовательно, наше предположение о сложном характере причинно-следственной связи слияний с синергией, сделанное ранее, находит ещё одно подтверждение. Во-вторых, Дж. К. Ван Хорн исходит при объяснении мотивов слияний и поглощений из установки на создание стоимости как основной идеи при слияниях и

поглощениях. Поэтому, по его мнению, мотивы слияний и поглощений должны рассматриваться как источники создания стоимости, благосостояния собственников бизнеса.

Осуществлённый анализ различных подходов к мотивации слияний и поглощений позволяет сформулировать следующие принципиальные выводы и положения.

Абсолютное большинство российских и зарубежных авторов демонстрируют приверженность синергической теории. Синергический подход к объяснению причин и мотивов слияний и поглощений практически никем не подвергается сомнению. Между тем, синергия как таковая является результатом, а не мотивом слияний и поглощений. Объявляя синергию главной целью слияний и поглощений, её сторонники вступают в явное противоречие со стратегической ориентацией любого бизнеса на рост в интересах собственников.

Причины и мотивы слияний и поглощений обусловлены стремлением бизнеса к росту, к занятию более сильной стратегической позиции. Следовательно, главная цель любого слияния или поглощения состоит в достижении стратегического преимущества. Логика слияний и поглощений должна соответствовать общей стратегической цели бизнеса — росту чистых денежных потоков и снижению рисков. Выбор в пользу слияний и поглощений свидетельствует о наличии у них существенных преимуществ по сравнению с внутренним ростом бизнеса. Одним из таких преимуществ и является синергический эффект, создаваемый в процессе слияний и поглощений. С этой точки зрения, синергия выступает средством эффективного роста бизнеса на основе слияний и поглощений.

Таким образом, синергический подход к обоснованию мотивов слияний и поглощений требует, как мы полагаем,

замены на стратегический подход. Суть его состоит в рассмотрении мотивации слияний и поглощений с позиции стратегии роста. Поскольку слияния и поглощения — это не самоцель, а условие эффективного роста бизнеса, их мотивы должны быть одновременно целями данного роста. Стратегический подход диктует необходимость выделения двух укрупнённых групп мотивов слияний и поглощений: стратегических и функциональных. Стратегические мотивы слияний и поглощений продиктованы постоянным поиском более сильных стратегических позиций и включают в себя:

— повышение конкурентоспособности и рыночной ценности бизнеса;

— достижение финансовой устойчивости;

— переход к новым бизнес-моделям.

Многие инициаторы слияний и поглощений руководствуются логикой укрупнения бизнеса в силу того, что крупный бизнес имеет больше шансов на успех в конкурентной борьбе. Достижение для этого конкурентных преимуществ товаров и услуг требует высокотехнологичного производства, повышенной скорости оборота капитала, профессионального эффективного управления. У крупного производства больше возможностей для снижения издержек, привлечения инвестиционных ресурсов, повышения своей «выживаемости» в рыночных условиях. Выше у него, при прочих равных условиях, и международная конкурентоспособность. Помимо всего прочего, укрупнение бизнеса увеличивает финансовые потоки, повышает финансовую независимость. За счёт авторитета крупного производителя, который в состоянии предоставить солидное залоговое обеспечение, легче привлекать внешние заёмные средства в виде кредитов и инвестиций. Современный бизнес

характеризуется постоянными изменениями рыночной среды. В этих условиях трудно добиваться конкурентоспособности и финансовой устойчивости, используя одну и ту же модель развития бизнеса. Существует, как известно, два типа бизнес-моделей: классический и инновационный. Классическая бизнес-модель — это экстенсивный рост бизнеса путём постоянного увеличения объёма продаж за счёт всё большего количества ресурсов. По мере насыщения рынка однотипными товарами и услугами эффективность «тупого» увеличения размеров бизнеса без совершенствования бизнес-процессов резко падает. Вторая бизнес-модель — инновационное развитие бизнеса, т.е. постоянный поиск новых бизнес-идей с целью повышения конкурентоспособности и рыночной ценности бизнеса. Переориентироваться с одной бизнес-модели на другую бывает очень сложно, даже если этого хотят собственники. Тормозом могут быть устаревшие бизнес-процессы и менеджмент. Слияния и поглощения способны улучшить и бизнес-процессы, и менеджмент.

В отличие от стратегических, функциональные мотивы слияний и поглощений более разнообразны и неоднородны. К их числу следует отнести различные мотивы экономического и субъективно-психологического типа, состав которых может меняться. Чаще всего в качестве функциональных мотивов экономического типа выступают увеличение доли на рынке, получение налоговых льгот и выгоды от приобретения недооценённых активов, размещение временно свободных средств, дивиденды, ускорение НИОКР и т.п. Функциональные мотивы субъективно-психологического типа имеют отношение к неизменно присутствующему в бизнесе человеческому фактору. Речь идёт о личных мотивах менеджеров и

собственников, которые описывались выше при характеристике теорий агентских издержек и гордыни.

4. Стратегический подход к мотивации слияний и поглощений диктует, на наш взгляд, пересмотр взглядов на причины слияний и поглощений. По сложившейся в зарубежной и российской экономической литературе традиции причины и мотивы слияний и поглощений отождествляются, что терминологически неверно и противоречит экономической природе слияний и поглощений. Слияния и поглощения по своей экономической сути — это особые формы концентрации производства и капитала, характерные для корпоративного бизнеса. Поэтому их действительными причинами являются корпоратизация экономики и изменение характера конкуренции. Обе названные причины действуют не порознь, а в сочетании друг с другом. Вместе с корпоратизацией экономики изменяются не только формы организации бизнеса, но и конкурентная среда. На смену свободной конкуренции бесконечного множества индивидуальных предприятий приходит несовершенная конкуренция ограниченного числа корпораций. Несовершенство корпоративной конкуренции состоит в сложном переплетении процессов монополизации и интеграции экономики. В такой среде наиболее успешными могут быть только крупные корпоративные компании, которые располагают, в отличие от других экономических субъектов рынка, стратегиями реструктуризации на основе слияний и поглощений.

## БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. [www.mergers.ru](http://www.mergers.ru)
2. Слияния и поглощения. Путеводитель по рынку профессиональных услуг. М.: Альпина Бизнес Букс, The Platzdarm Group, 2004.

3. Савчук С.В. Анализ основных мотивов слияний и поглощений // Менеджмент в России и за рубежом. — 2002. — № 5.

4. Игнатишин Ю.В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы. — СПб.: Питер, 2005.

5. Bradley M., Desai A., Kim E. The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy ? // Journal of Financial Economics. — 1983. — № 2. — P. 195.

6. Jensen M.C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers // American Economic Review. — 1986. № 2.

7. Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers // Journal of Business. 1986. № 2. P. 197- 216.

8. Гохан Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.

9. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами / Пер. с англ. — М.: Финансы и статистика, 2005.

