

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»

На правах рукописи

Иванов Дмитрий Арвидович

**СИНЕРГИЯ КАК ИНСТРУМЕНТ СОВРЕМЕННОГО
МЕНЕДЖМЕНТА, ОРИЕНТИРОВАННОГО
НА РОСТ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ**

**Специальность 08.00.05 — Экономика и управление народным
хозяйством (менеджмент)**

**Диссертация
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук**

**Научный руководитель -
д.э.н., доцент
Касьяненко Татьяна Геннадьевна**

Санкт-Петербург
2020

СОДЕРЖАНИЕ

	Стр.
ВВЕДЕНИЕ.....	4
ГЛАВА 1. СИНЕРГИЯ КАК ЭКОНОМИЧЕСКАЯ КАТЕГОРИЯ	13
§ 1.1. Понятия «синергия» и «синергический эффект»: семантический и эволюционный аспекты	13
§ 1.2. Виды и типы синергии и их классификация	25
§ 1.3. Анализ источников синергического эффекта по сферам функционирования компании (бизнес-процессам)	34
ГЛАВА 2. СХЕМЫ ФОРМИРОВАНИЯ СИНЕРГИЧЕСКОГО ЭФФЕКТА РАЗЛИЧНЫХ ТИПОВ СИНЕРГИИ	50
§ 2.1. Формирование синергического эффекта <i>синергии реструктуризации</i> предприятия.....	50
§ 2.2. Схема формирования эффекта <i>синергии объединения</i> двух компаний (в случае сделок слияния и поглощения)	76
§ 2.3. Формирование синергического эффекта межфирменных связей в случае <i>синергии интеграции</i>	90
ГЛАВА 3. МЕТОДИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ И ПРАКТИЧЕСКИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКЕ СИНЕРГИЧЕСКОГО ЭФФЕКТА РАЗЛИЧНЫХ ТИПОВ СИНЕРГИИ.....	103
§ 3.1. Методы стоимостной оценки эффекта <i>синергии реструктуризации</i> и авторские рекомендации по их применению	103
§ 3.2. Учет синергического эффекта <i>синергии объединения</i> (в случае сделок слияния и поглощения)	117
§ 3.3. Стоимостная оценка синергического эффекта <i>синергии интеграции</i> на примере кластерного образования	127
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	140
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	143
ПРИЛОЖЕНИЯ	165

Приложение А. Сводная таблица способов реорганизации предприятий согласно ГК РФ и ФЗ-208 "Об акционерных обществах" от 26.12.1995.....	165
Приложение Б. Организационно-экономические формы (ОЭФ) корпоративных организаций: особенности и цели создания	166
Приложение В. Классификация организационно-экономических форм (ОЭФ) корпоративных организаций	174
Приложение Г. Классификация кластеров и источники синергических эффектов в кластере	175
Приложение Д. Анализ глобального рынка слияний и поглощений.....	181
Приложение Е. Схемы рейдерского захвата. Классификация факторов риска рейдерства в целях защиты от враждебных сделок.....	188
Приложение Ж. Классификация сетей по ряду признаков.....	191

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Спецификой модернизации российских компаний стало одновременное улучшение всей системы менеджмента по всем направлениям, в отличие от зарубежных предприятий, непрерывно модернизирувавших свои системы на протяжении достаточно длительного промежутка времени. За короткий период в России были опробованы различные подходы и инструменты зарубежной практики в различной последовательности и масштабах и, как следствие, с различной эффективностью. На сегодняшний день современные российские экономические условия вносят свои коррективы в развитие бизнеса. Высокие макроэкономические риски, снижение объемов внешнего и внутреннего инвестирования заставляют топ-менеджеров искать иные механизмы повышения конкурентоспособности и источники увеличения стоимости компании. Одним из таких заслуживающих внимания механизмов является *синергия*. И не случайно президент Российской Федерации В.В. Путин в контексте анализа источников процветания и благополучия России подчеркнул: «Прежде всего, мы должны ориентироваться на свои собственные интересы, ... и получать общий положительный экономический эффект — синергию».

Используемые на сегодняшний день традиционные представления о синергии, ее определения (дефиниции) и методы оценки синергического эффекта не отвечают потребностям и ожиданиям компаний, особенно когда целью менеджмента является увеличение стоимости компании за счет ее внутренних резервов или изменения формы организации бизнеса. А значит, имеет место несоответствие существующих представлений о понятиях «синергия» и «синергический эффект» уровню решаемых современным предпринимательством задач и вызовов экономики.

Синергический эффект (СЭ) является результатом целенаправленного изменения компании (-ий) при наличии у ее менеджмента компетенций в

вопросах управления синергией, а вовсе не возникает случайно. Собственников бизнеса и топ-менеджмент интересуют вопросы формирования СЭ в том или ином случае преобразования компании и оценки его влияния на стоимость бизнеса. Вот почему важно выявить особенности проявления СЭ и оценить возможные последствия проводимых менеджментом преобразований/мероприятий, чтобы исключить возможность возникновения отрицательного эффекта синергии и вовремя отказаться от неэффективных решений. То есть необходима разработка подходов и методов оценки СЭ, обусловленного применением самых различных инструментов управления (от реструктуризации до смены организационно-экономической формы (ОЭФ) ведения бизнеса компаниями, имеющей место при формировании некоей *интегрированной структуры*), обеспечивающих прирост стоимости *измененной* компании. Однако представления о синергии, связывающие ее лишь со сферой сделок M&A, являясь лишь частным случаем ситуации использования синергии, не дают ответа на эти вопросы.

Следовательно, необходимо обновление теории синергии с самых ее основ — с дефиниций базовых понятий, тем более что в этом плане мнения специалистов в том, что есть синергия, крайне противоречивы и по большей части *не системны*, тогда как современные реалии развития экономики требуют именно системности проводимых исследований.

Многоаспектность и сложность понятий *синергия* и *синергический эффект* обусловили потребность научного осмысления и анализа их характеристик как базового этапа для раскрытия темы данного диссертационного исследования, а также изучения и классификации видов синергии, разработки управленческой схемы формирования и методики стоимостной оценки синергических эффектов различной природы.

В менеджменте широко известно крылатое выражение: «Что невозможно измерить, тем невозможно управлять», — поэтому вопрос стоимостной оценки *эффективности менеджмента*, использующего такой

инструмент как синергию и ориентированного на рост стоимости компании, также чрезвычайно актуален.

Все вышеизложенное свидетельствует о том, что тема данного исследования *актуальна*, как с научной, так и с практической точек зрения.

Степень разработанности научной проблемы. Вопросы управления изменениями в рамках эволюционного развития и смены форм организации бизнеса представлены в трудах таких зарубежных ученых, как Дж. Коттер, М. Хаммер, Дж. Чампи, и др., а также освещаются в исследованиях отечественных ученых, среди которых следует упомянуть В.Н. Василенко, В.В. Кондратьева, М.И. Круглова, И.И. Мазура, Н.Н. Тарасенко, В.Д. Шапиро и др.

Различные методы оценки синергического эффекта в рамках сделок слияния и поглощения представлены в работах таких специалистов как Г. Бенеке, С. Гарзелло, А. Дамодаран, С. Орсак, Г. Рудт, Р. Фиорентино, В. Шуринк, а также В.В. Бочаров, М.А. Осипов, Д.В. Тихомиров и др.

Вопросами, связанными с процессами формирования и развития интеграционных образований, исследованиями в области теории синергии занимались такие зарубежные ученые, как И. Ансофф, Д.М. Бишоп, Дж. Фред Вестон, Т. Гранди, П.А. Гохан, А. Грегори, А. Дамодаран, С. Кристофферсон, М. Портер, С. Рид, Т. Роджерс, К. Хэйн, Ф.Ч. Эванс, а также российские ученые, среди которых следует отметить А.Г. Грязнову, С.А. Дятлова, Т.Г. Касьяненко, П.П. Лапшина, Н.Б. Рудыка, Д.В. Тихомирова, М.А. Федотову, А.Е. Хачатурова и др.

Несмотря на то, что в исследованиях специалистов предложено довольно много методов оценки эффекта синергии для случая планирования сделок слияний и поглощений, — всем им свойственны определенные недостатки. Перечислим основными из них:

- игнорирование специфики проявления эффекта синергии в зависимости от отраслевой принадлежности компании и типа синергии;

- отсутствие учета возникающих качественных преимуществ при проведении оценки СЭ;

- оценка и учет лишь единовременного, сразу проявляющегося эффекта синергии, несмотря на наличие часто тех позитивных изменений, которые проявляются позже, по завершении сделки;

- отсутствие учета (или не полное отражение в расчетах) затрат, понесенных за время преобразования бизнеса.

Наличие подобных недостатков, особенно проявляющихся при реструктуризации компании или в ситуации интеграции компаний (кластерной или сетевой), объективно обуславливает необходимость в совершенствовании методов оценки эффекта синергии.

Объектом исследования являются понятия *синергия* как инструмент современного менеджмента и *эффект синергии*, возникающий при использовании этого инструмента в применении к бизнесу компаний различных организационно-экономических форм вне зависимости от их странового размещения.

Предмет исследования — процессы формирования и методы стоимостной оценки синергических эффектов (СЭ) от реализации различных видов и типов синергии, применяемые для целей оценки бизнеса и в управлении, ориентированном на стоимость компании.

Цель и задачи исследования. *Целью* диссертации является совершенствование положений теории синергии в соответствии с современными реалиями, включающее разработку понятийного аппарата, схем формирования синергического эффекта для синергий различных видов и типов, а также разработка методик оценки положительных синергических эффектов.

Поставленная цель требует решения следующих **задач**:

- рассмотреть понятия «синергия» и «синергический эффект»; — и на основе изучения их эволюции и семантики, обновить (актуализировать) известные традиционные представления, дать системные авторские

определения, соответствующие современным задачам и вызовам нового этапа развития экономики, для которого характерны процессы интеграции и глобализации;

- на основе введения системы признаков разработать классификацию видов синергии, создать типологию видов синергии, установить иерархию типов синергии;
- проанализировать источники синергического эффекта по сферам функционирования компании (ее бизнес-процессам);
- разработать универсальную схему формирования положительного эффекта синергии для различных типов синергии;
- на основе критического анализа существующих методик разработать авторскую методику стоимостной оценки синергического эффекта для различных типов синергии, а также разработать рекомендации по ее применению, продемонстрировав их на конкретных примерах.

Теоретической основой диссертационного исследования явились труды отечественных и западных экономистов, материалы российских периодических изданий (в частности, McKinsey Quarterly), постулаты и принципы теории синергии, теории оценки собственности, теории стратегического менеджмента, в особенности, в части ее направления - управления, ориентированного на стоимость компаниями (VBM).

Методологическая основа исследования. В диссертационном исследовании автор опирался на методы системного подхода, такие как анализ и синтез, дедукция и формальная логика с использованием графических, аналитических и табличных интерпретаций полученных результатов, а также и специальные методы, такие как метод экспертных оценок, дисконтирование и прогнозирование, методы комбинаторики, финансовый анализ и др.

Информационная база исследования. Информационную, фактологическую и статистическую базу диссертационного исследования составили законодательные и нормативные акты Российской Федерации; периодические справочные и методические издания Всемирного банка;

статистические материалы Росстата; данные с сайтов сети Интернет; материалы всемирно известных консалтинговых фирм (Bain & Company, Ernst & Young, KPMG, Mergers, McKinsey, PriceWaterhouseCoopers — PWC) и др., а также годовые отчеты компаний (бухгалтерская и финансовая отчетность) и другие документы компании НПФ Завод «Измерон».

Обоснованность и достоверность результатов исследования обусловлены использованием автором общенаучных принципов и методов познания экономических явлений (включая критический анализ) в изучении трудов российских и зарубежных ученых в области стратегического (в том числе стоимостного) менеджмента, нормативно-правовой документации, информации периодических изданий. Достоверность результатов также обусловлена мотивированным выбором методологии исследования, проведением его методами, адекватными предмету, цели и задачам с использованием качественной и количественной оценки и интерпретации полученных результатов на теоретическом и практическом уровнях.

Соответствие диссертации Паспорту научной специальности. Содержание диссертации соответствует Паспорту научной специальности 08.00.05 — Экономика и управление народным хозяйством (менеджмент), а именно следующим пунктам: 10.8. «Теория и практика управления интеграционными образованиями и процессами интеграции бизнеса»; 10.15. «Стратегический менеджмент, методы и формы его осуществления. Внешняя и внутренняя среда организации. Процесс и методы разработки и реализации стратегии. Развитие форм стратегического партнерства. Содержание и методы стратегического контроля. Корпоративные стратегии, оптимизация размера фирмы и вертикальная интеграция, стратегии диверсификации. Формирование и управление цепочками создания ценности. Конкурентоспособность бизнеса» и 10.17. «Корпоративное управление. Формы и методы корпоративного контроля. Управление стоимостью фирмы».

Научная новизна результатов исследования состоит в системной разработке понятийного аппарата и схем формирования синергического

эффекта синергий различных типов в соответствии с введенной их иерархической типологией и в создании авторской методики стоимостной оценки синергических эффектов от реализации различных типов синергии. Тем самым, научная новизна результатов исследования заключается в развитии теории синергии, адекватной современному этапу состояния мировой и отечественной экономики, а также теории стратегического управления, ориентированного на стоимость.

Наиболее существенные результаты исследования, обладающие научной новизной и полученные лично соискателем:

1. Разработан современный понятийный аппарат теории синергии, включающий в себя системные авторские определения понятий «синергия» и «синергический эффект», лишенные выявленных недостатков традиционных определений.

2. Введена авторская типология видов синергии, обладающая иерархической структурой, а также исследованы источники проявления эффекта синергии для различных видов и типов синергии.

3. Предложена универсальная схема проведения анализа процесса формирования положительного синергического эффекта (ПСЭ) для любого типа синергий — цепочка формирования ПСЭ.

4. Разработаны авторские универсальные схемы формирования совокупного синергического эффекта синергий всех трех введенных автором типов: синергии реструктуризации (ССЭР), объединения (ССЭО) и интеграции (ССЭИ). В отношении синергии интеграции представлена авторская концепция формирования ССЭИ, обусловленного появлением межфирменных связей во вновь образованной интегрированной структуре.

5. Предложена авторская методика стоимостной оценки синергических эффектов от реализации различных типов синергии, в том числе обусловленных проведением целенаправленной процедуры реструктуризации компании, осуществлением сделки слияния/поглощения двух компаний или

формированием интегрированной структуры ведения бизнеса (объединением нескольких компаний в кластер или сеть).

Теоретическая значимость. Результаты исследования представляют собой научный вклад автора в развитие и актуализацию теории синергии и совершенствование инструментария стоимостного менеджмента.

Представленные в диссертационной работе схемы формирования синергических эффектов, получаемых в результате реализации стратегий, нацеленных на полноценное использование механизма синергии (ее различных видов и типов) и обеспечивающих рост стоимости компании, а также методика их стоимостной оценки необходимы как для повышения эффективности управления конкретными субъектами хозяйствования, так и для повышения конкурентоспособности российского предпринимательства в целом, а, значит, и всей национальной экономики.

Практическая значимость Результаты и основные положения исследования могут быть использованы в процессе функционирования как производителями (предприятиями, фирмами), так и институциональными структурами (инвестиционными банками и фондами прямых инвестиций) для более точной оценки принимаемых менеджментом решений, касающихся использования синергии различных видов и типов и нацеленных на повышение стоимости компаний. Они также могут быть применены в учебном процессе по дисциплинам, включенным в учебные планы университетов и связанным с управлением компаниями, а также инвестиционной и оценочной деятельностью, такими как «Инвестиционный анализ», «Оценка бизнеса», «Стратегический менеджмент», «Управление, ориентированное на стоимость компании» и др.

Апробация работы. Материалы диссертации прошли апробацию на международных конференциях, среди которых — 5 зарубежных, а именно:

- VIII-я Международная Экономическая Конференция – ИЕС 2017 «Национальные Модели Экономического Развития: Вчера, Сегодня, Завтра», 20–21 октябрь, 2017 г., Кутаиси, Грузия;

- X Международная заочная научно-практическая конференция «Инновационные процессы и корпоративное управление», Беларусь, г. Минск, заочное участие с докладом, 15–30 апреля 2018 г.;
- II Международная научно-практическая конференция «Оценочная деятельность в условиях инновационного развития», г. Минск, очное участие с докладом, 17–18 мая 2018 г.;
- XIII Международной научно-практической конференции «Экономический рост в условиях глобализации: конкуренция, инновации, устойчивость», Молдова, г. Кишинев, очное участие с докладом, 11–12 октября 2018 г.;
- Международная научная конференция "Scientific research of the SCO countries: synergy and integration" («Научные исследования стран ШОС: синергия и интеграция»), г. Пекин, Китай, 11–12 февраля 2019 г.

Основные положения кандидатской диссертации используются в учебном процессе по специальности "Финансы и кредит" специализации "Оценка бизнеса" в Санкт-Петербургском государственном экономическом университете при изучении курса «Управление, ориентированное на стоимость компании» в институте магистратуры и спецкурса «Разработка корпоративной стратегии, нацеленной на увеличение стоимости компании» — в аспирантуре.

Основные результаты проведенного исследования нашли свое применение в практической деятельности таких компаний, как ХК «Форум», НПФ Завод «Измерон», о чем свидетельствует полученная справка о внедрении результатов исследования.

Публикации. По теме кандидатской диссертации опубликовано 17 работ общим объемом 14,2 п.л. (вклад автора – 9,84 п.л.), из них 7 статей в изданиях, рекомендованных ВАК.

Структура диссертации. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы (включает 242 источник) и 8 приложений.

ГЛАВА 1. СИНЕРГИЯ КАК ЭКОНОМИЧЕСКАЯ КАТЕГОРИЯ

1.1. Понятия «синергия» и «синергический эффект»: семантический и эволюционный аспекты

Согласно данным сервиса Google Trends, который позволяет отслеживать интерес к какой-либо теме через анализ поисковых запросов в мире и в конкретном регионе, популярность запроса «synergy» в мире за 7 месяцев 2016 года находится на уровне 85-95 баллов [205], что говорит о стабильном интересе. Однако поскольку Google анализирует любые (не только профессиональные) запросы с использованием слова «synergy», то на наш взгляд, лучше использовать поисковый аргумент «M&A», так как сделки M&A чаще всего неразрывно связаны с представлениями о достижении эффекта синергии. Google Trends показал, что популярность темы «M&A» за 7 месяцев 2016 года лежит в среднем на уровне 90 баллов [206], причем наибольший интерес к теме существует в странах Азии: Гонконг (100 баллов)¹, Республика Корея (95 баллов), Сингапур (80 баллов). Это находит подтверждение и в статистических данных о стремительно растущей с 2002 года динамике количества и общей стоимости заключенных сделок M&A в азиатском регионе [163; 233]. К сожалению, для России определить популярность тем «синергия» и «сделки слияния и присоединения» не представляется возможным из-за наличия крупного университета с названием «Синергия» в Москве, а также ввиду малого числа запросов для «M&A» и «сделки слияния и присоединения».

В мировой академической среде существует порядка 900 тыс. статей с ключевым словом «synergy» [207] и порядка 200 тыс. статей с тегом «business synergy» [208], и, хотя среди русскоязычных публикаций, в которых ключевым словом является «синергия», фигурирует цифра в 10,6 млн [209], тем не менее,

¹ Страна с наибольшей долей популярности запроса в зависимости от количества всех поисковых запросов в стране.

многие российские специалисты склонны считать, что этот вопрос в отечественных исследованиях освещен недостаточно [97].

Зачастую авторы не совсем точно понимают значение однокоренных с «синергией» терминов и некорректно определяют необходимые ситуации их применения. Так, довольно распространённой ошибкой является употребление термина *синергетика* в значении *синергия*. Однако эти термины не одинаковы по смыслу, хотя и являются однокоренными (родственными). Существует такое междисциплинарное направление науки — «*синергетика*», изучающее общие закономерности явлений и процессов в сложных неравновесных системах (физических, химических, биологических, экологических, социальных и других) на основе присущих им *принципов самоорганизации*, проявляющихся в рамках концепций парадигмы постнеоклассики. Из определения следует, что *синергетика* изучает *феномен самоорганизации систем или появления структур* (развитие от примитивного к сложному в контексте *синергетической концепции* понимания, познания мира и жизни) и вовсе не затрагивает описываемый в данной работе *синергический эффект*, рассматриваемый как результат проявления *синергии*. Однако словосочетание «*синергетический эффект*» порой встречается даже в заголовках научных статей [78], относящихся к исследованиям именно феномена *синергии*, а не *синергетики*, что не делает чести их авторам, допускающим такую лексическую неразборчивость.

Отдельно следует отметить частое употребление термина «*синергизм*» как эквивалент понятия «*синергия*»². Традиционно «*синергизм*» в отечественных работах используется преимущественно в сфере химии, биологии и фармакологии. Однако, например, в работе [13, с. 90-98] автор сознательно решил отказаться от термина «*синергия*» в пользу «*синергизма*». Подобные факты требуют более пристального внимания и к этому термину.

² Например, Советский научно-технический энциклопедический словарь дает определение *синергизма* как «объединенное действие двух лекарственных препаратов, которое является более сильным, чем сумма действий этих двух лекарств при их раздельном использовании», что не отличает это понятие от *синергии*.

Следует, прежде всего, отметить использование этого понятия в христианстве. Например, это слово встречается в Новом Завете [186], а в 1657 году даже появляется христианская теологическая *концепция синергизма*. Согласно этой концепции, человек способен содействовать своему спасению, соучаствовать в нем, т.е. объединять свои усилия с богом. Интересно, что данной проблемы не существует в западной научной литературе. Английский термин «*synergism*» используется только для названия одноименной христианской теологической концепции и частично в биологических науках для обозначения *гипотезы синергизма*. В понимании автора, *синергия* — это *процесс* (см. далее), а *синергизм* (феномен синергии) — *явление*. Исходя из вышеизложенного, использование термина «синергизм» в финансовой литературе должно быть мотивированным и осознанным и использоваться в случае, когда речь идет о синергии как явлении.

Еще одна проблема состоит в том, что термин «синергия» используется как некое «плацебо» при обосновании гипотез и моделей, в которых фактический результат исследований не совпадает с предполагаемым просто *в силу не рассмотрения каких-либо факторов* [21; 36]. В результате, прирост количественных или качественных показателей трактуется как внезапно проявившийся «эффект синергии», что является в корне неверным, поскольку синергический эффект (СЭ) *никогда не появляется ниоткуда*. Это подтверждают исследования автора, касающиеся формирования СЭ, проведенные в главе 2.

Чаще всего путаница в употреблении рассмотренных выше понятий вызвана схожестью в звучании и написании слов. Также причиной некорректного использования понятия «синергетический эффект» вместо «синергический» может являться неправильный перевод терминов с иностранных языков³. Однако в экономических и финансовых западных

³ Например, в книгах отца стратегического менеджмента Игоря Ансоффа в русском переводе *диверсификация* может быть синергетической. Однако если мы посмотрим оригинал, то обнаружим, что он писал о «*synergistic diversification*» [112], что в контексте является лишь *диверсификацией с потенциалом проявления синергии*, а не

трудах *синергия* практически всегда обозначается как «*synergy*», перевести который как «синергетика» или «синергизм» не представляется возможным для специалиста.

Корректное понимание сущности понятия *синергия* не может сформироваться без экскурса в историю. Первоначально слово «синергия» (греч. *συνεργία* — содействие, совместная работа) возникло в Древней Греции. Далее произошло проникновение «синергии» в латинский язык с небольшим изменением семантического значения. В латинском языке слово *synergiein* можно разбить на две части — *syn* (вместе) и *ergon* (работа), т.е. слово имело значение «*работающие вместе*».

Слово *синергия* существует во многих европейских языках, например, в немецком — *Synergie* и итальянском — *sinergia*. Первое документальное упоминание термина «синергия» в новоанглийском языке относится к 1650-ым годам (согласно словарю этимологии английского языка), куда он перешел из германского и употреблялся в повседневной речи, имея значение — «*сотрудничество*» [184].

Далее термин проникает в научную лексику, начиная со сферы медицины. Уже в 1853 году в США дается определение *медицинской синергии* как «кумуляции или *обоюдной работы* различных органов в здоровом состоянии или в некоторых случаях при болезни» [135].

Широкое распространение термина в научной литературе происходит в конце XIX века. В 1896 году Генри Мазель, французский журналист и ученый, в своей работе «*La synergie sociale*» вводит *синергию* в сферу социальной психологии [203, с. 5]. Он пишет о том, что существует «*социальная синергия*», которая является стимулом развития общества. Развивая тему синергии в социальных науках можно отметить основателя психологического эволюционизма Лестера Уорда, который в 1909 году писал: «Есть универсальный принцип, действующий в природе, очевидный для меня в

«синергетической» диверсификацией, означающей увеличение числа производств и номенклатуры товаров (услуг) на основе самоорганизации систем.

течение долгого времени. После того, как я справедливо понял, что требуется свести его к простейшей форме и характеризовать соответствующим именем, я наконец-то остановился на слове *синергия*» [201]. В результате, в начале XX века популярность термина значительно возросла. Он получил широкое распространение практически во всех естественных науках: физике (эффект слияния кварков), биологии (для описания сложных межклеточных взаимодействий), химии (где существуют синергические эффекты взаимодействия определенных веществ) и т.д.

Таким образом, понятие «синергия» имеет многовековую историю, но только в 1960-ых годах оно вошло в научный *экономический* язык, что говорит об относительно небольшом (для *теории синергии* как науки) сроке проведения исследований в данной сфере. Этот срок сопоставим со сроком формирования и развития *теории стратегического управления* [71].

Впервые в *сферу финансов* понятие «синергия» ввел Дж. Фред Вестон, профессор Калифорнийского Университета в Лос-Анжелесе, известный специалист по сделкам слияний и поглощений. В своих воспоминаниях он рассказывает, что идею использования синергии в сделках M&A ему навеяла реклама ирландского кофе с заголовком «Идеальная синергия», где описывался эффект от смешивания кофе и виски. «В M&A происходят схожие вещи — *взаимодействие* двух или более компонентов системы в которой *суммарный эффект больше чем простая сумма компонентов*», — пишет автор. Он стал широко использовать понятие «синергия» в своих работах [204], которое в дальнейшем стало одним из краеугольных камней в фундаменте профессиональной и академической финансовой мысли.

Игорь Ансофф (I. Ansoff), американский профессор с русскими корнями, стал основоположником внедрения понятия «синергия» в сферу экономики и финансов. В 1965 г. вышла его известная работа «Корпоративная стратегия» [112]. В ней Ансофф показал, что *стратегия* развития компании, основанная на достижении *синергии*, позволит ей *перенести свои ключевые компетенции на новые области деятельности*. Ученый выявил экономическую сущность

синергии - в ее возможности *превышения* экономического эффекта от *совместной работы* нескольких компаний над результатами их деятельности по отдельности.

По итогам проведенного исследования этапы развития термина «синергия» схематично представлены на рис. 1.1.



Рис. 1.1 — Эволюция термина «синергия»

Источник: составлено автором.

В современной зарубежной и отечественной экономической литературе существует огромное количество определений понятий «синергия» и «синергический эффект». Например, в [96, с. 120] эти два понятия определяются как «два в одном»: «синергия и синергический эффект — это потенциальная выгода, дополнительная стоимость, которую можно получить в результате сделки M&A». Очевидно, что данное определение относится только к эффекту синергии, причем положительному, и ограничивает его применение сферой сделок M&A, что, безусловно, слишком узко для задач современной экономики.

Остановимся подробнее на обзоре определений этих двух понятий, представленном в табл. 1.1, за период с начала 1960-ых годов до 2013 года. Выбор этого периода обусловлен тем, что только с начала 1960-ых годов термин «синергия» начал использоваться в экономической литературе⁴. Автор

⁴ В исследование не включает *все* существующие определения синергии, а лишь те, которые обладают качественными различиями и оригинальностью.

сознательно не включает в исследование все существующие определения синергии, останавливаясь на качественно разных определениях.

Таблица 1.1 — Анализ определений понятия «синергия» за 1960-2013 гг.

Год	Автор	Определение синергии	Комментарий
Начало 1960-х	Дж. Фред Вестон [204, с. 32]	Взаимодействие двух или более компонентов системы в которой суммарный эффект больше чем простая сумма компонентов	Синергия определена через синергический эффект (СЭ), который предполагается однозначно позитивным. Имеют место зачатки системного подхода
1965	И. Ансофф (I. Ansoff) [112]	Возможность превышения экономического эффекта от совместной работы нескольких компаний над результатами их самостоятельной деятельности	Предполагается взаимодействие лишь нескольких субъектов (компаний), хотя СЭ может проявиться и в функционировании одной компании как системы
1996	П.А. Гохан [31, с. 265]	Синергия — это правило: « $2 + 2 = 5$ »	Определение синергии через понятие СЭ, не научное (примитивно-популистское) с однозначно позитивным результатом
2003	М. Портер [88]	Синергия — это не просто комбинация ресурсов, а новое качество сотрудничающих компаний. Синергический эффект — эффект взаимодействия взаимосвязанных элементов системы	Отрицает ситуацию возможности проявления синергии в рамках деятельности одного хозяйствующего субъекта, т. е. ограничивается сферой сделок M&A. Имеют место зачатки системного подхода
2004	Ф.Ч. Эванс, Д.М. Бишоп [105; 138]	Синергия есть увеличение стоимости бизнеса сверх ожидаемого темпа роста ее стоимости, которого она может достигнуть, функционируя как отдельный бизнес. Часть синергии теряется от затрат на сделку M&A	Определяется через добавленную стоимость. Ограничено сферой сделок M&A, не рассматривает ситуацию негативного результата. Оговаривает необходимость учета затрат на проведение сделки M&A
2005-2007	А. Дамодаран [37], Т. Гранди [32]	Синергический эффект — эффект от совместных действий, комбинированная [? — авт.] стоимость обеих фирм (фирмы-цели и фирмы-	Ограничено сферой сделок M&A, не рассматривает ситуацию негативного результата

		покупателя). Это <i>потенциальная дополнительная стоимость</i> , появляющаяся в результате объединения двух фирм	
2003-2009	А. Грегори [33, с. 165-166], С. Кристофферсон [75]	Под синергией понимается <i>увеличение прибыльности компаний и снижение риска</i> за счет стабилизации денежных потоков, а также их рост в результате создания новых технологий и объединения НИОКР	Аналогично, а также есть включение в определение <i>частностей</i> (ссылка на конкретные источники), что излишне
2009	Тихомиров Д.В. [96]	<i>Синергия и синергический эффект</i> — это <i>потенциальная выгода, дополнительная стоимость</i> , которую можно получить в результате сделки М&А	<i>Отождествление синергии и СЭ, ограничение сферой сделок М&А</i> , Не рассматривает ситуацию <i>негативного результата</i>
2013	Кошелева Т.Н.[76]	Согласованное, взаимно усиливающееся действие двух или нескольких подсистем, увеличивающее упорядоченность (уменьшающее энтропию) системы в целом, в результате чего единая система производит больший эффект, нежели все ее подсистемы по отдельности	Рассматривается взаимодействие подсистем, а не элементов системы. Введено неопределяемое понятие «увеличение упорядоченности системы в целом». Фиксация лишь <i>положительного значения синергического эффекта</i>

Источник: разработка автора.

Важно отметить, что общим в предложенных определениях в большинстве случаев является то, что «синергия» понимается как *процесс взаимодействия* (совместного действия) нескольких участников, а «синергический эффект» — это *результат такого взаимодействия*, поэтому и отождествление этих понятий некорректно. Особенно стоит отметить, что широко распространенное в трудах западных и отечественных экономистов «правило», характеризующее явление синергии в виде формулы « $2 + 2 = 5$ », — не является верным (исчерпывающим, адекватным для данного понятия). Это арифметическое выражение относится, скорее, к *эффекту* синергии и представляет лишь один из случаев (*благоприятный*) его проявления. Однако само понятие «синергия» как *сотрудничество* никак не гарантирует только

положительность его результата. Сотрудничество может вполне завершиться с отрицательным эффектом, т.е. по типу « $2 + 2 = 3$ ». К сожалению, в этом легко убедиться на примере рынка слияний и поглощений, поскольку в сделках М&А зачастую объединенная корпорация функционирует менее эффективно, чем составляющие ее компании по отдельности [173]. Возможно, знаком арифметического сложения авторы в цитированных работах пытались показать взаимодействие элементов, имеющих количественные и/или качественные составляющие, выраженные в цифрах, но простое и наглядное выражение в данном случае является популистским (упрощенным) и не раскрывает всей полноты ситуаций проявления эффекта синергии.

Заметим, что даже в современном экономическом словаре [94] речь также идет только об *увеличении* эффективности деятельности, т.е. игнорируется тот факт, что по статистике около 50% сделок М&А, как в России, так и за рубежом, имеют отрицательный или нулевой эффект синергии [197, с. 12].

Что же касается определения, данного М. Портером, то оно скорее относится к *общему* философскому пониманию *эффекта синергии*, и в широком смысле его можно отнести и к понятию «*бизнес*». С другой стороны, встречаются определения слишком *узконаправленные*, которые не объясняют всю сущность и значение эффекта синергии, и их большинство. По-видимому, это связано с тем, что именно в этой (узкой) финансовой области и работают их авторы.

В современной трактовке российских исследователей [26; 43, с. 183] *синергия* означает «*суммирующий эффект взаимодействия двух или более факторов, характеризующийся тем, что их действие существенно превосходит эффект каждого отдельного компонента в виде их простой суммы*». Однако в такой трактовке понятия *синергия* и *синергический эффект* — не различаются (как и в [75]). Еще раз подчеркнем, что *синергия* — это *процесс* (взаимодействия), который не следует смешивать с его *результатом/эффектом*. Принципиальное различие между понятиями

синергия и *синергический эффект* состоит и в том, что процесс предполагает *продолжительность, период реализации*, а эффект как *результат* реализации того или иного процесса, может быть оценен на какой-то *определенный момент времени*.

Если систематизировать проблемы, выявленные при анализе определений понятия «синергия» (в табл. 1.1), то их список выглядит следующим образом:

1) имеет место проблема с *пониманием значений однокоренных с «синергией» терминов* (синергизм, синергетика) в отечественной научной среде;

2) *понятия «синергия» и «синергический эффект» (СЭ) отождествляются;*

3) в научных исследованиях в определениях понятий «синергия» и «синергический эффект» часто *фиксируется однозначно положительный СЭ;*

4) определения *синергии* рассматриваются часто *только в рамках проведения сделок слияний и поглощений (M&A);*

5) имеет место *несистемный* характер определений в целом.

И хотя Дж. Ф. Вестон, впервые использовавший это понятие в сфере финансов, и М. Портер сделали попытки введения *системных* представлений в традиционное определение понятия «синергия», отметим все же непоследовательность таких шагов. Таким образом, это важнейшее понятие сферы бизнеса и современной информационно-сетевой экономики требует решительного обновления в новых экономических условиях интеграции, глобализации и сетизации (*networking*) [45].

По результатам проведенного анализа известных определений понятий «синергия» и «синергический эффект» дадим теперь их авторские определения:

Синергия — *взаимодействие* двух или более элементов системы, нацеленное на появление особых системных свойств, не присущих её элементам по отдельности.

В используемом здесь понятии «система» подразумевается наличие функции или цели. Это не просто комплекс взаимодействующих элементов. Это комбинация взаимосвязанных элементов, организованных для достижения одной или нескольких целей [165; 242]. Тогда системность — это свойство объекта или процесса обладать всеми признаками системы.

В этом определении понятие «система» и «элементы системы» могут трактоваться достаточно свободно в каждом конкретном случае исследования. В качестве системы могут рассматриваться одна компания, две и более, а также их подразделения, бизнес-процессы и пр. При этом определение *синергии* является не только системным, но и сохраняет семантический (и исторический) контекст данного понятия.

Синергический эффект — это *системный эффект*, проявляющийся в изменении *эффективности* деятельности субъекта как системы⁵, возникающее благодаря появлению *новых ее качеств как следствие взаимодействия ее элементов*.

Определения в целом соответствуют общей теории систем за одним исключением: наличие слова «*нацеленное*» относит понятие синергии *только* к сфере экономики, — системам с участием человека, подчеркивая наличие *волевого начала* субъекта/субъектов хозяйствования, а значит, синергия может рассматриваться как инструмент в арсенале менеджмента, особенно стратегического.

Таким образом, введенное нами определение *синергии* отличается от традиционных, по крайней мере, по следующим аспектам:

1) в нем *понятия «синергии» и «синергического эффекта» четко разделены;*

2) оно охватывает ситуации (которых по статистике не менее 50% [174]), когда *синергический эффект оказывается отрицательным или нейтральным*, поскольку фиксирует лишь изменение эффективности;

⁵ Или субъектов – как элементов внутри новой, *измененной* системы.

3) оно позволяет исследователю применять понятие «синергия» к ситуациям, *не связанным только лишь со сделками слияния-поглощения;*

4) оно допускает возможность исследовать проявление синергии в рамках деятельности одного хозяйствующего субъекта, рассматриваемого как система (не ограничено сферой сделок M&A);

5) речь в нем идет *об элементах системы* (а не только о субъектах хозяйствования — компании, фирме и пр.), что может трактоваться самым широким образом;

6) наконец, оно носит системный характер.

Другими словами, преимущество предложенного определения синергии состоит в том, что оно расширяет зону проявления и изучения синергии: понятие «синергии» рассматривается *системно*, без указания на обязательную «положительность» ее эффекта и без привязки только лишь к сделкам слияния и поглощения. Это расценивается нами как шаг вперед в развитии *теории синергии*, поскольку введенная новация позволяет использовать понятия «синергии» и «синергического эффекта» в исследованиях *новых* процессов и явлений, связанных с глобализацией и интеграцией экономик и производств.

Освободив определение синергии от ограничения сферой сделок слияний и поглощений компаний, автор предлагает рассмотреть и *новые виды синергии*, например, связанные с деятельностью *одного* предприятия или задаваемые наличием *межфирменных связей* в кластере или сети, являющихся новыми организационно-экономическими формами (ОЭФ)⁶ ведения бизнеса [66].

⁶ Понятие ОЭФ (в отличие от ОПФ) введено в монографии Касьяненко Т.Г. [57].

1.2. Виды и типы синергии и их классификация

Кроме проблем, касающихся понимания *сущности* синергии, остаются и другие, например, связанные с классификацией ее видов, поскольку почти все исследования по этому вопросу ограничены сферой сделок М&А. Далее предложим свое видение и по вопросу типологии видов синергии.

Прежде всего, отметим выделение видов синергии *по результату* — достигаемому синергическому эффекту, который может быть *положительным, нейтральным и отрицательным*. Однако, это скорее классификация синергических эффектов, а с классификацией видов синергии ситуация несколько сложнее. Имеет смысл рассмотреть историю вопроса.

В 1965 году вышла известная работа И. Ансоффа (I. Ansoff) «Корпоративная стратегия» [112]. В ней была дана *классификация видов синергии*, предусматривающая выделение:

- *синергии торговли* — совместное использование компаниями сети сбыта;
- *оперативной (операционной) синергии* — совместное использование возможностей и ресурсов производства;
- *инвестиционной синергии*, которая проявляется в росте инвестиционной привлекательности компании/компаний;
- *управленческой синергии*, — возникающей при обмене управленческим опытом, ведущем к увеличению оперативности принятия управленческих решений.

В отечественной финансовой литературе обычно можно встретить следующие три вида синергии [44]:

- *производственную синергию* (совместное использование производственных мощностей, нематериальных активов или научно-исследовательских подразделений);
- *управленческую синергию* (обмен управленческим опытом);

- *синергию сбыта* (совместное использование сети сбыта).

В этих классификациях видов синергии отметим схожесть (тождественность) синергий сбыта и торговли, оперативной (операционной) и производственной синергий, а также констатируем *отсутствие инвестиционной синергии* как вида в отечественных исследованиях (в отличие от классификации И. Ансоффа).

Однако в настоящее время распространено и несколько иное мнение относительно «трех видов» экономической синергии [34; 73; 78], которое на наш взгляд отличается слишком узкими рамками и смешением классификационных иерархий:

- *операционная синергия, увеличивающая доходы;*
- *операционная синергия, уменьшающая расходы;*
- *финансовая синергия.*

Два первых «вида» — это, по существу, подвиды операционной синергии, а *финансовая синергия* была предложена еще в 1999 году Флаком и Линчем. Считалось, что она создает «экономия» за счет изменения стоимости финансирования, источников финансирования, снижения *финансового риска* и получения прочих выгод, включая налоговые [90, с. 39-40].

Деление синергии на финансовую, инвестиционную и операционную, на наш взгляд, обусловлено (и оправдано) разделением денежных потоков (от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности) в теории корпоративных финансов и оценке бизнеса. Так, на операционный денежный поток эффект синергии может влиять несколькими способами: *увеличивать доходы*, т.е. выручку, или *уменьшать расходы*, что и послужило основой создания не самой удачной классификации, отмеченной выше.

На наш взгляд, все приведенные выше виды синергии имеют право на место в общей классификации (каждый вид/подвид — на своем месте) и не противоречат друг другу. Однако многие исследователи исключают из своих классификаций (или забывают включить) некоторые выделенные другими учеными виды синергии. Например, часто забывают об управленческой и/или

финансовой синергии, хотя у этих видов есть конкретные определения и, что важно, проявления на практике.

Существуют также некоторые неточности и даже ошибки в том, какой *смысл* вкладывается в определённый вид синергии и какой *критерий* используется при формировании классификации. В корне неверным является подход, при котором *видом синергии* называют возникшую при слиянии и присоединении компаний *экономия затрат от объединения каких-либо служб*. Например, при объединении двух бухгалтерий общие затраты на бухгалтерию как правило должны сократиться, но *синергия не будет «бухгалтерской»*. То же самое касается и происходящего при объединении финансовых служб, служб режима и прочих. Подобное сокращение затрат, т.е. экономию на операционных расходах, включает в себя *операционная синергия*.

Спорным вопросом является выделение *налоговой синергии* [38]. На наш взгляд, «налоговая» синергия, если и проявляется, то может быть отнесена к *управленческой* или *финансовой синергии*. Налоговое бремя организации в общем виде зависит от прибыли, количества сотрудников и стоимости имущественного комплекса. Конечно, при слиянии или присоединении двух неравнозначных компаний общая налоговая нагрузка значительно изменится, но это нельзя считать проявлением синергии, т.к. *отсутствует налоговая интеграция и целевое взаимодействие элементов системы*. Снижению выплат по налогам и сборам *объединенной* компании может способствовать улучшение качества менеджмента, использование специальных бухгалтерских схем или IT-программ, оптимизация имущественного комплекса. Все это лежит в управленческой компетенции и как следствие может быть отнесено к *управленческой синергии*. Отметим, что налоговый учет на Западе практически не используется, а меры и стратегии по уменьшению налоговых выплат в крупных компаниях используются постоянно. Оптимизация налоговых выплат является также предметом

исследования и *финансового менеджмента*, то есть может порождаться *финансовой синергией*.

Иногда в настоящее время в научной литературе можно встретить попытки введения «новых» видов синергии, которые ложатся в уже известную классификацию. Так, вид синергии, проявляющийся *в создании реальных опционов* («опционная синергия») в случае разработки принципиально новых продуктов в результате *объединения научного потенциала* двух компаний [75], вполне вписывается в классификацию синергии по признаку — вид объединяемых ресурсов.

Себастьян Кнул выделяет особый вид «кросс-бизнес синергии» — *«информационную синергию»*, которая порождается использованием общих каналов информации, широкой доступностью этих каналов и их эффективностью, значительно большей возможностью получения достоверной и полной информации о конкурентах, о национальных и региональных фондовых рынках и бизнес-инициативах [172]. Однако информация — это также не что иное, как *ресурс*.

Рассмотрим этот признак подробнее.

В 1985 г. Майкл Портер, профессор Гарвардской бизнес-школы, в книге «Конкурентное преимущество» [87] выделил *три вида взаимосвязей, задающих разные виды синергии*:

1) *материальные*, — возникающие при совместном использовании бизнес-единицами одних и тех же категорий покупателей, каналов, технологий. вид синергии по Портеру — объединение усилий для более эффективного использования *материальных ресурсов* и упрочения позиций компании в конкурентной борьбе;

2) *нематериальные*, — возникающие, например, при передаче эффективных управленческих приемов (ноу-хау) от одних бизнес-единиц другим⁷;

⁷ Объединение *нематериальных ресурсов* (например, know-how) может создать дополнительные *конкурентные преимущества* у объединенной компании. При этом

3) *конкурентные*, — возникающие между корпорацией и ее конкурентами в различных отраслях⁸.

Гупта О. и Рус. Д. также определяют *синергический эффект* — как эффект взаимодействия *интеллектуальных ресурсов* двух или более компаний, которое приносит дополнительную стоимость и *конкурентное преимущество* [152].

В 1987 г Х. Итами, профессор Токийского научного университета, в книге «Мобилизация *невидимых активов*» [162] рассмотрел синергию в качестве «эффекта безбилетника», акцентируя внимание на том, что *ресурсы, накапливающиеся в одной компании, при объединении могут использоваться другой компанией без дополнительных расходов*. Такой эффект может быть получен при выводе новых продуктов на рынок под наиболее «раскрученным» брендом, ставшим общим.

Кстати, еще одним важным достижением Х. Итами [162] был вывод о существовании *отрицательно* (не только положительного) эффекта синергии *при неправильном выборе стратегии развития*, что было учтено нами при формировании авторского определения понятия «синергический эффект».

Таким образом, возможно выделение видов синергии по характеру объединяемых ресурсов — *материальных, нематериальных и их комбинации*.

Наконец, в сфере М&А известна классификация видов синергии по характеру (виду) объединения двух компаний — *горизонтальная, вертикальная и конгломерат*.

создание подобных конкурентных преимуществ позволяет повышать операционные денежные потоки на более *долгосрочную* перспективу, т.к. приобретение аналогичных конкурентных преимуществ компаниями-конкурентами займет значительный период времени. Более того, в случае появления новых конкурентных преимуществ у *объединенной* компании, они могут позволить ей быстро захватить определенные сегменты рынка, если руководство объединенной компании примет решение не повышать цены на улучшенную продукцию, а увеличить производство. При этом вероятность появления и основные характеристики проявления подобной синергии требуют дальнейшего изучения.

⁸ Введение Портером этого *вида взаимосвязей* предвосхищает *будущие исследования эффектов* от сделок М&А и даже проявление СЭ при формировании кластеров. Однако в данном списке (с критерием - по видам активов) оно неуместно.

Вышеописанные виды синергии можно считать общепризнанными. Однако в современной экономике процесс интеграции затронул не только конкретные компании или пары компаний, вступивших в сделку типа M&A, но и целые *группы* компаний, укрепляющих свои конкурентные позиции на рынке и увеличивающих инвестиционный потенциал в случае создания новых форм организации (например, *кластеров и сетей*⁹) за счет появления *межфирменных связей*.

Таким образом, сводная *классификация видов синергии*, определяемых соответствующими выделенными критериями, может быть представлена системно в таблице 1.2.

Таблица 1.2 — Сводная авторская классификация видов синергии

№ п/п	Классификационный критерий	Вид синергии
1	<i>По сфере деятельности хозяйствующего субъекта</i>	управленческая
		операционная
		финансовая
		инвестиционная
		синергия торговли (сбыта)
2	<i>По характеру объединения компаний</i>	горизонтальная
		вертикальная
		конгломерат
3	<i>По виду синергического эффекта (по результату)</i>	положительная
		отрицательная
		нейтральная
4	<i>По виду объединяемых ресурсов</i>	материальная
		нематериальная
		комбинированная
5	<i>По виду межфирменных взаимосвязей</i>	кластерная
		сетевая и др.

Источник: разработка автора.

⁹ *Кластер* – это организационно-экономическая форма (ОЭФ) ведения бизнеса, - совокупность фирм из тесно связанных отраслей, взаимно способствующих росту конкурентоспособности друг друга. Такая форма на основе взаимодополняемости своих участников, содействует *созданию конкурентных преимуществ* кластера в целом, *мотивируя деловую активность* всех участников. Отмечают и такую роль кластеров, как *развитие партнерства между государством, бизнесом и наукой*.

Сеть — ОЭФ ведения бизнеса, обеспечивающая использование особенностей, ресурсов и конкурентных преимуществ участников для совместной реализации предпринимательских или иных проектов субъектами сети [66].

Казалось бы, исследование видов синергии по различным признакам завершено (табл. 1.2), однако остался незатронутым еще один важный признак — количество участвующих в синергии субъектов: один, два и более двух. Он позволяет разделить все виды синергии по типам, лежащий в основу вводимой нами *типологии видов синергии*.

Так, если систему образует *один субъект* — одна компания, то всякий *синергический процесс* в ней (приводящий к возникновению синергического эффекта) назовем ***синергией реструктуризации***.

Если систему образуют *две компании*, вступая в сделку М&А, то все виды синергии, получающиеся в ее рамках, отнесем к *типу*, который назовем ***синергией объединения***.

Если же участвуют *три и более субъекта*, сохраняя правовую самостоятельность, — такой тип синергии назовем ***синергией интеграции***.

Эти соображения отражены на авторской схеме (рис. 1.2), где заданы не только типы синергии, но и их иерархия, поскольку синергии более высокого уровня могут формироваться через реализацию синергий более низкого уровня. То есть *одновременно* могут осуществляться синергии всех трех типов.

Более того, становится возможным говорить об *архитектуре синергий*, по аналогии с изучаемой в финансовом менеджменте *архитектурой финансов*¹⁰ или в теории стратегического управления — *архитектуре стратегий* [154] (рис. 1.3).

Таким образом, каждый субъект хозяйствования, начиная с небольшого предприятия (малого бизнеса), имеет в перспективе возможность, пройдя весь путь своего развития с использованием различных механизмов получения синергических эффектов различной природы (разных видов и типов

¹⁰ VIII Международная научно-практическая конференция «Архитектура финансов: иллюзии глобальной стабилизации и перспективы экономического роста», 06.04.2017, СПбГЭУ, г. Санкт-Петербург.

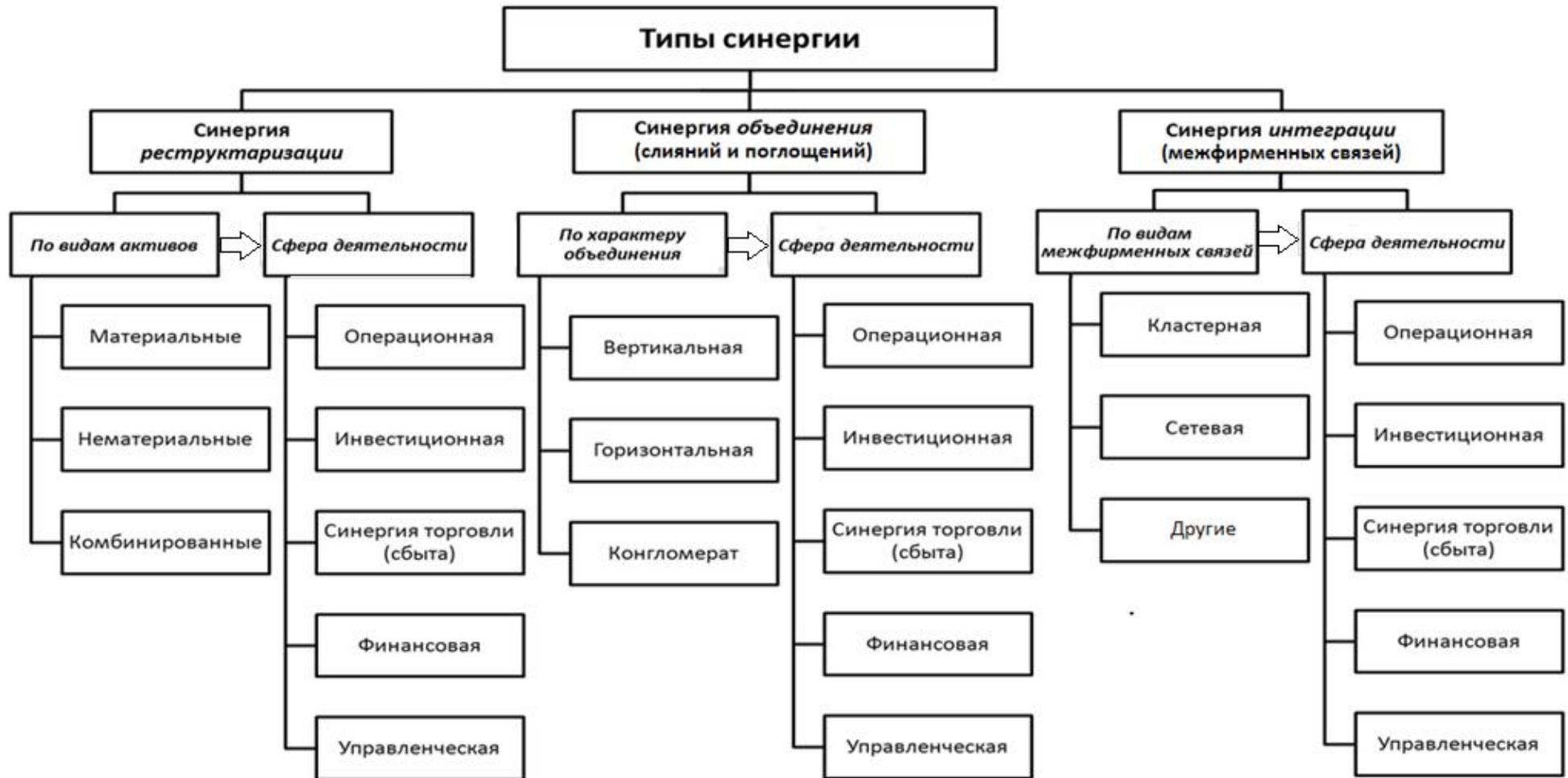


Рис. 1.2 — Типология видов синергии



Рис. 1.3 — Иерархическая архитектура типов синергии

синергий), превратиться в ядро кластера или образовать стратегический альянс, диктующий свои условия на данном сегменте рынка. Но это уже пример реализации синергии всех трех типов *последовательно*.

1.3. Анализ источников синергического эффекта (СЭ) по сферам функционирования компании (бизнес-процессам)

Понятно, что при образовании *положительного синергического эффекта (ПСЭ)* увеличится и стоимость компании.

Однако исследование консалтинговой компании McKinsey [181] показало, что почти 50% процедур Due Diligence оказываются неспособными предоставить своим заказчикам достоверную «дорожную карту» достижения *положительного эффекта синергии*. Основной причиной неудачи, по мнению экспертов, является *недостаток информации об источниках возникновения эффекта синергии*, что сказывается в неправильном выборе алгоритма мероприятий перед, в процессе и после сделки M&A.

Похожие результаты показало исследование 197 сделок M&A на французском рынке [155], где вводится понятие — «общая синергия» как совокупность финансовой и операционной синергий. При этом другие виды синергии, такие как, например, управленческая, не рассматриваются. Согласно исследованию, после сделки M&A положительный эффект «общей» синергии проявляется у 58,63% компаний.

Анализируя современные источники, можно выделить *два подхода* к определению источников положительного синергического эффекта. Первый подход основан на мнении, что *источники синергии* можно разделить на два блока — операционные и финансовые. Первый блок относится к производственной активности компании. Подобные источники являются *операционными*. Второй — к капиталу и его структуре. Такие источники называют *финансовыми*. Этот подход особенно широко распространен в работах западных авторов [115, с. 117; 155, с.

55]. Очевидным недостатком подхода является то, что игнорируются иные виды синергии (см. п. 1.2).

Согласно второму подходу, *источники* эффекта синергии делятся на «относимые на *затраты, капитал и доход*». Этому подходу придерживается консалтинговая компания McKinsey, аналитики которой разработали таблицу 1.3 в попытке построить универсальный прикладной алгоритм действий при сделке M&A. По мнению специалистов McKinsey, подобное разделение является логичным, т.к. именно затраты, капитал и доход могут создать прирост стоимости и синергию.

Таблица 1.3 — Примеры «источников синергии» согласно McKinsey [181]

	<i>Затраты</i>	<i>Капитал</i>	<i>Доход</i>
Поиск возможностей для синергии	- Изменение механизма маркетинга; - Аутсорсинг / оффшорные функции; - Создание отраслевого альянса для распространения продукции	- Оптимизация риск-менеджмента; - Изменение складской сети для улучшения логистики, снижения налогов; - Изменение процессов заказ-оплаты	- Оптимизация распределительной сети; - Создание новых продуктов, каналов и мест реализации для обеих компаний
Захват синергии	- Дублирующие накладные расходы; - Повторение филиалов продаж; - Закупки; - Исследование рынка	- Низкие ставки финансирования; - Недоиспользуемые склады; - Повышение денежных средств и ликвидности	- Взаимовыгодные продукты, сети и каналы распределения
Защита бизнеса	- Сохранение достаточного уровня денежных средств на счетах; - Защита текущих объемов реализации продукции и сети клиентов; - Защита интеллектуальной собственности и удержание внутри компании ценных сотрудников; - Управление человеческими ресурсами для недопущения потенциальных неблагоприятных действий, сбоев бизнеса		

Сразу же отметим, что корректно говорить не об источниках *синергии* (семантически означающей — сотрудничество), а об источниках *положительного синергического эффекта (ПСЭ)*, поскольку синергия — это процесс взаимодействия элементов некоторой системы (и говорить об источниках процесса — абсурд), а синергический эффект — его *результат*, который и порождают источники.

Мы не можем согласиться с позицией McKinsey, поскольку выделенные три категории никак не относятся к *источникам* ПСЭ. Напротив, совокупные *затраты* на реализацию синергии уменьшают величину СЭ, а не создают его. *Капитал* прирастает лишь в случае формирования положительного СЭ, а не создает его. *Доход* сам по себе ни о чем не говорит (по вопросу источников ПСЭ) и может создаваться и без реализации синергии как процесса. Таким образом, мы не видим заявленной «логичности» в решении вопроса о выделении источников синергического эффекта специалистами McKinsey. Более того, введение понятия «общая синергия» только для указанных выше двух видов синергии при наличии их как минимум пяти, выделенных нами только по признаку «сферы деятельности предприятия (его бизнес-процессы)» [58, с. 22] выглядит несколько безосновательным. Терминология таблицы 1.3 («поиск» и «захват» синергии, «защита» бизнеса) вообще не связана с тематикой исследуемого вопроса. Ее невозможно связать даже с понятием «синергия», понимаемой как процесс взаимодействия, сотрудничества. По содержанию табл. 1.3 возникает много и других вопросов. Наконец, данная разработка относится только к сфере сделок М&А, что сильно сужает горизонт применения этого исследования McKinsey и уже не отвечает вызовам современной экономики.

По мнению автора, решение вопроса об источниках СЭ должно осуществляться таким образом: в рамках конкретного вида синергии исследуются преобразования, проводимые стратегическим менеджером или группой менеджеров, ставящих своей целью *совершенствование функционирования* системы (компании, двух или нескольких компаний), которое может проявляться на практике только двумя способами — *снижением уровня затрат* того или иного вида или *ростом дохода*, — обусловленными теми или иными причинами (в рамках осуществляемых преобразований).

Вначале выявим возможности увеличения доходов как основного источника возникновения эффекта операционной синергии. Увеличение доходов может быть связано с продажей большего числа единиц продукции или услуг *реструктурированной* компании. Это может быть достигнуто за счет расширения

рынка *обновленного* бизнеса, например, при использовании выявленного конкурентного преимущества или предложения расширенного ассортимента продукции (что, кстати, влечет за собой усиление и маркетинговой позиции).

Увеличение доходов возможно и для *объединенной* компании за счет появления, так называемого, *эффекта масштаба* (например, при использовании *перекрестных продаж* при объединении компаний).

Сокращение расходов наиболее часто отмечается как источник ПСЭ, так как затраты учитываются в конкретных статьях бухгалтерского учета, и поэтому их легче использовать в расчетах. *При реструктуризации* (оптимизации *внутренних процессов*) компании, как и *за счет объединения* компаний, устраняются лишние должности, сходные основные фонды, а также накладные (реклама, маркетинг) и производственные расходы, оптимизируются запасы и снижаются риски. Высвободившиеся основные фонды, денежные средства и персонал могут быть направлены на новые проекты и модернизацию.

В п. 1.2 нами был изучен вопрос, касающийся типологии видов синергии, и представлена авторская классификация видов и типов синергии (рис. 1.2). На наш взгляд, для каждого *вида/типа синергии* могут существовать *свои источники возникновения синергического эффекта*, то есть целесообразно рассмотреть источники СЭ в зависимости от вида/типа синергии.

Далее исследуются источники возникновения положительного синергического эффекта, создаваемого при реализации видов синергии, выделяемых нами по классификационному критерию — *сфера деятельности хозяйствующего субъекта*. И в первую очередь исследуем источники СЭ для операционной, финансовой, инвестиционной, управленческой и сбытовой синергий, которые являются *базовыми* для любого *типа* синергии — *синергии реструктуризации, синергии объединения* и *синергии интеграции* [58, с. 24].

Операционная синергия наиболее часто встречается в отечественной и зарубежной литературе, посвященной исследованию источников СЭ. Это вид синергии, положительный эффект которой формируется путем *повышения эффективности производства* и/или достижением *операционной экономии*.

Стоит подчеркнуть, что данный вид синергии присутствует в научных работах практически у всех авторов и является основным. Например, в упомянутом выше исследовании Т. Хамзы определена совокупная доля операционной синергии в стоимостной оценке положительного эффекта синергии на уровне 85% [155, с. 62]. Однако *инвестиционная, управленческая синергия* и *синергия сбыта* в этом исследовании не упоминаются как отдельные виды синергии. Исходя из этого, можно заключить, что значение в 85% можно расценивать только как приблизительное (и, безусловно) завышенное в отношении операционной синергии.

На европейском рынке М&А медианная объединенная компания-образец по сравнению с необъединившимися аналогами показывает рост доходов на 4,92% к третьему году после сделки. В этом же примере эксплуатационные (операционные) расходы по сравнению с аналогами сократились на 1,53% [189, с. 49], что может быть отнесено на счет *операционной синергии*.

Результат анализа источников *СЭ операционной синергии* в соответствии с общей схемой исследования, предложенной нами, отражен в таблице 1.4.

Таблица 1.4 — Цепочка создания положительного эффекта *операционной синергии*

Мероприятия, проводимые в рамках операционной синергии	Ожидаемый результат проведения совокупности мероприятий	Возможные проявления ПСЭ
<p><u>При реструктуризации:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - появление более широкого ассортимента продукции; - выпуск нового продукта или предоставление новой услуги; - усовершенствование технологий и процессов. <p>Кроме того,</p>	<ul style="list-style-type: none"> - удешевление продукта без ущерба качеству; - рост потребления продукции и услуг. <p>А также</p> <p><u>При реструктуризации:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - упрочнение конкурентной позиции, выход на новые рынки (расширение «охвата»); - более широкий ассортимент продукции; - направление высвободившихся 	<p><u>Сокращение расходов:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - снижение себестоимости продукции; - снижения процента постоянных расходов в общем объеме операционных расходов (за счет экономии на масштабе); - увеличение скидок на заказанные услуги или закупаемое сырье; - снижение средних издержек на единицу выпускаемой продукции (экономия от охвата); - снижение расходов объединенной компании на НИОКР за счет

<u>При объединении:</u> - объединение структурных подразделений; - оптимизация подразделений; - использование новых конкурентных преимуществ	основных фондов, денежных средств и персонала на внутренние и внешние инвестиции; <u>При объединении:</u> - «захват» более широкого рынка объединенным бизнесом; - эффект масштаба	взаимодополняемости в этой области; <u>Повышение доходов:</u> -увеличение доходов связано с продажей большего числа единиц продукции или услуг реструктурированной или объединенной компанией (за счет эффекта масштаба)
---	---	--

Источник: разработка автора.

Эффект *финансовой синергии* проявляется в *экономии* средств компании за счет *изменения и дифференциации источников финансирования*.

Заметим, что теория корпоративных финансов не дает однозначных ответов на вопросы относительно вероятности наступления эффектов *финансовой синергии* и их перспектив. Однако можно выделить следующие проявления эффекта финансовой синергии:

1. *Снижение транзакционных издержек* (для объединенной компании проводится одна крупная денежная операция вместо двух);
2. *Уравновешивание (стабилизация) денежных потоков* компании с циклическим (сезонным) характером поступления доходов и, как следствие, *снижение риска инвестирования* в ее акции¹¹;
3. *Снижение потребности в заемном капитале* (в большей степени используется собственный капитал) как следствие *реструктуризации* или *объединения* компаний;

¹¹ Положительный синергический эффект, возникающий за счет *эффекта стабилизации (уравновешивания) денежных потоков* объединенной компании, возникает в случае, если денежные потоки компаний, участвующих в сделке, характеризуются *поочередно меняющимися циклами* (когда у одной компании наблюдается сезонный, циклический спад, а у другой компании наблюдается в это время циклический рост) [37, с. 23]. В результате, в объединенной компании денежный поток будет отличаться большей *стабильностью*, что приведет к *снижению риска инвестирования* в акции такой компании. Это отразится также на *ставке дисконтирования* (она уменьшится за счет уменьшения показателя « β » — меры систематического (отраслевого) риска), что приведет к появлению синергического эффекта. Однако на практике потенциал привлечения дополнительных денежных средств редко реализуется, как маловероятно и объединение двух компаний с денежными потоками, имеющими абсолютно противоположные сезонные циклы роста и спада.

4. *Большой кредитный потенциал объединенной* компании (вновь образованная компания может взять больший кредит, чем каждая фирма по отдельности до слияния);

5. *Снижение ставок* на привлечение внешнего финансирования¹²;

6. *Снижение волатильности (усиление стабилизации) денежных потоков*, то есть *снижение изменчивости цены привлечения капитала* (поскольку крупному заемщику предоставление кредита менее рискованно, и банк предлагает ему более выгодные и фиксированные проценты);

7. *Экономия на налоговых платежах*¹³.

¹² *Снижение ставок на привлечение внешнего финансирования* становится осуществимым, когда компания — инициатор поглощения, имеющая хороший кредитный рейтинг, поглощает меньшую компанию-цель, имеющую более низкий уровень кредитного рейтинга. Тогда суммарный капитал и размер *объединенной* компании увеличивается, ее кредитный рейтинг устанавливается на уровне поглощающей компании, и она может снизить расходы на привлечение внешнего финансирования за счет увеличения своего рейтинга.

¹³ *Эффект экономии на налоговых платежах* проявляется, когда одна компания имеет значительные балансовые убытки прошлых периодов. При этом у *объединенной* компании *появляется возможность снизить* на их величину *налоговую базу*. Такой переноса убытков прошлого времени на текущий период обеспечит *получение налоговых льгот*. С другой стороны, уменьшение размера прибыли до налогообложения ведет к уменьшению выплат дивидендов акционерам. Как следствие, многие компании наоборот стремятся повысить чистую прибыль даже с учетом большей выплаты налогов. Также на балансе компаний обычно числятся основные средства в виде зданий и сооружений, земельных участков, транспорта. Объединение компаний может привести к повышению налоговой нагрузки за счет роста налогов на имущество, землю, транспорт в несоизмеримо большей степени, чем сокращение налога на прибыль за счет балансовых убытков прошлых периодов. В то же время российское право оставляет поле для маневра — передачи активов дочерним организациям.

Тема *экономии на налогах* детально рассматривалась в ряде научных трудов:

- Джилсон, Щольц и Вулфсон [146] выдвинули теорию, демонстрирующую отношения между налоговыми выигрышами и слияниями и поглощениями (присоединениями). Они утверждают, что в определенной доле сделок слияний налоговые мотивы играют значительную роль;

- Карла Хэйн [156] проанализировала *возможные налоговые выигрыши* в сделках М&А. В результате был сделан вывод, что «потенциальные налоговые льготы, вытекающие из переноса чистых операционных убытков и неиспользованных налоговых кредитов, *положительно влияют* на прибыль компаний, участвующих в безналоговых присоединениях. Однако прирост капитала и наращивание базиса приобретенных активов неблагоприятно влияют на прибыль компаний, участвующих в налогооблагаемых присоединениях [140, с. 303];

- Лукьянова А., Никулин Е., Ведерников А. [178, с. 238] выделили получаемые *налоговые преимущества* как составную часть *финансовой синергии*. Они использовали понятие «налоговой синергии» при стоимостной оценке положительного эффекта синергии методом реальных опционов.

В зарубежной литературе [159, с. 50] отмечается, что согласно мнениям менеджеров и аналитиков, наиболее часто прогнозируемым источником проявления эффекта финансовой синергии является *снижение финансовых платежей*.

Таким образом, результаты анализа *источников* эффекта финансовой синергии могут быть сведены в таблицу 1.5.

Таблица 1.5 — Цепочка создания положительного эффекта финансовой синергии

Мероприятия	Ожидаемый результат	Проявление ПСЭ
<ul style="list-style-type: none"> - оптимизация налогового учета (для компаний СНГ); выработка налоговой политики (для западных компаний); - осуществление перекрестного финансирования; - свободная выдача займов внутри организационно экономической формы (ОЭФ) бизнеса; - оптимизация РКО (расчетно-кассового обслуживания); - подключение единой системы управления финансами внутри ОЭФ («Сбербанк Корпорация», HSBC Banking и пр.) 	<ul style="list-style-type: none"> - «стабильность» денежного потока; - снижение вероятности кассовых разрывов, потребности в залоговом финансировании на текущие нужды; - реализация капитальных и инвестиционных проектов без внешнего финансирования; - широкие возможности открытия кредитных линий и получения заемного финансирования; - улучшение качества работы с финансовыми активами; - повышение качества финансовой отчетности. 	<ul style="list-style-type: none"> - уменьшение налогооблагаемой базы (особенно налога на прибыль); - экономия на налоговых платежах; - снижение стоимости капитала; - снижение ставки дисконтирования; - повышение уровня ликвидности

Источник: разработка автора.

Эффект *инвестиционной синергии* проявляется в повышении *инвестиционной привлекательности* реструктурированной или объединенной компании. Все предыдущие источники, рассмотренные ранее, зависели от действий руководящего состава компании/компаний и являлись *внутренними*. Источники возникновения эффекта *инвестиционной синергии* — во многом обусловлены внешними факторами, — связаны с ожиданиями рынка, инвестиционным климатом в стране (в частности, законодательством [5]), готовностью инвесторов вкладывать средства в бизнес [27].

Как только у инвесторов возникают ожидания в отношении получения компанией положительного эффекта *инвестиционной синергии*, в действие

вступает механизм «рефлексивности», отражающий связь между ожиданиями и действительным ходом событий. Однако, с момента появления информации о сделке M&A возможен не только рост котировок акций и повышение инвестиционной привлекательности компании, но и их падение, и даже нейтральная реакция рынка.

Прогнозирование проявления эффекта инвестиционной синергии является трудной задачей, т.к. зачастую невозможно достаточно точно предугадать реакцию рынка на информацию о будущем процессе M&A. Здесь смешивается множество факторов, как *объективных* (размеры и соотношение в размерах объединяемых компаний, финансовые показатели, репутация на рынке, сферы бизнеса и доля рынка, рейтинги), так и *субъективных*. Часто участники рынка действуют не согласно схеме рационального поведения для достижения максимальной выгоды, а повинувшись психологическим сомнениям и колебаниям, а также влиянию СМИ [158, с. 37].

Источником синергического эффекта инвестиционной синергии могут являться изменения в кредитных и инвестиционных рейтингах компании. Как известно, при оценке привлекательности объединенной компании инвесторы первоначально часто ориентируются на рейтинги агентств. С другой стороны, крупные сделки M&A как правило ведут к изменению кредитных и инвестиционных рейтингов объединенной компании [113] (см. табл. 1.6).

Таблица 1.6 — Цепочка создания положительного эффекта *инвестиционной синергии*

Мероприятия	Ожидаемый результат	Проявления ПСЭ
- предоставление информации о реструктуризации и/или объединении рейтинговым агентствам и инвесторам; - прозрачность процессов объединения / интеграции	- повышение кредитных (и инвестиционных) рейтингов компании; - возможность выгодной реструктуризации кредитного портфеля; - уравнивание денежных потоков инвестирования в акции компании; - увеличение чистого оборотного капитала при его недостатке	- снижение ставок на привлечение внешнего финансирования; - снижение риска инвестирования в акции компании; - повышение ставки дохода

Источник: разработка автора.

Эффект *управленческой синергии* состоит в повышении качества работы операционного (*текущего*) менеджмента и часто проявляется за счет создания новой системы управления. Зачастую при объединении компаний одна из них имеет проблемы с управлением и, как следствие, с нереализованным потенциалом в отношении увеличения стоимости бизнеса. Особенно часто это проявляется при слияниях и объединениях крупной и малой компаний. При слиянии двух команд обычно происходит обмен рабочим опытом и знаниями.

Однако эффект управленческой синергии возможно достичь не только при сделках M&A, но и при *реструктуризации* подразделений конкретной компании путем создания *новой управленческой системы и повышения культуры управления* [181].

Базисом для данного вида синергии являются квалификация менеджеров, их опыт управления и знания, а также организационная структура управления предприятием. Для достижения эффекта управленческой синергии могут быть реализованы *мероприятия по повышению эффективности управления*. Например, перестройка управленческой структуры для повышения качества и скорости принятия решений, ликвидация излишней бюрократии *в подразделениях и процессах* компании.

В реструктурированной компании (как и в компании после объединения) происходит *оптимизация различных процессов*: начинают применяться наиболее эффективные методы управления, более рационально используются активы и ресурсы, что ведет к *повышению доходов* или *сокращению расходов*.

Таким образом, в прикладном плане источниками синергического эффекта синергии управления могут являться *сокращение расходов компании, сокращение затрат на обучение персонала, сокращение выплат по штрафам и пеням*. Эти соображения сведены воедино в таблице 1.7.

Таблица 1.7 — Цепочка создания положительного эффекта управленческой синергии

Мероприятия	Ожидаемый результат	Проявления ПСЭ
<ul style="list-style-type: none"> - внедрения мероприятий по повышению эффективности управления; - перестройка управленческой структуры; - создание новой командной управленческой структуры 	<ul style="list-style-type: none"> - повышение качества управления; - увеличение оперативности принятия управленческих решений; - обмен управленческим опытом; - перенос компетенций; - повышение качества работы персонала; - ликвидация дублирующих и создание единых централизованных подразделений; - эффективное использование управленческого опыта и возможностей; - реализация управленческого потенциала; - повышение безопасности компании от внешних агрессивных действий 	<ul style="list-style-type: none"> - сокращение расходов компании; - сокращение затрат на обучение персонала; - сокращение выплат по штрафам и пеням; - повышение стоимости человеческого капитала организации

Источник: разработка автора.

Выше были рассмотрены мероприятия, нацеленные на возникновения положительного синергического эффекта, но в то же время они могут привести и к снижению производительности труда и ухудшению качества управления. Зачастую после проведения сделки M&A проводится оптимизация фонда оплаты труда как наиболее затратной статьи бюджета. В результате происходит сокращение персонала, урезание премий, что сказывается на общей мотивации к работе. Менеджмент, который до слияния занимал равные позиции в двух разных компаниях, после сделки будет подстраиваться друг под друга, что может привести к внутрифирменным конфликтам в объединенной компании [20]. С другой стороны, часто открытым или скрытым инициатором поглощения становится менеджмент компании-мишени, который имеет так называемый «золотой парашют» (англ. *golden parachute*). После досрочного увольнения в результате поглощения компании менеджеры в среднем получают 12,1% от прибыли, полученной корпорацией за год до создания парашюта, и 1,7% от агрегированной рыночной стоимости её обыкновенных акций [177, с. 179]. По другим данным топ-менеджеры чаще всего получают 3 годовых заработных платы [119, с. 300]. Подобное явление может быть серьезным «стимулом» для проведения процессов

(реструктуризации, объединения или интеграции), прямо или косвенно связанных с сокращением штата топ-менеджмента.

Отдельным вопросом в данном контексте является защита от агрессивного проведения сделок М&А или *рейдерства*¹⁴. Особенно это актуально для развивающихся стран и стран с переходной экономикой. Не секрет, что рейдерство в конце 1990-ых — начале 2000-ых годов было серьезнейшей проблемой экономики РФ. При этом положительный эффект синергии как понятие, свободное от морально-этических норм и представлений, проявлялся и в ходе агрессивных сделок М&А. Так, например, существенная часть корпораций и холдинговых компаний в РФ возникла в результате агрессивных поглощений, хотя и считается, что правомерной сделка М&А не может быть при активном сопротивлении одной из сторон [128, с. 185, 188]. Однако следует отметить как общемировую тенденцию, что в современных условиях бизнес все чаще ведет политику дискреционной и социальной ответственности, а топ-менеджмент защищен и нацелен на рост стоимости своей компании.

Наконец, *эффект синергии торговли (сбыта)* проявляется за счет рационального использования каналов сбыта и распределения, рекламы, популярности продукта. В западном стратегическом менеджменте существует подход, согласно которому *синергия сбыта* делится на синергию продаж и синергию маркетинга [180].

Типичным примером проявления *синергии торговли* является объединение продавцов и/или дистрибьюторов для *использования одних и тех же каналов сбыта, логистики, складских помещений и человеческих ресурсов*. Также эффект синергии торговли может проявляться в предоставлении потребителям в рамках одного бренда новых дополнительных услуг, таких как *доставка, послепродажный сервис и гарантия, «trade in», установка, настройка, подключение* и пр. Подобные проявления вкупе с более широкими рекламными возможностями способны значительно увеличить спрос на продукцию и услуги.

¹⁴ Явление рейдерства более подробно проанализировано автором в Приложении Е.

Отдельно можно упомянуть *объединение информационных баз* текущих и вероятных клиентов.

На наш взгляд, разнородные предприятия, объединённые в кластер или иные организационно-экономические формы (ОЭФ) ведения бизнеса, могут достичь эффекта *синергии торговли* с большей вероятностью, чем объединенные компании в рамках сделки M&A, т.к. будут дополнять друг друга, используя *общую инфраструктуру, транспорт, возможности распределения и сырьевую базу*. На практике это широко проявляется в японских гигантских кластерах — *кэйрэцу*, где разноплановые компании, сгруппированные для защиты финансовой безопасности вокруг того или иного мощного банка, широко используют *общую логистику* (чаще всего в сфере морских перевозок), *сети распределения* и особенно важную в японском обществе *репутацию торговой марки*.

Однако необходимо учитывать и здесь возможность возникновения отрицательного эффекта синергии. По причине рассеянности внимания менеджеров на измененную (часто усложнившуюся) сеть сбыта эффективность управления может снизиться. Усложнение процессов в распределительных и снабженческих службах может привести к ошибкам, ведущим к потере репутации фирмы и снижению объемов ее продаж. Эти соображения отражены в таблице 1.8.

Таблица 1.8 — Цепочка создания положительного эффекта синергии торговли

Мероприятия	Ожидаемый результат	Проявление СЭ
<ul style="list-style-type: none"> - объединение продавцов и/или дистрибьюторов; - предоставление новых дополнительным услуг потребителям в рамках одного бренда; - объединение информационных баз текущих и вероятных клиентов; - использование положительной репутации торговой марки; - проведение совместных рекламных компаний 	<ul style="list-style-type: none"> - повышение скорости обработки заказов; - повышение скорости доставки продукции; - расширение перечня товаров и услуг; - рост потребления товаров и/или услуг 	<ul style="list-style-type: none"> - сокращение прямых и косвенных затрат продукции; - увеличение дохода от реализации большего объема товаров и/или услуг

Источник: разработка автора.

Как видно и здесь, источники положительного эффекта управленческой синергии — это *увеличение дохода* и *сокращение затрат* по результатам проведения ряда мероприятий, проведенных (запланированных топ-менеджментом к проведению) в рамках выделенного вида синергии.

Итак, в результате проведенного анализа установлено, что для *всех* видов синергии, выделенных по классификационному критерию — *сфера деятельности* (бизнес-процессы) хозяйствующего субъекта, — положительный синергический эффект (ПСЭ) неизменно формируется за счет сокращения затрат и увеличения дохода по результатам проведения ряда мероприятий, осуществляемых (планируемых к проведению) в рамках реализации конкретного вида синергии. При всем разнообразии данных мероприятий, обусловленном характером тех или иных бизнес-процессов на предприятии, ожидаемый результат по формированию ПСЭ выражается в *сокращении издержек* и/или *росте дохода*, учитываемых при построении денежного потока.

По аналогии с цепочкой создания стоимости Майкла Портера [88, с. 72] предложим авторскую схему проведения анализа процесса формирования *положительного синергического эффекта (ПСЭ)* (рис. 1.4).

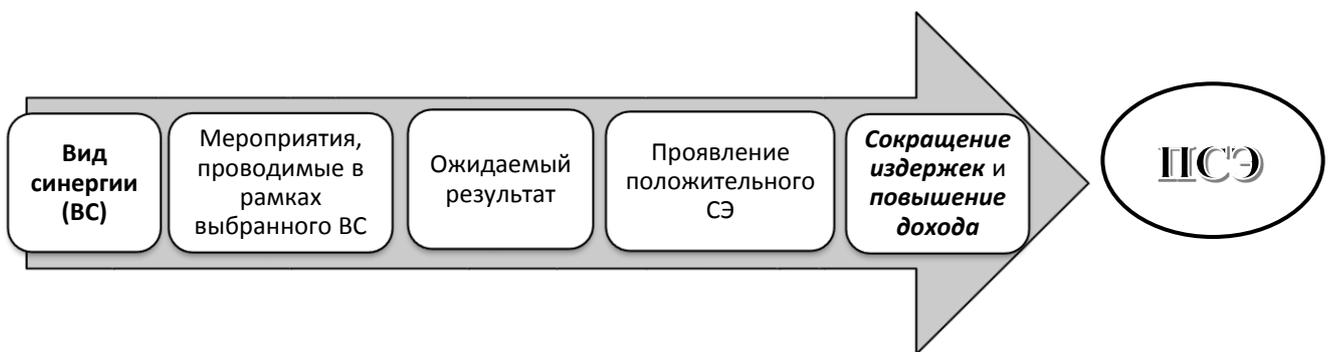


Рис. 1.4 — Цепочка формирования положительного синергического эффекта

Источник: составлено автором.

Таким образом, введен универсальный алгоритм для анализа процесса создания положительного СЭ, который может быть полезен в первую очередь менеджерам, занимающимся разработкой стратегии развития фирмы, а кроме того,

и профессиональным оценщикам, работающим в связке с ними по реализации *стратегии роста стоимости компании*.

Изучению алгоритмов (конкретных схем) формирования ПСЭ для различных типов синергии посвящена глава 2 исследования, а прикладным вопросам реализации этих алгоритмов на практике и стоимостной оценке ПСЭ — глава 3 диссертации.

Выводы к главе I

1. Проведенное исследование позволяет сделать вывод об отсутствии *единого* понимания в ученой среде понятий *синергия* и *синергический эффект*. Эти понятия часто отождествляются. Понятие «синергия» неправомерно подменяется терминами «синергизм» и «синергетика», а «синергический эффект» в исследованиях часто некорректно обозначается как эффект «синергетический».

2. На основе критического анализа (за последние более чем полвека) известных в экономике определений понятий «синергия» и «синергический эффект» автором предложены современные, *системные* определения этих понятий, лишенные выявленных недостатков традиционных определений. Они могут использоваться в изучении *новых* процессов и явлений в *новой* «энтропийно-синергийной» экономике (по С. Дятлову [39]) и широко применяться на практике для повышения эффективности функционирования современных компаний, в особенности в условиях экономических санкций, введенных США и странами Запада для России.

3. Автором также предложена *сводная классификация видов синергии* по обширному списку *признаков* (табл. 1.2), при этом признак «*по количеству субъектов (элементов) системы*» положен в основу *типологии* видов синергии, обладающей *иерархической* структурой (рис. 1.2 и 1.3).

4. Исследованы *источники формирования видов синергии по сферам деятельности предприятия* (табл. 1.4-1.8). Анализ *мероприятий*, нацеленных на получение ПСЭ, и ожидаемых от их проведения результатов, позволил выявить

тот факт, что проявление *положительного эффекта синергии* выражается в *сокращении издержек* и/или *росте дохода*, учитываемых в дальнейшем при построении денежных потоков для стоимостной оценки ПСЭ.

5. Введенный *универсальный алгоритм* для анализа процесса создания ПСЭ позволил автору предложить *цепочку формирования положительного синергического эффекта* (рис. 1.4) (по аналогии с цепочкой создания стоимости Майкла Портера).

Глава 2. СХЕМЫ ФОРМИРОВАНИЯ СИНЕРГИЧЕСКОГО ЭФФЕКТА РАЗЛИЧНЫХ ТИПОВ СИНЕРГИИ

2.1. Формирование синергического эффекта *синергии реструктуризации* предприятия

Для достижения одной из указанных во введении целей — разработки методики стоимостной оценки синергического эффекта различных видов и типов синергии — необходимо исследовать особенности (и механизм) вклада *частных (видовых) эффектов синергии* в общий *суммарный синергический эффект синергии конкретного типа*. Начать следует с изучения формирования СЭ *синергии реструктуризации*. Для этого надо четко понимать, что такое «реструктуризация», и каковы ее возможности для создания *дополнительной стоимости* компании, что является следствием появления *положительного синергического эффекта (ПСЭ)*.

Сразу исключаем тот вариант трактовки понятия «реструктуризация», который широко применялся в 90-е годы в условиях переходной экономики в России¹⁵. Несмотря на заявленные цели (*рост собственного капитала* кампании и курсовой стоимости ее обыкновенных акций), проводимая в те годы реструктуризация занималась кредиторской и дебиторской задолженностью, расшивкой неплатежей, а также реструктуризацией долгов предприятий перед государством. По сути, это была реструктуризация *оперативная* (краткосрочная, а не стратегическая процедура) [15], относящаяся к «больному» предприятию.

Кроме того, из определения понятия «синергия реструктуризации», введенного нами в п. 1.2, следует, что нас интересует реструктуризация не отраслей, регионов или экономики в целом, а *реструктуризация предприятия, рассматриваемого как система*. Таким образом, здесь мы ограничиваемся

¹⁵ Понятие «реструктуризация» встречается в нормативно-правовых актах РФ, где оно рассматривается как *реструктуризация долга* с финансовой точки зрения, и в качестве планируемых структурных изменений отдельных *отраслей* промышленности. Но это не то, что нас здесь интересует. Мы рассматриваем *реструктуризацию одного предприятия, находящегося в нормальном состоянии*.

рассмотрением реструктуризации *одного* предприятия, находящегося в *нормальном* состоянии, но ставящего себе **стратегической целью** *увеличение рыночной стоимости бизнеса*. В данном исследовании *реструктуризация* основана на использовании факторов *долгосрочного* роста собственного капитала (СК) путем повышения эффективности функционирования за счет эффективного использования внутренних резервов предприятия, то есть не связана с деловым (операционным) циклом компании.

Анализ определений понятия «реструктуризация» по российским источникам

В настоящее время к вопросу исследования понятия «реструктуризация» обращается значительное число авторов. Например, в системе World of Science в категориях экономика, бизнес и менеджмент содержится более 5,5 тыс. работ [241] на эту тему. Похожую ситуацию показывает и русскоязычная система eLibrary, где в категории экономических наук индексируется более 6 тыс. работ на эту же тему [218].

Однако при изучении отечественной литературы становится ясно, что зачастую смешиваются значения таких понятий как «реструктуризация», «реформирование», «реорганизация», «реинжиниринг».

Обратимся сначала к значению слова **«реструктуризация»**. Английский термин *restructuring* произошел от латинского *structura*, что означает *строение* или *системное соединение* [222]. Префикс *re* близок к русской приставке *пере*. Следовательно, дословно реструктуризация означает *системное перестроение*. В дополнение к этому необходимо также отметить несколько важных моментов. Это, во-первых, такой подход к компании означает, что она рассматривается как сложная меняющаяся *система*. Во-вторых, это восприятие самого процесса реструктуризации как *процесса системного*, имеющего волевое начало субъекта.

В *российских* источниках встречаются следующие определения понятия «реструктуризация» (табл. 2.1).

Таблица 2.1 — Определения понятия «реструктуризация» по российским источникам

Автор, источник	Определение реструктуризации
Коломыцева Л.А. [70, с. 32]	<i>Процесс комплексного и взаимосвязанного изменения жизнеобеспечивающих структур предприятия, инициируемый динамичной средой, основанный на стратегической концепции, миссии и целях.</i>
Евсеев А. [40, с. 109]	<i>Любые изменения в производстве, структуре капитала или собственности, не являющиеся частью повседневного делового цикла компании.</i>
Бляхман Л.С. [16]	<i>Комплексное преобразование фирм с целью обеспечения их конкурентоспособности в новых условиях.</i>
Грязнова А.Г., Федотова М.А. [35]	<i>Целенаправленный процесс, в результате которого происходят количественные и качественные изменения в элементах, формирующих как имущественный комплекс компании, так и ее бизнес, при этом данные изменения не являются частью повседневного делового цикла компании и направлены на увеличение ее стоимости.</i>
Камара Н.К. [53, с. 6]	<i>Изменение структуры компании и входящих в неё элементов, которые формируют её бизнес, направленное на достижение определенных целей (оптимизация работы бизнес-системы, стратегия развития, повышение эффективности и конкурентоспособности).</i>
Егерев И.Х. [41, с. 62-65]	<i>Структурные изменения в финансовой и производственной деятельности предприятия, направленные на снижение издержек, увеличение прибыльности, наиболее рациональное использование ресурсов.</i>
Криворотов В.В., Мезенцева О.В. [74, с. 51]	<i>Процесс изменения структуры собственности, активов и пассивов, производственной и организационной структур управления, который не является частью повседневного делового цикла предприятия.</i>
Рейтинговое агентство «Эксперт РА» [216]	<i>Изменение структуры компании (иными словами, порядка расположения и связей ее элементов), а также элементов, формирующих ее бизнес, под влиянием факторов либо внешней, либо внутренней среды.</i>
Словарь терминов антикризисного управления [108]	<i>Структурная перестройка в целях обеспечения эффективного распределения и использования всех ресурсов предприятия (материальных, финансовых, трудовых, земли, технологий), заключающаяся в создании комплекса бизнес-единиц на основе разделения, соединения, ликвидации (передачи) действующих и организации новых структурных подразделений, присоединения к предприятию других предприятий, приобретения определяющей доли в уставном капитале или акций сторонних организаций.</i>

Источник: подготовлено автором.

Анализируя приведенные выше определения, отметим, что практически все они имеют общее толкование *реструктуризации* как *процесса структурного изменения* предприятия, т.е. используется семантический аспект термина. Однако

существуют и различия в трактовках этого понятия. Все рассмотренные далее нюансы цитированных в табл. 2.1 определений понятия «реструктуризация» важны для формирования в дальнейшем *классификации видов реструктуризации* и выделения того вида, который необходим нам для дальнейшего исследования эффекта *синергии реструктуризации*.

Во-первых, различия заключаются в определении *объекта* процесса изменения. Одни (Евсеев А., Криворотов В.В., Мезенцева О.В.) относят к *объектам* реструктуризации вполне *конкретные вещи* — собственность, капитал, деятельность, ресурсы, подразделения и пр. Другие (Булатов А.С., Камара Н.К., Грязнова А.Г., Федотова М.А., Рейтинговое агентство «Эксперт РА») подходят к вопросу *с бóльшим уровнем системности* и рассматривают элементы компании и связи между ними как объекты реструктуризации.

Во-вторых, ряд авторов включили в свои определения момент о *целенаправленном* изменении структуры (Бляхман Л.С., Егерев И.Х., Камара Н.К., Коломыцева Л.А., Грязнова А.Г., Федотова М.А. и Словарь терминов антикризисного управления). В других источниках из определений следует, что реструктуризация происходит *без конкретной цели*, с чем мы не согласны, подчеркивая, что *целью реструктуризации* является увеличение рыночной стоимости *бизнеса* (величины собственного капитала компании) путем *повышения эффективности ее функционирования за счет внутренних резервов*.

В-третьих, также интересно выделить тех авторов (Евсеев А., Коломыцева Л.А., Криворотов В.В., Мезенцева О.В., Грязнова А.Г., Федотова М.А.), которые связывают процесс реструктуризации со *стратегическими (долгосрочными)* преобразованиями, не относящимися к *текущей* деятельности, что побуждает авторов к исследованию этой аналогии, рассмотрению сходства и различий концепций *синергии реструктуризации* и *VBM* (англ. — *Value Based Management*) — весьма популярного ныне направления стратегического менеджмента, также ориентированного на рост стоимости компании.

Связь концепций синергии реструктуризации и стоимостного управления (VBM)

Стоимость бизнеса может быть увеличена различными способами [18, 19], путем управления определенными факторами, различающимися для разных отраслей. Однако, практика показывает, что *вне зависимости от отраслевой принадлежности* можно выделить три основных способа влияния на стоимость компании. Это:

1) *Реализации инвестиционных проектов* (модернизация действующего производства, строительство новых производственных мощностей и расширение инфраструктуры, повышение качества продукции в соответствии с возрастающими потребностями рынка)¹⁶;

2) *Обеспечение повышения уровня прозрачности и открытости предприятия*¹⁷;

3) *Осуществление структурной перестройки компании (реструктуризация)*¹⁸.

¹⁶ *Реализация ИП* — наиболее распространенный способ увеличения стоимости компании. *Привлекая внешних инвесторов, фирма может повысить свою стоимость*. Причем важно, чтобы доход при этом оказался больше, чем вложенные средства (а прирост стоимости - положительной величиной). Понятно, что реализация крупных ИП более приемлема для *производственных* предприятий. Общими рекомендациями руководителю при этом способе увеличения стоимости компании могут быть:

- жесткий отбор инвестиционных проектов по критерию их значимости для стоимости компании;
- из проектов, прошедших первый этап отбора, необходимо выбрать те, которые демонстрируют наилучшие показатели эффективности с точки зрения инвестиционного анализа (NPV, IRR, MIRR, PI и др.).

¹⁷ В сегодняшнем российском бизнесе *существует расхождение между внешней оценкой стоимости компании со стороны потенциальных инвесторов и кредиторов* и тем, как ее оценивают *менеджеры и собственники*. Эта разница обусловлена тем, что субъекты внешней среды обладают, как правило, меньшей информацией о компании по сравнению с менеджментом и собственниками. Поэтому проведение мероприятий, повышающих прозрачность и открытость бизнеса, способно увеличить стоимость компании. Эту же цель преследуют и при проведении IPO.

Этот способ, так же, как и действия по реструктуризации фирмы и реинжинирингу бизнес-процессов, не требует столь существенных затрат, как реализация инвестиционных проектов, но может быстро увеличить стоимость компании.

¹⁸ Этот способ эффективен для крупных *многопрофильных* компаний с многолетней историей существования. Он широко применяется на Западе, но в последнее время многие российские фирмы также используют его для увеличения стоимости своего бизнеса. Материальные затраты на проведение реструктуризации компании, как правило, *существенно ниже* возможных затрат

Существует ряд причин, по которым компании осуществляют *корпоративную реструктуризацию*, но в основе этого намерения практически всегда лежит идея *роста стоимости* компаний, а, следовательно, богатства акционеров. Это подтверждается западными исследованиями Джеймса К. Ван Хорна [24], Джона М. Ваховича [100], Тома Коупленда, Тима Коллер, Джека Муррин [73, с. 5], а также работами отечественных авторов: И.А. Егеревы [42, с. 72], Ю.В. Козыря [69, с. 120-126] и др. В связи с этим следует отметить, что стоимостная оценка эффекта синергии реструктуризации тесно связана с концепцией управления стоимостью (VBM).

В глобальном плане экономика корпораций, *нацеленная на рост стоимости для акционеров*, работает эффективнее, чем любая другая альтернативная модель. Следствием внедрения компанией концепции VBM является не только повышение ее стоимости, но и ограничение, а чаще всего прекращение инвестиций в устаревшие направления деятельности, закрытие подразделений и отделов компании, не приносящих ощутимой прибыли.

Именно применение концепции управления, нацеленного на увеличение акционерной стоимости, в США объясняет тот факт, что ВВП per capita там на 20% выше, чем в Германии и Японии (по исследованию McKinsey Global Institute [73, с. 21], проводившемуся в 1994-1997 годах). При схожей производительности труда в США финансовая отдача корпоративного сектора оказывалась значительно выше, чем в Японии и Германии.

при реализации инвестиционных программ: ведь предприятие повышает эффективность уже *действующего* производства. Основной риск — *риск управления*. Учетные, информационные, контрольные и отчетные системы фирмы могут оказаться не готовыми реализовывать свои функции в процессе реструктуризации. Поэтому особое значение приобретает *уровень квалификации управленческих кадров*.

Руководителю компании можно порекомендовать провести детальный анализ вероятности сопротивления персонала изменениям. Подобное сопротивление присутствует при реализации любых проектов, однако особенно часто оно возникает при изменении систем управления. Разъяснение персоналу целей и задач проводимых изменений вовлечет менеджеров предприятия в процесс реструктуризации, разовьет у них чувство причастности и дополнительной ответственности за происходящее.

Здесь можно говорить также и о *реформировании* компании как изменении той или иной ее формы. См. далее.

Однако из негативных сторон реструктуризации можем отметить то, что благодаря ей множество сотрудников потеряло и по прогнозам потеряет работу [225]. С введением новых технологий, автоматизации и робототехники утверждение McKinsey Global Institute о том, что компании, способные создавать больше стоимости, создают также больше рабочих мест [73, с 23], выглядит некорректным, поскольку противоречит практике. Также отмечаются факты, когда плановые показатели по стоимости компании и завязанные на них уровни вознаграждения менеджмента (обычно в доле акций) ведут к манипуляциям с целью их достижения [223]. Например, при плане в \$100 млн, — в процентном соотношении стоимость компании в \$99,5 млн и \$100 млн мало отличаются, но в первом варианте (в отличие от второго) менеджмент легко может сократить инвестиции или вмешаться в распределение доходов, чтобы превысить заявленную плановую отметку и получить незаслуженное вознаграждение, симулируя «превышение» плана.

Однако при всей схожести результатов и целей реализации процессов *реструктуризации*, нацеленной на рост стоимости компании, и *стоимостного управления (VBM)*, нельзя не отметить и некоторые принципиальные отличия, лежащие в основе этих процессов и понятий. Так,

1) в VBM в качестве возможности увеличения стоимости предприятия рассматривается *стратегия привлечения инвестиций*, тогда как в рамках реструктуризации положительный синергический эффект и, как следствие, прирост стоимости предприятия может возникнуть только за счет внутренних резервов — изменения структуры элементов и взаимосвязей внутри предприятия;

2) также в концепциях синергии и стоимостного управления существуют различия в рассмотрении *временного фактора*. Возможно проявление синергического эффекта как в долгосрочной, так и в среднесрочной, и даже краткосрочной перспективе, при том что VBM является концепцией *стратегического* (долгосрочного) менеджмента, когда период стоимостного управления может оказаться равным 3-5 годам [67];

3) наконец, в VBM большое внимание уделяется *кадровой политике* предприятия, и значительные средства компании, реализующей у себя концепцию VBM, идут на формирование стоимостного мышления персонала и на *вознаграждение топ-менеджмента* в зависимости от степени успеха проводимой стратегии. В отличие от VBM для возникновения положительного эффекта синергии управляющее воздействие не касается *вопросов вознаграждения топ-менеджмента* как особой проблемы и самостоятельного блока концепции VBM.

Существуют и другие отличия.

О взаимосвязи концепций говорит тот факт, что «стратегия может предусматривать использование синергии между отдельными бизнес-единицами или подразделениями компании и воспользоваться ею» [77, с 10]. То есть *синергический эффект* может рассматриваться как *цель стратегии*, а синергия — как *инструмент* его достижения.

Анализ понятия «реструктуризация» по зарубежным источникам

В англоязычной среде представление о корпоративной реструктуризации делятся на два вида, отражающих два подхода, — реструктуризация как *сам процесс* и реструктуризация как *цель* этого процесса. Например, к первому подходу можно отнести определение Кембриджского словаря. Там реструктуризация — это *«процесс организации компании или системы в новом ключе для более эффективной работы»* [221]. Аналогично, определение, данное Боуманом и Сингхом, трактует это понятие как *«совокупность операций, целью которых является покупка или продажа активов для изменения структуры капитала, или трансформация внутренней организационной структуры компании»* [136, с 54; 171]. Мы также считаем, что не стоит смешивать реструктуризацию *как процесс* с его *целью*. Ко второму подходу можно отнести определение Каскио, связанное с даунсайзингом (англ. *downsizing* — уменьшение размера), в соответствии с которым реструктуризация — это *«запланированное уничтожение элементов или рабочих мест»* [202, с. 95-104].

Косвенно к корпоративной реструктуризации можно отнести понятие *«созидательного разрушения»*, введенное немецким ученым-социалистом Вернером Зомбартом [195]. Позднее это понятие более детально было рассмотрено и популяризировано в труде американского экономиста и социолога Йозефа Шумпетера «Капитализм, социализм и демократия» [199]. В широком смысле *созидательное разрушение* — это непрерывное изменение экономической структуры компании изнутри, — разрушение старой и одновременно создание новой.

Ряд современных авторов рассматривает *созидательное разрушение* как основную необходимую меру для поступательного развития компании. При этом, как правило, но не всегда, под «созидательным разрушением» понимается процесс перехода компании от старых технологий к новым, что невозможно без реструктуризации всего бизнеса. Например, С. Каплан и Р. Фостер писали, что крупные компании вместо плавных улучшений могут применить *резкую* реструктуризацию для успешной трансформации и сохранения конкурентоспособности [187]. Подобный вывод подтвердило исследование компании McKinsey, которая проанализировала более тысячи корпораций в 15 областях промышленности [224].

Ричард Л. Нолан и Дэвид К. Кросон (Harvard Business School) также опубликовали труд под названием «Созидательное разрушение: шестиступенчатый процесс трансформации организации», центральным постулатом которого был тезис об особой роли реструктуризации, проводимой *для сокращения расходов и освобождения недооцененных ресурсов*. Вырученные средства затем могут быть реинвестированы для создания *конкурентного преимущества* [188], а, следовательно, и увеличения стоимости компании.

Международным стандартом финансовой отчетности (IAS) — МФСО 37 «Оценочные обязательства, условные обязательства и условные активы» (введенным в действие на территории РФ) в разделе «Реструктуризация» приводятся примеры событий, которые «могут подпадать под определение реструктуризации:

- (a) продажа или прекращение какого-либо направления деятельности;
- (b) закрытие подразделений в какой-либо стране или регионе или перенос хозяйственной деятельности из одной страны или региона в другие;
- (c) изменения в структуре управления, например, отказ от одного из уровней управления; и
- (d) реорганизация, оказывающая существенное влияние на характер и направленность деятельности организации» [11].

Данная информация не дает четкого определения понятия «реструктуризация», более того, смешивает понятия *реструктуризации* и *реорганизации*, но интересна с точки зрения выделения некоторых направлений проведения реструктуризации на практике.

По итогам проведенного анализа известных определений понятия «реструктуризация» в отечественных и зарубежных исследованиях для целей данного исследования принимаем представление о *реструктуризации* как целенаправленном процессе внутреннего структурного изменения предприятия как системы (то есть относящемся к преобразованиям его элементов и связей), нацеленном на повышение эффективности его функционирования и рост акционерного капитала.

Далее необходимо рассмотреть понятия, схожие с понятием *реструктуризация*, такие как «реформирование», «реинжиниринг» и «реорганизация», используемые часто неправомерно как его синонимы.

Понятия «реформирование», «реинжиниринг» и «реорганизация»

Обратимся к такому схожему с реструктуризацией понятию как *«реформирование»*. Большинство авторов считают реформирование более общим понятием, чем реструктуризация. Среди них — Грязнова А.Г [35], Одинцов М.В., Ежкин Л.В., Аистова М.Д. [85, с. 39]. Однако, по мнению Мазура В.И. и Шапиро В.Д. [81], напротив, реформирование является частным случаем реструктуризации. Однако и то, и другое, на наш взгляд, является некорректным. Действительно, в отличие от реструктуризации *объектом реформирования* (в соответствии со

значением корня этого слова) является *форма* (лат. *forma* — «внешний вид»), а не структура (лат. *structura* — «строение»). Соответственно *реформирование* подразумевает любое целенаправленное *воздействие* на объект (предприятие), вызывающее некоторое изменение его формы (как *внешнего* свойства). Таким образом, все вышесказанное позволяет сделать вывод, что реструктуризация и реформирование не являются тождественными понятиями. Не стоит их ставить и в отношении соподчиненности одного другому¹⁹. Одно связано с преобразованием *формы* предприятия (*внешней* его организации), а другое — *структуры* предприятия (*внутреннего* его свойства как системы).

Однако в отношении реформирования следует отметить, что речь может идти о различных формах. В анализе деятельности предприятия и его стоимостной оценке принято выделять *организационно-правовую его форму (ОПФ)* (см. ГК РФ) и *организационно-экономическую форму (ОЭФ)*, то есть рассматривать просто организацию предприятия уже недостаточно.

Поскольку *реформирование* как изменение формы (ОПФ или ОЭФ) в большей части связано с наличием *нескольких* объектов, мы исключим его из рассмотрения в текущем контексте, где изучаются процессы реструктуризации на одном предприятии для изучения *эффекта синергии реструктуризации*. Но мы вернемся к нему в п. 2.2, где рассмотрим *синергию объединения* и где речь пойдет о преобразовании *двух* (или *нескольких*) предприятий, нацеленном на возникновение эффекта *синергии объединения*. Там же мы проведем сравнение этих двух форм — ОПФ и ОЭФ предприятия.

Таким образом, когда речь идет о *реструктуризации* предприятия как системы, понятие «реформирование» в рамках данного параграфа нами не используется.

Еще одно понятие, которое, на наш взгляд, следует рассмотреть в изучаемом контексте, является *реинжиниринг*. В нашем случае «реинжиниринг»

¹⁹ Что не противоречит закону диалектики о том, что *форма определяет содержание, а содержание влияет на форму*.

используется в значении *комплексного изменения бизнес-процессов*. Обратимся к первоисточнику, в котором отражено возникновение этого понятия. Его ввели в научный оборот Дж. Чампи и М. Хамера и определили как «фундаментальное переосмысление и радикальное перепроектирование бизнес-процессов для достижения существенных улучшений в таких ключевых для современного бизнеса показателях результативности, как затраты, качество, уровень обслуживания и оперативность» [99]. Так же, как и в рассмотренных выше понятиях, *реинжиниринг* понимается нами как *процесс*, а не какое-либо *устойчивое состояние системы*. Более того, реинжиниринг тесно связан с концепцией *управления бизнес-процессами* (англ. — *business process management* — BPM) и предполагает достижение следующих *целей*:

- сокращение времени выполнения процессов,
- повышение качества производимой продукции,
- управление на основе конкретных сформированных показателей,
- возможность достижения организационной гибкости.

Все эти цели являются вспомогательными для стратегических *целей реструктуризации*, сформулированных выше.



Рис. 2.1 — Соотношение ключевых понятий и концепций

Источник: составлено автором.

При этом реинжиниринг и реструктуризация связаны между собой следующим образом: реструктуризация может вести к изменениям бизнес-процессов, а реинжиниринг — к структурным преобразованиям предприятия. Поэтому *реинжиниринг* можно рассматривать как широкий *набор инструментария* для проведения процесса *реструктуризации* (см. рис. 2.1).

Действительно, в настоящее время в корпоративном менеджменте происходит настоящий всплеск в отношении создания управленческих концепций. Среди них встречаются:

- общее управление качеством — TQM (англ. — *total quality management*),
 - бенчмаркинг (англ. — *benchmarking*),
 - аутсорсинг (англ. — *outsourcing*),
 - даунсайзинг/райтсайзинг (англ. — *downsizing/rightsizing*),
 - менеджмент знаний — КМ (англ. — *knowledge management*),
 - менеджмент отношений с клиентом — CRM (англ. — *customer relationship management*),
 - планирование корпоративных ресурсов — ERP (англ. — *enterprise resource planning*),
 - управление через неформальное общение — MBWA (англ. — *management by wandering around*),
 - распределение функции качества — QFD (англ. - *quality function deployment*)
- и др.

Отметим, что из-за бурного внедрения цифровых технологий в корпоративный менеджмент этот список может оказаться не полным. При этом, если MBWA является лишь внутренним процессом управления предприятием в рамках реинжиниринга, то аутсорсинг предполагает передачу бизнес-процесса на внешний уровень.

Большинство концепций из перечисленных выше являются лишь производными от реинжиниринга и используются для достижения максимального эффекта в деятельности предприятия. Отдельно стоит выделить *даунсайзинг* (упомянутый нами выше). Он предусматривает *изменение размера* (т.е. внутренней

структуры), которое может выражаться в уменьшении управленческих уровней, служб, бюрократических и регламентных процедур, что, как следствие, ведет к изменению бизнес-процессов, проводимых в рамках реструктуризации.

Таким образом, обозначим реинжиниринг как целенаправленное изменение бизнес-процессов в рамках проводимой реструктуризации для достижения максимального эффекта производственно-хозяйственной и финансово-экономической деятельности предприятия.

Понятие **«реорганизация»** представляет собой частный случай *реформирования*, а именно, *связан с изменением* или организационно-экономической *формы* (ОЭФ) ведения бизнеса предприятием, или его организационно-*правовой формы* (ОПФ) как юридического лица (см. подробнее в п. 2.2). Однако этот термин чаще всего применяется в *правовой* литературе. Так, трактовка понятия **«реорганизация»** закреплена в нормативно-правовых актах РФ:

- Гражданском кодексе РФ [1]²⁰,
- ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» [2],
- ФЗ «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ [3]
- и частично в ФЗ «О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей»²¹.

По итогам обсуждения дадим сравнительную характеристику определений изучаемых понятий (табл. 2.2).

²⁰ ГК РФ лишь указывает, что *реорганизация* юридического лица может быть осуществлена по решению его учредителей (участников) либо органа юридического лица, уполномоченного на то учредительными документами (Ст. 57 ГК РФ ч.1. Реорганизация юридического лица) [1].

²¹ Кроме того, все сделки *слияния и присоединения*, о которых речь пойдет далее, заключаются в соответствии со следующими нормативно-правовыми актами:

- Федеральный закон № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» [7];
- Федеральный закон № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» [9];
- Федеральный закон № 135-ФЗ "О защите конкуренции" [8], а также нормативно-правовые акты ФАС (федеральной антимонопольной службы).

Таблица 2.2 — Определения ключевых понятий: «реструктуризация», «реформирование», «реорганизация», «реинжиниринг»

Понятие	Объект изменения	Определение
Реструктуризация	<i>Структура</i> предприятия как его <i>внутреннее</i> свойство	Целенаправленный системный процесс структурного (внутреннего) изменения предприятия как системы
Реформирование	<i>Форма</i> как <i>внешнее</i> свойство предприятия	Целенаправленное внешнее или внутреннее воздействие на предприятие, вызывающее изменение его внешних свойств (формы)
Реорганизация	Организационно-экономическая форма (ОЭФ) ведения бизнеса предприятием; Организационно-правовая форма (ОПФ) предприятия как юридического лица	Целенаправленное проведение мероприятий для изменения <i>организационно-экономической формы (ОЭФ)</i> предприятий путем слияния, присоединения, разделения, выделения , или для изменения <i>организационно-правовой формы (ОПФ)</i> предприятия как юридического лица путем преобразования (см. п. 2.2).
Реинжиниринг	Бизнес-процессы предприятия	Целенаправленное изменение бизнес процессов для достижения максимального эффекта производственно-хозяйственной и финансово-экономической деятельности предприятия

Источник: составлено автором.

Классификация видов реструктуризации

После того как мы выделили различия и определили ключевые понятия — «реструктуризация», «реформирование», «реорганизация», «реинжиниринг», тем самым устранив их смешение, продолжим изучение понятия «реструктуризация» и обратимся к классификации ее видов. Сознательно исключим виды реструктуризации по классификационному критерию — *объект* реструктуризации, т.к. в данном исследовании мы рассматриваем *только* реструктуризацию *единственного предприятия*, не рассматривая реструктуризацию регионов, отраслей и экономики в целом. Классификация видов реструктуризации предприятия представлена в табл. 2.3.

Отметим, что в некоторых работах встречаются попытки классификации видов реструктуризации со значительно большим количеством классификационных критериев [53, с. 4-5]. При этом часто авторы не уделяют внимания анализу *независимости* критериев. Например, такие критерии как *срок*

проведения реструктуризации (долгосрочная, среднесрочная, краткосрочная) и временной период (текущая, перспективная) имеют прямую взаимосвязь, что не позволяет одновременно включать их в классификацию.

Таблица 2.3 — Классификация видов реструктуризации предприятия

Классификационный критерий	Вид реструктуризации
Цель проведения	Оперативная
	Тактическая
	Стратегическая
Направление	Реинжиниринг
	Даунсайзинг/райтсайзинг и др.
Темп проведения	Последовательная
	Скачкообразная
Срок проведения	Долгосрочная
	Среднесрочная
	Краткосрочная
Функциональное направление	Производственная (вкл. материально-техническую)
	Управленческая (вкл. организационную)
	Кадровая
	Финансовая
	Маркетинговая
	Многосвязная
Глубина охвата реструктуризации	Многоэлементная, многосвязная
	Комплексная
Модель проведения	Эволюционная
	Революционная

Источник: составлено автором.

Содержание и этапы *процессов* реструктуризации

Перейдем к анализу *процессов реструктуризации*, важному для выделения тех *мероприятий*, которые способны породить синергический эффект.

Специалистами McKinsey (Коуплендом, Коллером и Мурриным) еще в 1990-ом году была разработана схема *структурной перестройки* или «Пентагон» формирования добавленной стоимости (рис. 2.2) для целей оценки потенциальной

выгоды от реструктуризации. В более позднем труде этих же авторов [73] в пентагон был добавлен новый элемент — «Стоимость с ростом, внутренними улучшениями и реализованными активами». Этим Коупленд, Коллер и Муррин хотели показать необходимость учета *факторов развития* организации после процедуры реструктуризации, т.е. вводится ориентир на *долгосрочный* рост стоимости предприятия. В результате был представлен «Гексагон²² реструктуризации»²³ (рис. 2.3).



Рис. 2.2 — Схема структурной перестройки («Пентагон» McKinsey) [73, с. 31]

Ключевой элемент понимания McKinsey сути реструктуризации — ее ориентация на рост стоимости. На *первом* этапе определяется *текущая рыночная* стоимость предприятия (*дата оценки* фиксируется как начало процесса реструктуризации). Она служит отправной точкой для дальнейших действий и является также начальным показателем для сравнения с результатами проведения

²² Заметим, что в описании гексагона имеют место неточности перевода. В частности, «disposals» в элементах 4 и 5 (рис. 2.3) переведено как «реализованные активы», но в корпоративном менеджменте *disposals* означает *реализацию, ликвидацию* или *избавление* не только от активов или пассивов, но и от структурных единиц предприятия.

²³ При этом под *реструктуризацией* авторами понимается изменение состава элементов, их функций, связей между ними при сохранении основных свойств объекта, чем демонстрируется *системный* подход при конструировании данной модели.

последующей процедуры реструктуризации. Здесь может использоваться стандартная процедура оценки бизнеса с привлечением независимых оценочных компаний.

Далее, на *втором* этапе, производится стоимостная оценка бизнеса (стоимость «как она есть») путем оценки стоимости каждого подразделения в структуре предприятия с помощью Доходного подхода *методом дисконтирования денежных потоков (МДДП)*. Полученная величина стоимости предприятия сравнивается, по возможности, с показателями стоимости компаний-аналогов на фондовом рынке.



Рис. 2.3 — «Гексагон» реструктуризации [73]

На *третьем* этапе требуется выявить *ключевые факторы* каждого подразделения, влияющие на стоимость предприятия в целом. На данном этапе предприятие как систему следует разбить на бизнес-подсистемы, т.е. рассмотреть его не только с точки зрения совокупности активов и пассивов, а также с точки зрения протекающих внутри организации *бизнес-процессов*. Это укажет на возможность или невозможность повышения эффективности бизнес-системы

путем сокращения издержек и как следствие увеличения чистого денежного потока (*Cash-Flow — CF*). В рамках данных действий возможно широкое применение управленческих концепций *реинжиниринга* и *бережливого производства*.

После выявления активов, бизнес-процессов и подразделений, *отрицательно* влияющих на эффективность функционирования (а значит, и стоимость) предприятия, необходимо предпринять меры по исключению их из структуры компании. Это соответствует *четвертому* этапу реализации «Гексагона реструктуризации».

В рамках *пятой* ячейки «Гексагона» учитываются *перспективы роста* предприятия. Фактически она включена лишь для напоминания менеджменту о стратегических целях реструктуризации и долгосрочном горизонте планирования.

На *шестом* этапе предполагается использование *финансового реинжиниринга*, т.е. пересматриваются процессы движения денежных средств и общие моменты финансирования. Целью этого является снижение налогооблагаемой базы и получение стабильных денежных потоков. По мнению авторов схемы, нет необходимости держать большой финансовый резерв и использовать лишь собственные источники финансирования. С точки зрения стоимостного прироста в этой модели возможно привлечение внешнего финансирования для снижения налога на прибыль.

Данные модели реструктуризации рассматриваются их авторами в рамках такого направления стратегического менеджмента, как управление, ориентированное на стоимость, — *Value Based Management (VBM)*. Отметим, что при применении процедур «гексагона» реструктуризации McKinsey *стоимостной прирост* (так же, как и положительный СЭ) может формироваться по результатам проведения ряда предусмотренных мероприятий, составляющих *стратегию*, за счет *увеличения дохода* и *сокращения затрат*. Однако, схема «гексагона» (в отличие от рассматриваемых нами *инструментов создания синергии реструктуризации*) предполагает использование *более широкого набора инструментов*, включающего продажу убыточных подразделений или

неэффективных активов, а также *использование внешних источников финансирования*, тогда как мы исключаем эти возможности из рассмотрения, поскольку нас интересует формирование СЭ *синергии реструктуризации*. При этом при реализации концепции синергии ничто не мешает менеджменту конкретного предприятия *предварительно* избавиться от неэффективных подразделений и активов, чтобы перейти к мероприятиям реструктуризации, определенной нами выше.

Возможность и *целесообразность* проведения реструктуризации определяется наличием некоего *«стоимостного разрыва»*, который рассчитывается как *разность* между «общей потенциальной стоимостью» компании» и ее изначальной стоимостью «как есть» (по терминологии McKinsey). Если выясняется, что между *текущей* стоимостью («как есть»), которую имеет компания *на дату оценки*, и «*потенциальной*» стоимостью, которая достижима при осуществлении стратегии реструктуризации, существует *стоимостный разрыв*, то это уже означает *целесообразность* проведения *реструктуризации*.

Таким образом, по McKinsey *управление стоимостью* компании *при реструктуризации* сводится к тому, чтобы выделить ту часть активов, которая необходима для осуществления планируемой деятельности, а высвободившиеся ресурсы обратить в денежный поток. Для этого необходимо:

- проанализировать эффективность всех производственных бизнес-единиц и принадлежащих им активов существенного размера;
- оценить стоимость отдельных подразделений рассматриваемой компании;
- определить рыночную стоимость тех ресурсов, от которых *предварительно* можно было бы избавиться, что позволит улучшить характеристику денежных потоков от производственной деятельности.

Другого подхода придерживаются Тантало К. и Прием Р. [198]. В своей работе «Создание стоимости через синергию акционеров» (схожей с работой Феретта Б. и Горга Х. [142, 147]) эти авторы разделяют компанию на структурные «элементы» — «драйверы» стоимости (такие как инвестиционный горизонт, заработная плата, долгосрочные отношения и т.д.). Эти «драйверы», в свою

очередь, подразделяются на «виды влияния» на стоимость [выделенные по субъектам — *авт.*]: акционеры, клиенты, сотрудники, поставщики, общество (табл. 2.4). Серым цветом выделены «осязаемые» [? — *авт.*] «драйверы», без выделения — «неосязаемые» [? — *авт.*], определения которых отсутствуют.

Таблица 2.4 — Примеры «драйверов» стоимости [198]

Акционеры	Дивиденды	Бизнес риск	Инвестиционный горизонт	Корпоративная социальная ответственность
Клиенты	Получаемый доход	Цена производимых товаров	Время для производства товаров	Качество продукции
Сотрудники	Заработная плата	Корпоративная социальная ответственность	Атмосфера в рабочем коллективе	Баланс жизнь-работа
Поставщики	Система управления заказами	Долгосрочные отношения	Цены на закупаемые товары	Репутация компании
Общество	Количество создаваемых компанией рабочих мест	Уплачиваемые налоги	Создание инфраструктуры, развитие кластеров	Влияние на экологию

Для оценки созданной (добавочной) стоимости авторы приводят следующую общую формулу:

$$VC(total) = Ush + Usu + Ucu + Uem + Ucm, \quad (2.1)$$

где VC — создание стоимости в рамках компании (value creation);

Ush — драйверы стоимости по виду «акционеры»;

Usu — драйверы стоимости по виду «клиенты»;

Ucu — драйверы стоимости по виду «сотрудники»;

Uem — драйверы стоимости по виду «поставщики»;

Ucm — драйверы стоимости по виду «общество».

Авторы утверждают, что путем взаимодействия нескольких элементов матрицы (табл. 2.4) возможно получение ПСЭ в рамках конкретной компании.

Несмотря на схожесть наших идей — получение положительного синергического эффекта (ПСЭ) через изменение элементов системы, — существующий подход имеет ряд существенных недостатков:

- Виды «влияния на стоимость» не дают конкретного представления о возможностях стоимостного изменения;
- Деление драйверов на «осязаемые» и «неосязаемые» не мотивировано и просто некорректно. Непонятно, например, почему «корпоративная социальная ответственность» или «инвестиционный горизонт» отнесены к «осязаемым» «драйверам», а «получаемый доход» и «бизнес-риски» — к «неосязаемым»;
- Вид влияния «общество» имеет лишь косвенное отношение к созданию акционерной стоимости компании;
- Часть так называемых «драйверов» также ни прямо, ни косвенно не может влиять на рост стоимости компании — «заработная плата», «влияние на экологию» и т.д.;
- Деление на количественные и не количественные показатели драйверов имеет смысл, но произведено некорректно — «бизнес-риск» и «получаемый доход» возможно выразить в единицах измерения; а «долгосрочные отношения», «корпоративная социальная ответственность» и др. — абстрактные понятия.

В результате выявленных недостатков (отсутствие системности, конструктивности, некорректность терминологии и нарушения логики) предложенный подход, по нашему мнению, не может применяться в рамках системной стоимостной оценки ПСЭ.

Авторские представления о формировании СЭ синергии реструктуризации

Важно отметить, что *реструктуризация* бизнеса представляет собой *процесс*, т.е. устойчивую и целенаправленную совокупность взаимосвязанных действий (ряда мероприятий), поэтому положительный синергический эффект (ПСЭ) должен рассматриваться как *результат* этого процесса, нацеленного на увеличение стоимости компании. Это соответствует полученным ранее автором выводам к главе I.

На наш взгляд, разработку методики стоимостной оценки СЭ синергии реструктуризации бизнеса следует осуществлять *по видам деятельности* внутри предприятия с учетом видов активов, вовлекаемых в процесс реструктуризации.

Достаточно очевидно, что признаки выделения *видов синергии по сферам (видам) деятельности* предприятия *независимы*. Это означает, что их синергические эффекты будут складываться. С другой стороны, для каждого вида синергии по сферам деятельности предприятия работают более низкие по иерархии виды синергии *по видам активов*, которые также *независимы* между собой. Таким образом, в рамках каждого из видов синергии по признаку *сфера функционирования* предприятия может проявляться синергический эффект от объединения различных активов (по признаку *объединения активов*). Например, при анализе операционной синергии, в рамках СЭ, проявившегося в результате *проведения ряда конкретных мероприятий*, представленных в табл. 2.5, возможно получение СЭ от *объединения каких-либо ресурсов*, материальных и/или нематериальных, таких как производственные линии или отдельные единицы оборудования (материальные активы), ноу-хау или лицензии (нематериальные активы).

Обозначим СЭ первичных видов синергии (*по видам объединяемых ресурсов*) через (x_1, x_2, x_3) . В свою очередь, СЭ видов синергии *по видам деятельности предприятия* всего 5 (*управленческая, операционная, финансовая, инвестиционная и сбытовая синергии*). Обозначим их $(y_1, y_2, y_3, y_4, y_5)$. В результате получим матрицу R (табл. 2.4) всех общих СЭ, которые в сумме дадут искомый **совокупный СЭ синергии реструктуризации (ССЭР)**.

Таблица 2.4 — Матрица R для построения цепочек формирования совокупного СЭ синергии реструктуризации (ССЭР)

	y_1	y_2	y_3	y_4	y_5
x_1	x_1y_1	x_1y_2	x_1y_3	x_1y_4	x_1y_5
x_2	x_2y_1	x_2y_2	x_2y_3	x_2y_4	x_2y_5
x_3	x_3y_1	x_3y_2	x_3y_3	x_3y_4	x_3y_5

Тогда суммарный эффект синергии реструктуризации (ССЭР) выразится формулой:

$$CCЭP = \sum_{i=1}^3 \sum_{j=1}^5 (CЭ)_{x_i y_j} \quad (2.2)$$

Остается задача стоимостной оценки *частных* синергических эффектов, возникающих по компонентам, составляющим матрицу R.

Концептуальный подход к оценке частных синергических эффектов

Ранее в главе I нами был получен *универсальный* алгоритм для анализа процесса создания *положительного СЭ* для всех выделенных нами видов и типов синергии в виде *цепочки формирования положительного синергического эффекта (ПСЭ)*. Следовательно, мы можем построить стоимостную оценку ПСЭ на основе анализа цепочек $(x_i; y_j)$ создания ПСЭ для каждого вида *синергии реструктуризации*. Другими словами, возможно рассчитать производный от мероприятий, проводимых в рамках конкретного вида синергии, *денежный поток*, суммарно отражающий эффекты, образуемые по *всем элементам матрицы R*. Тогда схема создания *совокупного эффекта синергии реструктуризации (ССЭP)* будет иметь вид, представленный на рис. 2.4.

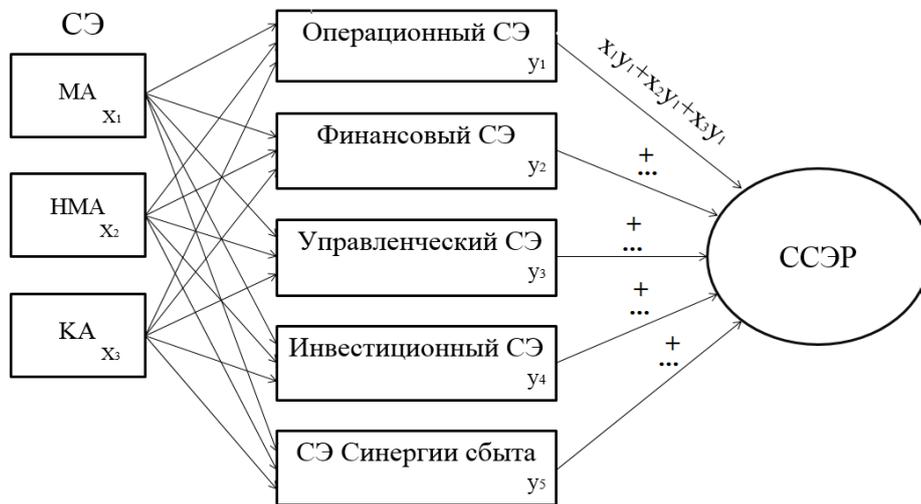


Рис. 2.4 — Схема создания совокупного эффекта синергии реструктуризации (ССЭP)

Источник: составлено автором.

Далее необходимо адаптировать цепочки формирования положительного синергического эффекта конкретно для *каждого* вида синергии реструктуризации (табл. 2.5). Например, в рамках финансовой синергии реструктуризации в качестве «мероприятия» отметим *оптимизацию налогового учета*. В результате повысится качество финансовой отчетности, увеличится денежный поток. Положительный синергический эффект проявится как уменьшение налоговых выплат.

Таблица 2.5 — Цепочка создания положительного эффекта *синергии реструктуризации*

Мероприятия, проводимые в рамках определенного вида синергии реструктуризации	Ожидаемый результат	Проявление ПСЭ
1. Операционная синергия		
<ul style="list-style-type: none"> - выпуск нового продукта/услуги; - усовершенствование производственных процессов и технологий. 	<ul style="list-style-type: none"> - расширение ассортимента продукции; - направление высвободившегося персонала, основных фондов и денежных средств на внутреннее развитие. 	<ul style="list-style-type: none"> - снижение себестоимости продукции; - снижения процента постоянных расходов в общем объеме операционных расходов; -увеличение доходов связано с ростом продаж товаров или услуг реструктурированной компанией.
2. Финансовая синергия		
<ul style="list-style-type: none"> - оптимизация налогового учета (для компаний СНГ); выработка налоговой политики (для западных компаний); - оптимизация расчетно-кассового обслуживания. 	<ul style="list-style-type: none"> - «стабильность» денежного потока; - реализация капитальных и инвестиционных проектов без внешнего финансирования; - улучшение качества работы с финансовыми активами; - повышение качества финансовой отчетности. 	<ul style="list-style-type: none"> - уменьшение налогооблагаемой базы и, как следствие, снижения выплат по налогам (особенно налога на прибыль); - снижение стоимости капитала; - снижение ставки дисконтирования; - доход от размещения свободных денежных средств.

3. Инвестиционная синергия		
- предоставление информации о реструктуризации рейтинговым агентствам и инвесторам.	- повышение кредитных (и инвестиционных) рейтингов компании; - возможность выгодной реструктуризации кредитного портфеля; - сбалансирование денежных потоков инвестирования в акции компании; - увеличение чистого оборотного капитала при его недостатке	- снижение ставок на привлечение внешнего финансирования; - снижение риска инвестирования в акции компании; - повышение нормы доходности.
4. Управленческая синергия		
- внедрения мероприятий по повышению эффективности управления; - перестройка организационной структуры управления предприятием	- повышение качества управления; - увеличение оперативности принятия управленческих решений; - перенос компетенций; - повышение качества работы персонала; - ликвидация дублирующих и создание единых централизованных подразделений; - повышение безопасности компании от внешних агрессивных действий.	- сокращение расходов компании от увеличения качества и оперативности управления; - сокращение выплат по штрафам и пеням; - повышение стоимости человеческого капитала организации.
5. Сбытовая синергия		
- объединение числа точек/пунктов продаж; - предоставление новых дополнительных услуг потребителям.	- повышение скорости обработки заказов; - повышение скорости доставки продукции; - расширение перечня товаров и услуг; - рост потребления товаров и/или услуг.	- сокращение прямых и косвенных затрат по сбыту продукции; - увеличение дохода от реализации бóльшего объема товаров и/или услуг.

Источник: разработка автора.

Конечно, стоимостная оценка ССЭР была бы не полной без учета *общих затрат на проведение реструктуризации* предприятия, о которых пойдет речь в п. 3.1. Таким образом, в данном параграфе мы получили универсальную схему

формирования *чистого* положительного эффекта *синергии реструктуризации* как для СЭ конкретных *видов* синергии, так и для *совокупного* синергического эффекта синергии реструктуризации — ССЭР. Примеры применения представленной здесь схемы и стоимостная оценка эффекта синергии реструктуризации рассмотрены в п. 3.1.

2.2. Схема формирования эффекта синергии объединения двух компаний (в случае сделок слияния и поглощения)

В данном параграфе исследуется второй *тип* синергии (см. рис. 1.2) – *синергии объединения* (M&A), а также процесс формирования синергического эффекта в результате проведения сделок M&A. Таким образом, здесь требует рассмотрения вопрос о том, что есть «реорганизация», к которой по ГК РФ относятся сделки M&A, который был изъят нами из рассмотрения в п. 2.1²⁴.

Понятие «реорганизация» как частный случай реформирования.

Все виды ОПФ (виды корпораций) определены в ФЗ-99 "О внесении изменений в главу 4 части первой Гражданского кодекса Российской Федерации и о признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации" от 05.05.2014 [6].

Поскольку речь идет о *бизнесах*, реализуемых компаниями, то, по определению бизнеса, нас интересуют юридические лица (ЮЛ), являющиеся *коммерческими организациями*.

Согласно ГК РФ, способами *реорганизации* предприятия являются *слияние, присоединение, разделение, выделение и преобразование*²⁵.

²⁴ Очевидно, что в процесс *реорганизации* вовлекаются два предприятия, что не соответствует ситуации реструктуризации, когда цель (повышение эффективности и рост стоимости компании) достигается работой менеджмента с внутренними ресурсами одного предприятия и его процессами. Именно по этой причине анализ понятия «реорганизация» перенесен нами из параграфа 2.1 в параграф 2.2.

²⁵ По мнению некоторых авторов [25, с. 98], к реорганизации относится и *ликвидация* общества, но в федеральных законах *ликвидация*, т.е. прекращение функционирования общества без

В общем виде *способы реорганизации* компаний с учетом стратегических целей развития их бизнеса представлены на рис. 2.5. Более детально способы реорганизации компаний представлены в Приложении А.

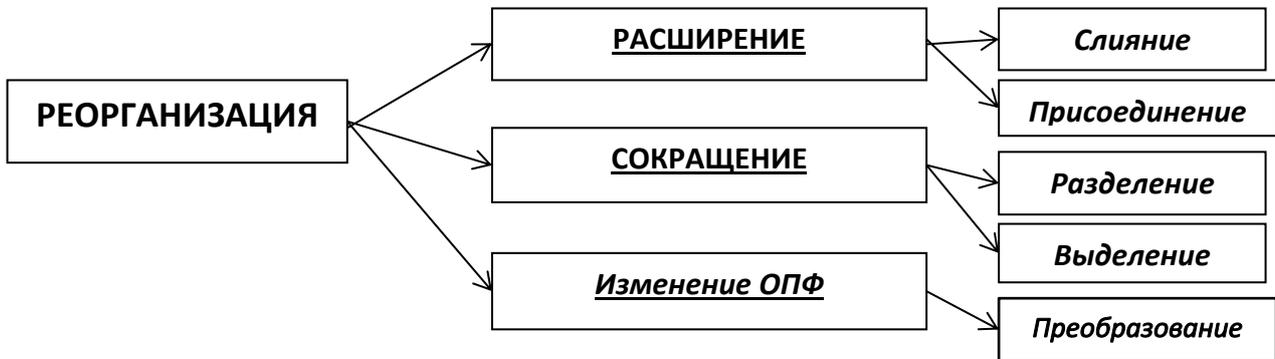


Рис. 2.5 – Способы реорганизации бизнеса

Источник: подготовлено автором.

Среди видов *реорганизации* следует, прежде всего, рассмотреть *преобразование*, — по определению означающее изменение *организационно-правовой формы (ОПФ)* предприятия как юридического лица.

Смена одной ОПФ предприятия на другую (например, переход к ООО, производственному кооперативу, некоммерческому партнерству и др.) в ряде случаев действительно приводит к появлению *эффекта* увеличения стоимости компании (например, за счет изменения налогооблагаемой базы по законодательству), а при выходе компании в форме НАО на IPO обычно резко повышается ее капитализация. А публичная компания может быть преобразована в частную путем изменения структуры собственности через *выкуп собственных акций*.

Для этого используется большое количество различных инструментов. Так, при *преобразовании* общества в *производственный кооператив* или *ООО* к новому юридическому лицу переходят все права и обязанности реорганизованного общества в соответствии с передаточным актом. Однако учет возникающего

перехода прав и обязанностей в порядке правопреемства к другим лицам, рассматривается отдельно.

эффекта не составляет особых проблем (и расчет производится по данным бухгалтерии и фондового рынка), в отличие от случаев изменения ОЭФ ведения бизнеса.

К тому же, при преобразовании речь идет о мероприятиях, проводимых *одним* субъектом хозяйствования, что не соответствует исследуемому типу **синергии объединения**, связанному (по данному нами определению в главе 1) с двумя и более компаниями. Поэтому мы исключаем из дальнейшего рассмотрения этот вид реорганизации.

Остальные четыре *вида реорганизации* следует связывать с изменением компанией ее ОЭФ. То есть далее мы намерены рассматривать **реорганизацию** как *изменение организационно-экономической формы (ОЭФ) ведения бизнеса*.

Организационно-экономические формы (ОЭФ) ведения бизнеса

Понятие ОЭФ (в отличие от ОПФ) введено в монографии Т.Г. Касьяненко [57]. В ней к простейшим ОЭФ ведения бизнеса относятся понятия *предприятие* и *фирма*. Понятие «фирма», не определяемое в ГК РФ, в оценке бизнеса рассматривается как более высокая форма его организации, отличающаяся от предприятия *количеством и качеством имеющихся НМА*, в состав которых обязательно входит *фирменное наименование*. При этом *фирма* может быть расположена на нескольких площадках (в пределах города или даже региона), то есть включать в себя несколько обособленных хозяйственных единиц (предприятий). Это и более общее понятие, чем предприятие²⁶.

Таким образом, базовые представления в отношении ОЭФ таковы [64]:

1) **Бизнес** — это конкретная (не противоречащая закону) хозяйственная деятельность, нацеленная на получение *прибыли* и осуществляемая в рамках определенной *организационно-экономической формы (ОЭФ)*. Любой бизнес имеет

²⁶ Электронный финансовый словарь дает более скромное и менее полное (а значит, не лучшее) определение понятия «фирма», — это организация, владеющая и управляющая одним или несколькими предприятиями [220].

свою *ОЭФ* в виде *предприятия* или *фирмы*, причем *ОЭФ* не следует путать с *организационно-правовой формой* предприятия - *ОПФ*;

2) *Предприятие* как простейшая *ОЭФ* ведения бизнеса, пытаясь выделиться из среды себе подобных, закрепить свои специфические особенности и занять свою собственную рыночную нишу создает и регистрирует свои отличия в виде фирменного названия и иных атрибутов [57, с. 12];

3) *Фирма* — это в некотором роде *более высокая форма ведения бизнеса*, допускающая объединение *нескольких предприятий* под одним и тем же фирменным наименованием, расположенных, возможно, в разных местах города и даже в разных регионах.

Однако современная экономика знает и более сложные *экономические формы организации* бизнеса, такие как холдинг, ТНК, трест, концерн, синдикат и др., а также более поздние — кластер и *NetWork объединения*, характерные для постиндустриального уклада и информационной экономики. Количество участников в них не ограничено, ввиду чего такое *реформирование* рассматривается нами в п. 2.3, посвященном изучению *синергии интеграции*.

Трактовка понятий *слияние и поглощение* в России и за рубежом

В контексте данного исследования, связанного с изучением синергии и ее эффекта, а значит, с *идеей расширения бизнеса* (рис. 2.7), два вида реорганизации (с изменением *ОЭФ*) для нас не могут представлять интерес, а именно — *разделение и выделение*²⁷.

²⁷ *Разделением* акционерного общества признается *прекращение деятельности общества* с передачей *всех* его прав и обязанностей вновь создаваемым обществам: $A = B + C$. При разделении общества его права и обязанности переходят к двум или нескольким *вновь создаваемым* обществам в соответствии с *разделительным балансом*.

Выделением общества признается создание одного или нескольких обществ с передачей им *части* прав и обязанностей реорганизуемого общества *без прекращения существования последнего*: $A = A^* + B + C$. Совет директоров реорганизуемого *в форме выделения* общества выносит на решение общего собрания акционеров вопрос о реорганизации общества в форме выделения, порядке и об условиях осуществления выделения, о создании нового общества, возможности *конвертации акций общества* в акции и (или) иные ценные бумаги выделяемого общества и порядке такой конвертации, а также об утверждении *разделительного баланса*.

Поэтому мы исключаем их из дальнейшего исследования, концентрируя внимание на *слияниях и присоединениях* компаний, отражающих идею расширения бизнеса (рис. 2.6).

Однако в западных источниках эти два *вида реорганизации* носят несколько иные названия: *слияние и поглощение* соответственно (от англ. *Mergers and Acquisitions — M&A*), имеющие существенные отличия от понятий, введенных в ГК РФ и ФЗ-208 «Об акционерных обществах».

В российском законодательстве и в зарубежной теории и практике *толкование* понятия «слияние» компаний также различаются. Проведем анализ этих различий (таблица 2.6).

Таблица 2.6 — Различия в трактовке понятий сферы M&A в России и за рубежом

Российское законодательство	За рубежом
<p><i>Слияние</i> — реорганизация юридических лиц, при которой права и обязанности каждого из них переходят ко вновь возникшему юридическому лицу в соответствии с передаточным актом. Прежние фирмы прекращают свое самостоятельное существование. Так, при слиянии компаний А, В и С, в результате появляется новая компания D, а все остальные ликвидируются: $A + B + C = D$.</p>	<p>Согласно классическому подходу, который основан на праве США [191; 194] и Англии [160, с. 110-111], под <i>слиянием</i> понимается любое объединение хозяйствующих субъектов, в результате которого образуется единая экономическая единица из двух или более ранее существовавших структур. Это такое объединение нескольких фирм, в результате которого одна из них выживает, а остальные прекращают свое существование: $A + B + C = A^*$.</p>
-	<p><i>Консолидация</i> (<i>consolidation</i>) соответствует российскому определению понятия <i>слияние</i>, т.е. результатом взаимодействия двух (или более) коммерческих организаций является образование новой коммерческой организации с прекращением существования прежних [196, с. 433].</p>
<p><i>Присоединение</i> подразумевает прекращение деятельности одного или нескольких юридических лиц с передачей всех их прав и обязанностей обществу А, к которому они присоединяются. Объединенная компания становится А*. Аналог зарубежной формы — <i>слияние</i>.</p>	<p>Понятие отсутствует.</p>

<p>Термин «<i>поглощение</i>» не входит в перечень способов реорганизации согласно ГК РФ²⁸</p>	<p><i>Поглощением</i> является приобретение поглощаемой компанией права владения акциями и активами <i>компании-цели</i>²⁹. При <i>поглощении</i> контроль за объединенной компанией останется у акционеров <i>одной</i> стороны: $A + B = A_v$. При этом западный менеджмент обычно <i>поглощениями</i> обозначает все сделки слияний, проводимые <i>вопреки воли_менеджмента</i> одной из компаний (компании-цели) [166, с. 42].</p>
---	--

Таким образом, определения видов *реорганизации* в российском законодательстве построены на акцентировании *результата* взаимодействия субъектов *в целом*, а именно, — *что* получится в результате объединения, тогда как в западном праве ключевым моментом является результат объединения *конкретно* для участвующих субъектов.

Дальнейшее исследование следует предварить анализом глобального рынка сделок M&A за период 2000-2020 гг., который размещен в Приложении Д.

Классификация видов сделок M&A

Заметим, что *за рубежом* даже сами английские аналоги рассматриваемых понятий «слияния» и «поглощения» имеют неоднозначный смысл, при том, что они

²⁸ Термин *поглощение* в законодательстве РФ согласно Указу Президента РФ от 16.11.1992 № 1392 «О мерах по реализации промышленной политики при приватизации государственных предприятий» трактуется следующим образом: «*Поглощением* одного предприятия другим признается приобретение последним контрольного пакета акций первого. При этом поглощающее предприятие признается *холдинговой компанией* (если это не имело места ранее), а поглощаемое - ее *дочерним предприятием*». При анализе данного подзаконного акта заметим, что определение поглощения дано в рамках Приложения № 1 «Временное положение о холдинговых компаниях, создаваемых при преобразовании государственных предприятий в акционерные общества», т.е. рамки понятия ограничены только *целями преобразования* государственных предприятий в акционерные общества. Мы приводим вышеуказанное определение «поглощения» только в качестве справки.

²⁹ Отметим требования антимонопольного законодательства, в соответствии с которыми компании должны удовлетворять следующим условиям:

- в обмене с обеих сторон участвуют только обыкновенные акции;
- запрещены условные платежи;
- компания, участвующая в сделке, *должна* иметь опыт работы, как самостоятельная организация не менее двух лет;
- поглощаемая компания *не должна* избавляться от значительной доли активов в течение двух лет;
- для принятия финансовых решений требуется согласие не менее 2/3 акционеров.

не имеют такого четкого разграничения в отличие от нашего законодательства, а именно:

Merger — поглощение (путем приобретения ценных бумаг или основного капитала), *слияние* (компаний);

Acquisition — приобретение (например, акций), поглощение (компаний);

Merger and acquisitions — *слияния и поглощения* компаний.

Поскольку подходы к определению способов реорганизации для нас в данном исследовании практически *не важны* (мы рассматриваем *синергию объединения* в целом), а также исходя из устоявшегося в научной литературе совместного рассмотрения сделок *слияний и поглощений (M&A)*, — в рамках реорганизации объединения остановимся на этом и рассмотрим далее классификацию сделок M&A.

Из всего многообразия встречающихся в научных работах классификационных критериев M&A, структурированных в работе А. Бубенец [22] рассмотрим наиболее важные *признаки классификации* этих процессов, и наиболее часто встречающиеся виды сделок M&A, которые сведены в табл. 2.7.

Таблица 2.7. Классификация видов сделок M&A

Классификационный критерий	Вид сделки M&A
<i>Характер объединения компаний</i> ³⁰	<i>Вертикальные</i> - объединение компаний <i>разных отраслей</i> , связанных технологическим процессом производства готового продукта. Это расширение компанией-покупателем своей деятельности либо на предыдущие производственные стадии (вплоть до источников сырья), либо на последующие (до конечного потребителя).
	<i>Горизонтальные</i> - объединение компаний <i>одной отрасли</i> , производящих одно и то же изделие или осуществляющих одни и те же стадии производства

³⁰ Что касается критерия *характер объединения* компаний, то в [96] включаются, помимо традиционных, — горизонтальных, вертикальных и конгломератных [123], и такой вид сделок как *родовые* без их определения. В других источниках [14, с. 12] под *родовыми* сделками понимается объединение компаний, выпускающих *взаимосвязанные товары*. Например, слияние компаний, производящей расходные материалы для печати — картриджи, и производящей печатную аппаратуру — принтеры, или фирмы, производящей фотоаппараты, с фирмой, производящей фотопленку или химреактивы для фотографирования. На наш взгляд какое-либо существенное отличие от вида вертикальных сделок здесь отсутствует, поэтому считаем включение понятия *родовых* сделок в классификацию излишним.

	<i>Конгломератные</i> ³¹ - объединение компаний различных отраслей без наличия производственной общности, то есть слияние такого типа — это <i>слияние фирмы одной отрасли с фирмой другой отрасли</i> , не являющейся ни поставщиком, ни потребителем, ни конкурентом. В рамках конгломерата объединяемые компании не имеют ни технологического, ни целевого единства с основной сферой деятельности фирмы — инициатора объединения, Профилирующее производство в объединениях такого вида принимает расплывчатые очертания или исчезает вовсе
Отношение персонала компаний к сделке	<i>Дружественные</i> - слияния, при которых руководящий состав и акционеры приобретающей и целевой (приобретаемой, выбранной для покупки) компаний поддерживают данную сделку
	<i>Враждебные</i> - сделки, при которых руководящий состав целевой компании (компании-мишени) не согласен с готовящейся сделкой и осуществляет ряд противозахватных мероприятий. В этом случае приобретающей компании приходится вести на рынке ценных бумаг действия против целевой компании с целью ее поглощения
Географический признак	<i>Локальные/региональные</i> - объединение компаний, функционирующих в одной местности/регионе
	<i>Национальные</i> - объединение компаний, находящихся в рамках одного государства
	<i>Транснациональные (международные)</i> - приобретение компаний в других странах (<i>cross-border acquisition</i>) или слияния компаний, находящихся в разных странах (<i>transnational merger</i>) ³²
Условия слияния	Слияния на равных условиях (англ. - <i>mergers of equals</i>)
	Слияния на неравных условиях
Способ объединения потенциала	<i>Альянсы</i> - объединение двух или нескольких компаний, сконцентрированное на конкретном <i>отдельном направлении бизнеса</i> , обеспечивающее получение <i>синергического</i> эффекта только в этом направлении, в остальных же видах деятельности фирмы действуют самостоятельно [168]. Компании для этих целей могут создавать совместные структуры, например, <i>совместные предприятия</i>

³¹ В свою очередь можно выделить *три разновидности конгломератных слияний*:

- *Слияния с расширением продуктовой линии (product line extension mergers)*, т.е. соединение *неконкурирующих продуктов*, каналы реализации и процесс производства которых похожи. В качестве примера можно привести приобретение компанией Procter & Gamble, ведущим производителем моющих средств, фирмы Clorox — производителя отбеливающих веществ для белья;

- *Слияния с расширением рынка (market extension mergers)*, т.е. приобретение *дополнительных каналов реализации* продукции, например, супермаркетов, в географических районах, которые ранее не обслуживались;

- *Чистые конгломератные слияния*, не предполагающие никакой общности.

³² Учитывая глобализацию хозяйственной деятельности, в современных условиях характерной чертой становится *слияние и поглощение* не только компаний разных стран, но и *транснациональных корпораций (ТНК)*.

	<i>Корпорации</i> - тип слияния, при котором <i>объединяются все активы</i> вовлекаемых в сделку фирм
<i>Механизм</i> ³³ <i>слияния</i>	Слияния (поглощения) с присоединением <i>всех</i> активов и обязательств компании-цели
	Слияния (поглощения) с покупкой <i>части или всех</i> активов целевой компании
	Покупка акций компании

Источник: составлено и доработано автором на основе [52, с. 65; 96, с. 121].

Отметим, что классификационные критерии — *отраслевой охват, отношение компаний к сделке и географический признак* встречаются практически во всех работах как российских, так и зарубежных авторов. Однако зачастую авторы включают классификационные *критерии*, на наш взгляд, имеющие сомнительное значение. Например, «участие консалтинговых компаний в сделке» и «способ финансирования сделки» [52, с. 65]. Также некоторые классификации кажутся нам избыточными по причине отсутствия *независимости* некоторых критериев между собой (например, это касается таких признаков как «*географический*» и «*национальное отношение*» [96, с. 121]).

На наш взгляд, тип осуществляемых слияний зависит от ситуации на рынке, а также от стратегии деятельности компаний и тех ресурсов, которыми они располагают³⁴.

Наибольший интерес для нас представляет первый классификационный критерий — *характер объединения компаний*: *горизонтальные, вертикальные,*

³³ Иногда в литературе этот признак характеризуют как *потенциал сделки M&A*. Разделяют:

- *производственные слияния* – это слияния, при которых *объединяются производственные мощности* двух или нескольких компаний с целью получения *синергического* эффекта за счет *изменения масштабов* деятельности;

- *чисто финансовые слияния* – это слияния, при которых объединившиеся компании не действуют как единое целое, при этом не ожидается существенной производственной экономии, но имеет место *централизация финансовой политики*, способствующая усилению позиций *на рынке ценных бумаг*, в финансировании инновационных проектов.

³⁴ Отметим, что *процесс объединения* (проведения сделок слияния/поглощения) аналогичен покупке другой компании, а также связан с инвестированием средств. Поэтому при оценке возможности проведения подобной сделки можно применять *основные принципы принятия решений* о *долгосрочных* вложениях. Такую покупку следует предпринимать, если эта операция увеличит рыночную стоимость реорганизованной *объединенной* компании, и, в конечном итоге, благосостояние акционеров.

конгломератные, — используемый нами при разработке схемы формирования совокупного синергического эффекта *синергии объединения*.

Схема формирования совокупного СЭ синергии объединения двух компаний (ССЭО)

В стратегическом смысле *целью расширения* является увеличение величины акционерного капитала, достигаемое за счет *преимуществ*, возникающих в сделках *слияний и поглощений*³⁵: Также одной из мотиваций проведения сделки слияния (поглощения) является *решение агентской проблемы*³⁶.

Первоочередной *задачей* при оценке эффективности предполагаемого объединения двух компаний является составление прогноза будущих денежных потоков с учетом *всех* синергических эффектов (СЭ). Они сформируют *положительный* синергический эффект (ПСЭ) за счет приобретения дополнительных экономических выгод, обусловленных более рациональным использованием *общего* финансового потенциала компаний,

³⁵ К таким *преимуществам* относят:

- *приобретение действующих предприятий* (создание новой компании более длительное и трудоемкое занятие, нежели приобретение контроля над уже действующей);
- *получение управленческих, производственных и технологических выгод* в случае объединения различных компаний («эффект дополнения», в случае, если система восполняет недостающие элементы);
- *возможность диверсифицировать и снизить совокупный риск* при объединении компаний *различного профиля* деятельности;
- *реализация конкурентных преимуществ* в результате упрочнения позиции объединенной компании на рынке;
- *получение положительного синергического эффекта*, который возникает в том случае, если свойства системы в целом превосходят простую сумму свойств отдельных ее элементов.

³⁶ **Теория агентских издержек свободных потоков денежных средств** (*Agency Theory of Free Cash Flow*), была сформулирована в 1986 году Майклом Дженсенем [164; 165]. В рамках данной теории менеджеры являются агентами акционеров, а подобные агентские взаимоотношения всегда чреваты *конфликтом интересов*. Источник конфликтных ситуаций - это выплата *на постоянной основе* денежных средств менеджерам, что является одной из ключевых проблем, которая долгое время недооценивалась практикующими экономистами и учеными. Так, менеджеры могут уже не действовать наилучшим образом в интересах своих акционеров. Их основным побудительным мотивом являются собственные интересы, которые совсем не обязательно должны совпадать с интересами акционеров. В результате конфликта интересов возникают *агентские издержки* в виде злоупотреблений менеджеров и использования корпоративного имущества в личных целях (неоправданные командировки, завышенные представительские расходы и др.).

взаимодополняемостью используемых технологий и выпускаемых продуктов, возможностью снижения текущих издержек производства и другими факторами.

В п. 1.3 нами была введена *типология видов синергии*, имеющая иерархический характер, поэтому для изучения источников формирования совокупного синергического эффекта *синергии объединения* (ССЭО), прежде всего, следует понять, как формируются синергические эффекты синергий подчиненного уровня — *по видам сфер функционирования* объединенной компании.

Операционная синергия создает операционный синергический эффект, проявляющийся в *экономии на операционных расходах* за счет объединения ряда служб и производственных процессов³⁷.

Управленческая синергия — создает экономию за счет создания *новой системы управления*, поскольку часто объектом для присоединения являются компании с нереализованным потенциалом стоимости ввиду некомпетентного управления, требующие создания *новой управленческой структуры* или *повышения качества управления* без реорганизации. Поэтому целью объединения часто является *создание более эффективной системы управления*.

Финансовая синергия — создает экономию за счет изменения состава и структуры источников финансирования, а возможно, и некоторых *налоговых преимуществ*.

Инвестиционная синергия, форсируя рост *инвестиционной привлекательности компании* со стороны потенциальных инвесторов, способствует повышению надежности компании в глазах кредиторов, появлению дополнительных источников финансирования, притоку инвестиций. При этом данный вид синергии обеспечивает появление более дешевых источников финансирования и способствует *снижению риска инвестирования* в компанию.

³⁷ Она проявляется в упрочнении позиции компании на рынке, получении технологического ноу-хау, торговой марки, что способствует не только снижению затрат, но и *дифференциации* выпускаемой продукции. Кроме того, достигается экономия *за счет масштаба* (возможность выполнять большой объем работы на тех же производственных мощностях, что, в итоге, *снижает средние издержки* на единицу выпускаемой продукции).

Синергия торговли (сбыта) создает экономию прямых и косвенных затрат компании за счет рационального использования объединенных каналов сбыта и распределения, рекламных и маркетинговых затрат. Помимо этого, возможно увеличение доходов за счет диверсификации услуг и товаров, предоставляемых компанией, использования положительной репутации уже общей после объединения торговой марки [157].

Теперь представим систему конкретных мероприятий, преследующих цель создания ПСЭ синергии объединения (табл. 2.8).

Таблица 2.8 — Цепочка создания положительного эффекта синергии объединения

Мероприятия, проводимые в рамках определенного вида синергии объединения	Ожидаемый результат	Проявление ПСЭ
1. Операционная синергия		
<ul style="list-style-type: none"> - объединение структурных подразделений компаний; - покупка фирм — поставщиков и производителей сырья; - использование новых конкурентных преимуществ 	<ul style="list-style-type: none"> - «захват» объединенным бизнесом более широкого рынка; - эффект масштаба 	<p><u>Снижением расходов:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - снижение процента постоянных расходов в общем объеме операционных расходов (за счет экономии на масштабе); - снижение средних издержек на единицу выпускаемой продукции (экономия от охвата); - снижение расходов объединенной компании на НИОКР за счет взаимодополняемости в этой области. <p><u>Повышение доходов:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - увеличение доходов связано с ростом продаж продукции/услуг (за счет эффекта масштаба)
2. Финансовая синергия		
<ul style="list-style-type: none"> - оптимизация налогового учета (для компаний СНГ); выработка налоговой политики (для западных компаний); - осуществление перекрестного финансирования; 	<ul style="list-style-type: none"> - «стабильность» денежного потока; - снижение вероятности кассовых разрывов, потребности в залоговом финансировании на текущие нужды; - реализация капитальных и инвестиционных 	<ul style="list-style-type: none"> - уменьшение налогооблагаемой базы (особенно налога на прибыль); - экономия на налоговых платежах; - снижение стоимости капитала; - снижение ставки дисконтирования

<ul style="list-style-type: none"> - свободная выдача займов внутри объединенных компаний; - подключение единой системы управления финансами («Сбербанк Корпорация», HSBC Banking и пр.) 	<ul style="list-style-type: none"> проектов без внешнего финансирования; - широкие возможности открытия кредитных линий и получения заемного финансирования; - улучшение качества работы с финансовыми активами; - повышение качества финансовой отчетности 	
3. Инвестиционная синергия		
<ul style="list-style-type: none"> - предоставление информации об объединении или поглощении рейтинговым агентствам и инвесторам; - прозрачность процессов объединения 	<ul style="list-style-type: none"> - повышение кредитных (и инвестиционных) рейтингов компании; - возможность выгодной реструктуризации кредитного портфеля; - уравнивание денежных потоков инвестирования в акции компании; - увеличение чистого оборотного капитала при его недостатке. 	<ul style="list-style-type: none"> - снижение ставок на привлечение внешнего финансирования; - снижение риска инвестирования в акции компании; - повышение ставки дохода
4. Управленческая синергия		
<ul style="list-style-type: none"> - внедрение мероприятий по повышению эффективности управления; - перестройка организационной структуры управления предприятием; - создание новой командной управленческой структуры; - использование управленческого опыта и персонала объединенных компаний 	<ul style="list-style-type: none"> - повышение качества управления; - увеличение оперативности принятия управленческих решений; - обмен управленческим опытом; - перенос компетенций; - повышение качества работы персонала; - реализация управленческого потенциала 	<ul style="list-style-type: none"> - сокращение расходов компании; - сокращение затрат на обучение персонала; - сокращение выплат по штрафам и пеням; - повышение стоимости человеческого капитала организации
5. Сбытовая синергия		
<ul style="list-style-type: none"> - объединение продавцов и/или дистрибьюторов; - предоставление новых дополнительных услуг потребителям в рамках одного бренда; 	<ul style="list-style-type: none"> - повышение скорости обработки и доставки заказов; - расширение перечня товаров и услуг; - рост потребления товаров и/или услуг 	<ul style="list-style-type: none"> - сокращение прямых и косвенных затрат продукции; - увеличение дохода от реализации большего объема товаров и/или услуг

- использование положительной репутации торговой марки; - проведение совместных рекламных компаний		
---	--	--

Источник: составлено автором.

С учетом иерархического характера видов и типов синергии представим матрицу R построения цепочек СЭ синергии объединения (табл. 2.9).

Таблица 2.9 — Матрица R для построения цепочек формирования совокупного СЭ синергии объединения (ССЭО)

	q_1	q_2	q_3	q_4	q_5
p_1	p_1q_1	p_1q_2	q_1q_3	p_1q_4	p_1q_5
p_2	p_2q_1	p_2q_2	p_2q_3	p_2q_4	p_2q_5
p_3	p_3q_1	p_3q_2	p_3q_3	p_3q_4	p_3q_5

По аналогии со схемой создания совокупного эффекта синергии реструктуризации представим авторскую схему создания совокупного эффекта синергии объединения (рис. 2.7).

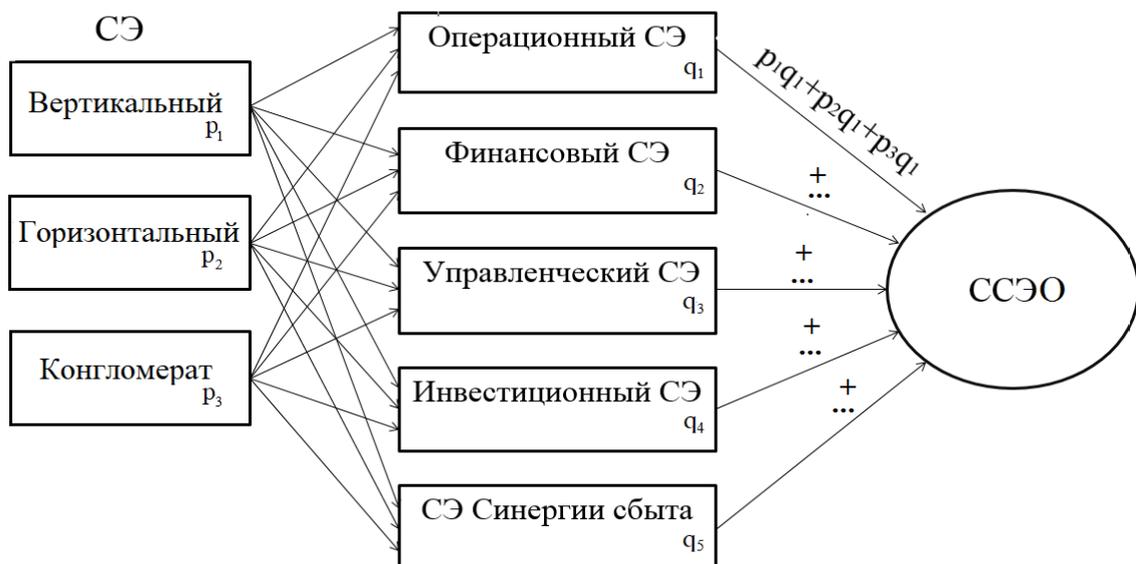


Рис. 2.7 — Схема создания совокупного эффекта синергии объединения (ССЭО)

Источник: составлено автором.

При этом суммарный синергический эффект *синергии объединения* (ССЭО) выражается формулой (2.3):

$$ССЭО = \sum_{i=1}^3 \sum_{j=1}^5 (СЭ)_{p_i q_j} \quad (2.3)$$

Вопрос стоимостной оценки результатов (эффективности) сделок М&А отнесен в параграф 3.2.

2.3. Формирование синергического эффекта *межфирменных связей* в случае *синергии интеграции*

В этом параграфе рассматривается процесс создания синергического эффекта, обусловленного появлением *межфирменных связей* при взаимодействии трех и более субъектов в рамках *синергии интеграции*, в частности, синергический эффект, возникающий в сетевых и кластерных структурах.

Прежде всего, следует уделить внимание общему описанию корпоративных структур, в которых может проявляться *синергия интеграции*, т.е. с количеством участвующих и сохраняющих самостоятельность членов — 3 и более. Их перечень, определения, особенности и цели интеграции представлены в Приложении Б. Отметим, что там представлен практически исчерпывающий перечень корпоративных *коммерческих* структур, многие из которых в современном мире уже полностью утратили свою актуальность, например, картель или синдикат. Кластеры и сети, напротив, являются возможными драйверами будущего развития регионов, поскольку *с кластерами и сетями неразрывно связан синергический эффект*. Этой точки зрения придерживаются также В.В. Путин и С.С. Собянин, которые обсудили идею создания специального научно-производственного кластера в Москве для выявления «общей синергии этого колоссального потенциала» [217].

В Приложении В представлена сводная таблица корпоративных *интегрированных* структур с выделением *ключевых классификационных*

критериев, введенных автором. Заметим, что в российской практике почти нет примеров интеграции *групп независимых компаний*. Более распространены *сетевые* конструкции. Проходят апробацию *кластерные*. Рассмотрим их подробнее.

Сетевая концепция интеграции

Термин “*сетизация*” означает процесс реализации метода стратегического менеджмента, заключающийся в формировании сети с ее *узлами и связями* для достижения целей в соответствии с потребностями и ожиданиями партнеров и деловой конъюнктурой [87]. Стратегический уровень такой организации ориентирован на новые идеи наращивания потенциала сети путем *интегрирования*.

По мнению многих авторов, суть *сетевой концепции* состоит «в замене многоуровневых иерархий совокупностью фирм или специализированных бизнес-единиц³⁸, *координируемых рыночными механизмами* вместо административных (командных)» [67; 84]. При этом для межорганизационного внутрисетевого взаимодействия механизм *координации* включает помимо рыночных инструментов, таких как цена, и такие дополнительные рычаги, как *доверие*³⁹.

Как объект управления *межфирменная сеть* имеет разные формы и содержит множественность срезов [50]:

- *юридические и организационные* особенности формирования сети;
- *структурные* особенности;
- механизмы *координации*;
- *цели, направления* (целевой) ориентации, характерные задачи и т.п.

Подробная *классификация сетей* на основе данных срезов (признаков) представлена в Приложении Ж.

Характеристика *узлов* сети, особенности *взаимодействий* узлов и *характер связей* между ними позволяет в рамках системного подхода выделять тот или иной

³⁸ *Внутрифирменная сеть (компания-сеть)* представляет собой сотрудничество, основанное на собственности, и затрагивает аспекты корпоративного управления [161; 183], — не является объектом нашего дальнейшего исследования.

³⁹ Более подробно см. [83].

объект исследования, формируя сетевое многообразие.

Концепция кластерной интеграции

Для современного этапа развития российской и западной экономик характерны интеграционные процессы, проявляющиеся в широком распространении сетевых и кластерных структур, включающих обычно три и более сохраняющих самостоятельность субъекта хозяйствования. Причину этого явления следует искать в том, что в результате таких процессов в сетевых и кластерных структурах на основе формирования межфирменных связей при взаимодействии бизнесов их участников возникает совокупный синергический эффект синергии интеграции (далее — ССЭИ).

В основе теории кластеров лежат гипотезы о влиянии на предприятие *эффекта масштаба производства и регионального взаимодействия предприятий* [17; 66; 127]. Это *географическая концентрация* предприятий, интегрированных на основе объединения производственных процессов, ресурсов региона и *определенных взаимосвязей*, а не за счет общей собственности или системы управления.

Развитие кластеризации обусловило *вариативные подходы* к классификации кластеров.

Учитывая различные точки зрения на базовые характеристики в типологии *кластеров*, автор представил сводную таблицу их *классификаций* по различным признакам в Приложении Г [65]⁴⁰. В комментарии к этому приложению дано описание источников СЭ в кластерах [65].

⁴⁰ Как показывает анализ применения кластерной организации производства за рубежом и в России, перечисленные в этой таблице типы кластеров в *чистом виде* практически не встречаются. Чаще всего они представляют собой смешанные кластеры, имеющие *отраслевой* характер, — *географически локализованную совокупность инновационно активных субъектов* экономической деятельности с мотивированными и устойчивыми кооперационными отношениями, образующими непрерывную *синергическую совокупность* элементов получения, освоения в производстве, промышленного выпуска и реализации рыночного продукта в отдельном *отраслевом* сегменте.

Выделенные *источники* создания синергии *по видам функционирования предприятий* в составе кластера позволяют разработать таблицы формирования ПСЭ данного уровня синергий (по аналогии с тем, как это уже сделано в пп. 2.1 и 2.2 для синергий реструктуризации и объединения соответственно) на пути к оценке *СЭ синергии интеграции* в кластере.

Целенаправленное развитие различных аспектов СЭ в кластерах позволит повысить эффективность и степень использования потенциала *синергии кластерных структур* как одного из видов *синергии интеграции*.

Особенности холдинга как простейшей интегрированной структуры

Холдинг — это организация, владеющая *контрольными пакетами акций других компаний* с целью осуществления по отношению к ним *функций контроля и управления* [84] (см. Приложение Б). Это один из простейших, но весьма распространенных, видов интегрированных структур. Виды холдингов даны в таблице 2.10.

Таблица 2.10 — Виды холдингов и их особенности

№ п/п	Вид холдинга	Характеристика
1	<i>Чистый холдинг</i>	- холдинг, деятельность которого ограничена исключительно <i>контрольно-управленческими функциями</i> по отношению к дочерним обществам
2	<i>Смешанный холдинг</i>	- холдинг, выполняющий <i>разнообразные предпринимательские функции</i> (помимо управления) в промышленной, транспортной, торговой и др. сферах
3	<i>Оперативный холдинг</i>	- холдинг, в котором управляющая холдинговая компания принимает активное участие в <i>операционной деятельности компаний</i>
4	<i>Промежуточный холдинг</i>	- отдельные общества или подразделения в структуре компании, выполняющие строго определенные задачи
5	<i>Холдинг-рантье</i>	- вид холдингов, которые управляют пакетами акций промышленных предприятий и специализируются на организации залоговых аукционов, но <i>не занимаются производственными вопросами</i>

Источник: составлено автором.

Часто в отношении холдингов используют термин *мета-корпорация*.

Безусловно, создание холдинга имеет свои особые цели, выражающие те преимущества, которые стремятся получить инициаторы этого вида интеграции.

Цели интеграции компаний в холдинг таковы:

- 1) использование замкнутых технологических цепочек;
- 2) экономия на услугах (торговых, маркетинговых и пр.);
- 3) использование преимуществ диверсификации производства;
- 4) *объединение налоговой и кредитно-финансовой политики*, возможность варьирования финансовыми и инвестиционными ресурсами в рамках холдинговой системы;
- 5) заинтересованность каждого предприятия, входящего в состав холдинга, в эффективной деятельности всех субъектов холдинга;
- 6) получение юридических оснований для вхождения на рынки стран с ограничениями в деятельности корпоративных структур;
- 7) контроль за большим числом компаний, суммарный капитал которых значительно превышает активы.

Можно выделить следующие *особенности формирования холдинга*:

1. *Материнская компания* при создании холдинга учитывает мнение и добровольность, так называемых, *дочерних обществ*;
2. Холдинг создается: (1) путем выделения определенной организационной структуры с последующей передачей ей контрольных пакетов акций *существующих* фирм; либо (2) путем создания *новых* акционерных (дочерних) обществ самой фирмой-инициатором при условии сохранения за ней контрольных пакетов акций этих обществ.
3. Высший орган управления холдингом — общее собрание акционеров, исполнительный орган — правление.

Следует отметить и юридическую простоту создания холдинга.

Специфика стоимостного управления *мета-корпорацией* как интегрированной корпоративной структурой, которой является холдинг, исследовалась еще А. Дамодараном [37]. Он отмечал следующее:

- сначала выполняется *расчет стоимости отдельно* для дочерних и родительской компаний, а затем — консолидированный расчет. Это дает возможность выделить вклад каждой отдельной структуры в создание добавленной

стоимости холдинговой группы *с учетом синергического эффекта* [совокупного СЭ синергии интеграции — ССЭИ — *авт.*];

- поскольку в рамках холдинговых групп всегда имеются успешные и менее успешные дочерние компании, необходимым инструментом управления стоимостью (особенно в вертикально-интегрированных холдинговых группах) является *реструктуризация*, ведущая к наращиванию стоимости компании;

- *мета-корпорации* обладают способностью создавать бóльшую стоимость за счет *перераспределения ресурсов и взаимосвязей* между всеми ее структурными подразделениями;

- для мета-корпорации целесообразен приоритет материнской компании в области *финансовой* деятельности, хотя в целом *взаимосвязь финансовой и инвестиционной деятельности* имеет ключевое значение.

Таким образом, Дамодаран (уже на уровне целевых установок и ключевых факторов создания стоимости в холдинге) предвосхитил нашу ***идею комплексной реализации синергий различных типов*** [синергии реструктуризации и синергии интеграции в их иерархической взаимосвязи (см. рис. 1.3) — *авт.*] и подчеркнул основной принцип стоимостного стратегического менеджмента — *долгосрочный* характер темпов роста денежных потоков [82; 129; 130]. Его концептуальная модель управления стоимостью, применимая для холдинга, основана непосредственно на *методе дисконтирования денежных потоков* (МДДП) и выделении стоимостных факторов разного уровня интеграции.

Таким образом, в мета-корпорациях, подобных холдингу, процесс интеграции с необходимостью включает все *типы* синергических эффектов, причем совокупный эффект в таких сложных структурах (с *N* бизнес-единицами) рассчитывается следующим образом:

$$\begin{aligned}
 & \text{Совокупный синергический эффект от интеграции (ССЭИ)} = \\
 & = \text{ПСЭ}_1 \text{ от бизнес единицы } A_1 + \\
 & + \text{ПСЭ}_2 \text{ бизнес-единицы } A_2 + \\
 & + \dots \\
 & + \text{ПСЭ}_N \text{ бизнес-единицы } A_N.
 \end{aligned}$$

ССЭИ может быть выражен в виде суммы денежных поступлений за *вычетом затрат*, связанных с проведением интеграции. При этом менеджменту необходимо разработать:

- технику проведения интеграции, содержащую определенные этапы;
- совокупность методов проведения интеграции и формализацию процедуры оптимального выбора метода с целью получения *наибольшего синергического эффекта*;
- оптимизацию применения процедуры интеграции для *максимизации ССЭИ* в процессе внутренних улучшений.

Так, авторы *системы сбалансированных показателей (ССП)* [169, 170] Нортон и Каплан подчеркивают, что *мета-корпорации*, в особенности *вертикально-интегрированные*, разрабатывают собственную стратегию для каждой бизнес-единицы. И тогда для определения *синергического эффекта* должна быть установлена корреляция между системой показателей всего холдинга и показателями, разработанными для его дочерних обществ,

Принципиально важным для *вертикально интегрированных холдинговых групп* то, что показатели *операционного* блока устанавливаются для *завершенного* цикла производства товаров/услуг и охватывают работу нескольких подразделений компании одновременно. Внедрение этих показателей в практику обеспечивает значительное продвижение в области как стратегического планирования, так и *при планировании мероприятий по формированию СЭ*.

Нортон и Каплан пока не дают полного решения этой проблемы, но отмечают два приоритетных *элемента* стратегии для мета-корпораций:

- *Корпоративная идеология* — убеждения и идеи компании, которые должны разделять все сотрудники бизнес-единиц⁴¹;

⁴¹ В рамках корпоративной идеологии авторы формируют принцип: «корпоративная СПП определяет рамки, внутри которых бизнес-единицы разрабатывают свои системы». При этом разработчики предложили *подход к определению синергизма* и экономии за счет *многофункциональной* деятельности, основанный на использовании следующих критериев: *процент продаж* и *процент операций* как результат именно многофункциональной деятельности, а *сокращение издержек* - как результат перекрестных инициатив бизнес-единиц.

- *Корпоративная роль* — место в общей деятельности, обеспечивающее создание *синергизма* работы бизнес-единиц, составляющих компанию [169, с. 157].

Единая стратегия и общие цели мета-корпорации (холдинговой группы) связывают все бизнес-единицы и обеспечивают *синергизм деятельности дочерних компаний*. При этом мета-корпорация обеспечивает «родительское преимущество» (по терминологии М. Портера), проявляющееся в возможности использования общих корпоративных ресурсов всей холдинговой группы [23].

Разнообразие интеграционных структур, представленное в авторской классификации (таблица Приложения В), отражает особенности и цели создания каждой из представленных в ней ОЭФ ведения бизнеса и ставит интересную задачу детального исследования процесса формирования и оценки *СЭ синергии интеграции* в каждой из них.

Авторская концепция формирования совокупного синергического эффекта синергии интеграции (ССЭИ)

Покажем для примера определение (составления) списка мероприятий, проводимых в рамках производственной и торговой сфер, дающих информацию для формирования цепочки создания положительного эффекта *синергии интеграции* (табл. 2.11).

Таблица 2.11 — Цепочка создания положительного эффекта *синергии интеграции* в сферах производства и сбыта

Мероприятия, проводимые в рамках определенного вида синергии интеграции	Ожидаемый результат	Проявление ПСЭ
1. Производственная (операционная) синергия		
- реализация совместных инициатив по снижению издержек и повышению качества обслуживания; - повышение степени индивидуализации товаров и услуг; - смещение стадии «сборки продукта» ближе к конечному	- более широкий ассортимент продукции; - направление высвободившегося (от совместных действий) персонала, основных фондов и денежных	- сокращение издержек планирования и прогнозирования; - рост отдачи на вложенный капитал; - рост ценовой премии; - снижение себестоимости продукции;

клиенту; - совершенствование процессов поставки сырья и комплектующих (бесперебойности поставок, поставок без брака, поставок «точно-в-срок»); - участие партнеров в совместной разработке продуктов и оптимизации производственных процессов, разработке и запуске новых продуктов	средств на внутреннее развитие; - достижение непрерывности производственного процесса; - получение рыночной и технической информации от партнеров; - повышение качества прогнозирования издержек в производственной цепочке; - сокращение времени разработки и запуска новых продуктов	- снижения доли постоянных расходов в общем объеме операционных расходов; - дополнительный доход от размещения освободившихся денежных средств; - сокр. издержек на поставки; - увеличение доходов, связанное с ростом продаж продукции/услуг компании в кластере; - рост темпов снижения издержек благодаря вкладу поставщиков; - снижение операционных издержек компании благодаря вкладу поставщиков
2. Торговая синергия (сбыта)		
- дополнительные предложения клиентам (товары-комплементы, гарантийное и послегарантийное обл.); - ускорение вывода новых продуктов на рынок; - расширение клиентской базы компании — члена кластера; - рост рыночной репутации и вклада дистрибьюторов; - повышение точности прогнозирования продаж; - участие партнеров в сфере инновационного модульного дизайна продукта и его компонентов	- возможность использования информации о клиентах, конкурентах, новых продуктах, новых потребностях от членов кластера; - более широкий ассортимент продукции	- сокращение упущенной выгоды, обусловленной отсутствием товара на полке; - сокращение издержек адаптации к изменениям в спросе

Источник: составлено автором.

Таблица 2.11 может быть дополнена списком мероприятий и по другим сферам функционирования предприятия (финансовой, инвестиционной и управленческой) с ожидаемыми ПСЭ от их реализации. Эти синергические эффекты обусловлены наличием в кластере межфирменных связей.

Действительно, при формировании совокупного синергического эффекта *синергии интеграции*, так же, как это было показано автором в статье [59, с. 81] (для случая синергии *реструктуризации*), в рамках каждого из видов синергии по признаку «сфера функционирования предприятия» может проявляться

синергический эффект от использования *межфирменных связей*.

Число связей (S) в общем виде зависит от числа (N) участников кластера и выражается числом сочетаний из « N » по « k » следующим образом:

$$S = C_N^k = \frac{N!}{(N-k)! \times k!}, \quad (2.4)$$

где C_N^k — число сочетаний k элементов из N ; k — число связей для каждого из N участников кластера (для случая двойных (парных) связей $k = 2$).

В случае минимального количества участников сети/кластера, равного трем (триада), общее количество (S) *двойных* связей между участниками равно⁴²:

$$S = C_3^2 = \frac{3!}{(3-2)! \times 2!} = 3. \quad (2.5)$$

Так, если в сетевой интеграции участвуют компании А, В и С, то следует анализировать качество связей: А с В, А с С и В с С.

Обозначим СЭ видов синергии по каждой из *двойных связей между партнерами по кластеру* через (m_1, m_2, m_3). В свою очередь, количество СЭ видов синергии *по видам деятельности предприятия*, как всегда, равно пяти: (n_1, n_2, n_3, n_4, n_5) (это управленческая, операционная, финансовая, инвестиционная и сбытовая синергии). В результате получим матрицу R (табл. 2.11) всех общих СЭ, которые в сумме дадут искомый *совокупный СЭ синергии интеграции (ССЭИ)*.

Таблица 2.11 — Матрица R для построения цепочек формирования совокупного СЭ синергии интеграции (ССЭИ)

	n_1	n_2	n_3	n_4	n_5
m_1	m_1n_1	m_1n_2	m_1n_3	m_1n_4	m_1n_5
m_2	m_2n_1	m_2n_2	m_2n_3	m_2n_4	m_2n_5
m_3	m_3n_1	m_3n_2	m_3n_3	m_3n_4	m_3n_5

Здесь m_1 — это связь А с В, m_2 — связь А с С, а m_3 — В с С.

⁴² В случае, когда кластер/сеть составляют 4 участника, количество *двойных* связей, подлежащих анализу, составляет уже 6. Связей может быть и меньше, даже в случае трех участников, если *структура* триады не кольцевая, а линейная.

Тогда схема создания совокупного эффекта синергии интеграции (ССЭИ) выглядит следующим образом (рис. 2.8):

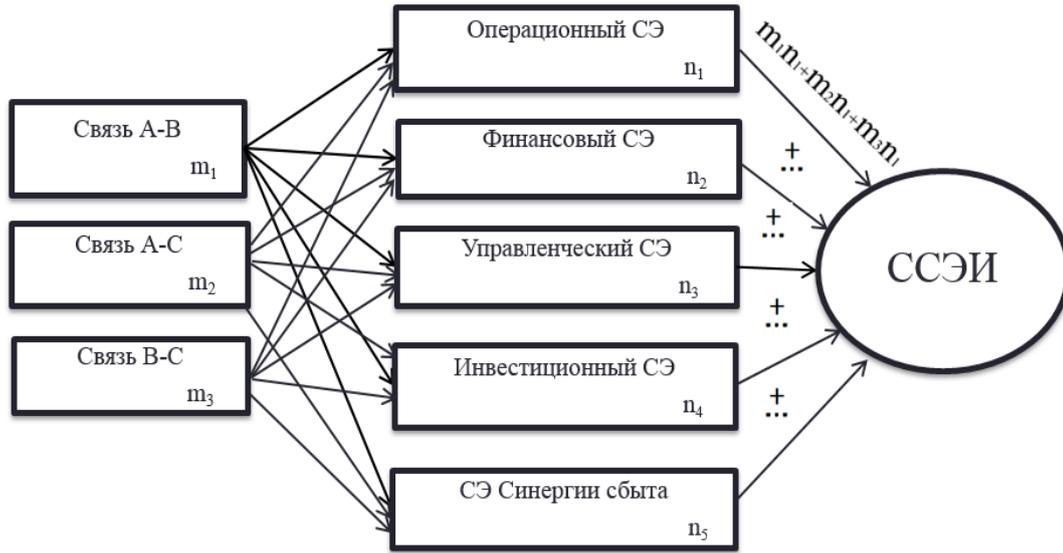


Рис. 2.8 — Схема создания совокупного эффекта синергии интеграции (ССЭИ) для случая трех участников сети (кольцевой триады А, В и С)

Источник: разработка автора.

При этом суммарный эффект синергии интеграции (ССЭИ) выразится формулой:

$$ССЭИ = \sum_{i=1}^3 \sum_{j=1}^5 (СЭ_{m_i, n_j}) \quad (2.6)$$

Далее встает задача стоимостной оценки *частных* синергических эффектов, возникающих по компонентам, составляющим матрицу R, а также и совокупного СЭ. Однако определение на практике *совокупного синергического эффекта синергии интеграции* в кластере не всегда оказывается возможным, что связано со сложностями получения исходной информации.

Выводы к главе 2

1. Разработана универсальная схема формирования *чистого* положительного эффекта *синергии реструктуризации* как для СЭ конкретного *вида* синергии, так и для *совокупного* синергического эффекта *синергии реструктуризации*.

2. Представлена авторская схема создания *совокупного* синергического эффекта *синергии объединения*.

3. Изучены процессы возникновения синергического эффекта в различных корпоративных организационно-экономических формах ведения бизнеса.

4. Дан анализ мирового рынка М&А с 2001 по 2019 г. (Приложение Д), в результате проведения которого

1) *существующие представления об активности рынка М&А актуализированы автором* по состоянию на 01.01.20. Введены дополнительно 6-ая и 7-ая волны сделок М&А. Первая из них характеризуется развитием азиатских рынков М&А, широким использованием инструментов финансового выкупа. Особенностью 7-ой волны является участие цифровых компаний с целью получения интеллектуальной собственности, трудовых активов поглощенных компаний;

2) *автором дан прогноз на 2020 год по активности и объему мировых сделок в сфере М&А*. Он прогнозируется как *рекордный* исходя из конкретных предпосылок и с учетом результатов 2019 года. Однако *состояние рынка М&А в России на ближайшую перспективу* характеризуется автором как состояние *стагнации*, ввиду наличия некоторых негативных признаков в условиях развития ряда российских секторов экономики (санкционная политика Запада, значительно снижающая долю иностранных участников, проведение лишь крупных сделок с участием ключевых игроков);

3) *предложена авторская классификация факторов риска рейдерского захвата* с их разделением на внутренние (микроэкономические) и внешние (макроэкономические). Это может помочь менеджменту компании осознанно подготовить план мероприятий по ее защите от агрессивного поглощения рейдерами, поскольку если *внешние факторы* практически всегда связаны с коррупцией и несовершенством законодательства, то *внутренние факторы* возможно *выявить, проанализировать и исключить* из деловой жизни любой компании, что позволит защитить бизнес в целом и осуществить безопасную процедуру сделки М&А.

5. Идентификация нового объекта исследования — сетевой структуры — потребовала *изучения ряда достаточно новых концепций (сетевой и кластерной интеграции)*. Виды сетей и классификация кластеров представлены в Приложении Г.

6. Изучены *особенности холдинга как простейшей интегрированной структуры*, виды и цели создания, а также особенности учета положительного синергического эффекта — от дочерних компаний к ПСЭ холдинга.

7. **Представлена авторская концепция формирования совокупного синергического эффекта синергии интеграции (ССЭИ)**, обусловленного появлением *межфирменных связей* в интегрированной структуре. Вычитание из оцененного ССЭИ *совокупных затрат на формирование такой структуры* задает *чистый СЭ синергии интеграции — NetSynInt*.

Глава 3. МЕТОДИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ И ПРАКТИЧЕСКИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКЕ СИНЕРГИЧЕСКОГО ЭФФЕКТА РАЗЛИЧНЫХ ТИПОВ СИНЕРГИИ

3.1. Методы стоимостной оценки эффекта *синергии реструктуризации* и авторские рекомендации по их применению

Методы стоимостной оценки эффекта *синергии реструктуризации*

Множественность источников СЭ *синергии реструктуризации* обуславливает многообразие методов его стоимостной оценки. Для иллюстрации авторской концепции и схемы формирования совокупного СЭ *синергии реструктуризации*, изложенных в параграфе 2.1, рассмотрим *процесс проведения процедуры реструктуризации* для цели получения положительного СЭ и дадим рекомендации по его стоимостной оценке, рассмотрев ряд примеров.

Базовой моделью оценки прироста стоимости компании по результатам проведенной реструктуризации является *метод дисконтирования денежных потоков (МДДП) (Discounted Cash Flows Analysis — DCFA)* [111] Доходного подхода, так как этот метод позволяет учитывать будущие *изменения* в денежных потоках (CF) предприятия, *обусловленные действиями менеджмента*. В его основе лежит *принцип ожидания*: стоимость бизнеса равна текущей стоимости денежных потоков, которые он сможет сгенерировать в будущем (включая возможную *перепродажу — Terminal Value — TV*) с учетом фактора времени. Оценка стоимости компании по МДДП обычно производится в рамках двухфазной модели, когда вся «будущая жизнь компании» делится на два периода: *прогнозный* ($n = 1, \dots, N$), — это период проведения мероприятий, предусмотренных планом (стратегией) реструктуризации⁴³, и *постпрогнозный* периоды (от N до бесконечности):

⁴³ Период проведения реструктуризации может быть и короче прогнозного периода, но не больше его.

$$PV_{\text{после}} = \sum \frac{CF_n}{(1+r)^n} + PV(TV) = \sum \frac{CF_n}{(1+r)^n} + CF_n \frac{(1+g)}{(r-g)} / (1+r)^n \quad (3.1)$$

Окончание прогнозного периода определяется по факту достижения стабилизации денежных потоков после осуществления мероприятий реструктуризации (по итогам реализации *стратегии реструктуризации*), когда установится *новый* темп роста доходов — g .

Очевидно, что ключевыми переменными, влияющими на текущую стоимость (PV), являются значения денежных потоков и ставки дисконтирования.

Ставка дисконтирования (r) в случае оценки *стоимости бизнеса* компании равна стоимости привлечения *собственного* капитала. Она определяется кумулятивным способом или по формуле CAPM⁴⁴.

С помощью МДДП возможно оценить *эффект синергии реструктуризации двумя способами*.

Способ 1. Совокупный эффект синергии реструктуризации (ССЭР) равняется разности стоимостей бизнеса компании, оцененной до проведения реструктуризации и после ее проведения, то есть разности между текущей стоимостью ($PV_{\text{после}}$) денежных потоков после осуществления реструктуризации компании и текущей стоимостью ($PV_{\text{до}}$) денежных потоков *при сохранении* существующих условий:

⁴⁴ Однако часто в инвестиционном анализе (не в оценке бизнеса!) производится оценка так называемой «стоимости» компании для всех инвесторов (имеются в виду как акционеры, так и кредиторы), и тогда в качестве ставки дисконтирования используют *средневзвешенную стоимость капитала (weighted average cost of capital - WACC)*, которая определяется по формуле:

$$WACC = r_d(1-T) \frac{D}{IC} + r_e \frac{E}{IC} \quad (3.2)$$

где D – сумма *долгосрочных* заимствований в структуре капитала;

E – величина акционерного капитала компании;

IC – суммарное значение инвестированного капитала ($IC = D + E$).

r_d – стоимость привлечения *долгосрочного* долгового финансирования;

r_e – стоимость привлечения собственного капитала;

T – ставка налога на прибыль.

$$CCЭР = PV_{\text{после}} - PV_{\text{до}} \quad (3.3)$$

Однако стоимостная оценка ССЭР была бы не полной (и некорректной) без учета *общих затрат на проведение реструктуризации* предприятия. На их величину (Z) следует уменьшить полученный результат. Тогда **чистый эффект синергии реструктуризации ($NetSynRes$)** будет равен:

$$NetSynRes = PV_{\text{после}} - PV_{\text{до}} - Z, \quad (3.4)$$

где Z — совокупные затраты на проведение реструктуризации за весь период ее проведения (определенные дисконтированием).

Способ 2. Совокупный эффект синергии реструктуризации определяется *дисконтированием приращения каждого денежного потока*, обусловленного проведением соответствующих мероприятий реструктуризации на протяжении прогнозного периода⁴⁵. Общее число частных СЭ определяется матрицей R и формулой (2.1).

После определения величины $CCЭР_n$ (выраженного в *чистом* приросте денежного протока этого года — ΔCF_n) в номинальном выражении за каждый год прогнозного периода необходимо осуществить их дисконтирование:

$$\Delta PV_n = \Delta CF_n * R_n \quad (3.5)$$

где ΔPV_n — текущая стоимость *чистого* эффекта от реструктуризации за период n ;

$\Delta CF_n = (E_n - Z_n)$ — чистый прирост денежного протока года n ;

E_n — общий денежный прирост от реструктуризации за период n ;

Z_n — затраты на проведение реструктуризации за период n ;

⁴⁵ Синергический эффект обеспечивается, например, снижением затрат на производство конкретной продукции, снижением налоговых выплат на определенную величину и т.п. При этом определяется значение каждого СЭ в отдельности по выявленным выгодам как сразу же *после реструктуризации*, так и *в будущем*. Так, например, при усовершенствовании функций управления в первый же прогнозный год могут высвободиться площади, и будет получен единовременный доход, но в дальнейшем также ожидается экономия на административных расходах.

n — номер временного периода прогнозного периода (периода проведения реструктуризации — N);

R_n — фактор дисконтирования, $R_n = 1 / (1 + r)^n$.

В рамках второго способа расчета чистый эффект синергии реструктуризации равен:

$$PV_{\text{после}} = \sum \frac{\Delta CF_n}{(1+r)^n} + PV(\Delta TV) = \sum \frac{\Delta CF_n}{(1+r)^n} + \Delta CF_n \frac{(1+g)}{(r-g)} / (1+r)^n \quad (3.6)$$

Рассмотрим примеры применения обоих способов оценки совокупного (ССЭР) и чистого синергического эффекта синергии реструктуризации (*NetSynRes*).

Пример. Компания «Альбатрос» (обозначим — А) предполагает осуществить *реструктуризацию*.. Ниже представлены (табл. 3.1) ожидаемые *чистые* денежные потоки (с учетом периодических затрат на реструктуризацию) компании за 4 года прогнозного периода в предположении ее функционирования *в текущем виде* (А) и *после* проведения реструктуризации (А*), с учетом полученного ССЭР, в млн руб.:

Таблица 3.1 — Ожидаемые денежные потоки компании А после реструктуризации

Год	1	2	3	4
Компания А	60	69	79	91
Компания А* (с ССЭР)	100	120	144	173

Источник: разработка автора.

Стоимость (привлечения) *собственного* капитала компании А составляет 10%. То же значение стоимости капитала, как предполагается, будет иметь и компания А*. Ожидаемые темпы роста денежного потока компании на конец прогнозного периода (периода реструктуризации) составят 4% в год. По оценкам специалистов, денежные потоки компании А* будут расти примерно такими же темпами. Оценить величину ССЭР.

Решение.

Вариант 1. Расчеты представлены в таблице 3.2 (млн руб.).

Таблица 3.2 — Стоимостная оценка ССЭР первым способом

Год	CF_A	CF_{A^*}	Фактор дисконтирования R	$CF_A * R$	$CF_{A^*} * R$
1	60	100	0,9091	54,55	90,91
2	69	120	0,8264	57,02	99,17
3	79	144	0,7513	59,35	108,19
4	91	173	0,683	62,1500	118,16
Остаточная стоимость (<i>terminal value</i>) (TV)				1 577,33	2 998,67
Дисконтированная остаточная стоимость (<i>discounted terminal value</i>) ($PV(TV)$)				1 077,32	2 048,09
Итого стоимость бизнеса компаний А и А*				1 310,39	2 464,53
Величина ССЭР				2 464,53 — 1 310,39 = 1 154,14	

Источник: разработка автора.

Таким образом, компанией А в результате проведения реструктуризации получен совокупный синергический эффект синергии реструктуризации (ССЭР) равный (округленно) **1 154 млн руб.**

Вариант 2. Расчеты представлены в таблице 3.3 (млн руб.).

Таблица 3.3 — Стоимостная оценка ССЭР вторым способом

ΔCF	R	$\Delta CF \times R$	$PV(\Delta TV)$
40	0,9091	36,364	$(82 * (1 + 0,04) / (0,1 - 0,04) = 1 421,33$
51	0,8264	42,146	
65	0,7513	48,835	
82	0,6830	56,010	$PV(\Delta TV) = 1 421,33 * 0,6830 = 970,77$

Источник: разработка автора.

Величина ССЭР = 36,364 + 42,146 + 48,835 + 56,01 + 970,77 = 1154,13.

Таким образом, оба способа оценки ССЭР приводят к единому результату, округленно, — **1 154 млн руб.**

В случае, когда *совокупные затраты на проведение реструктуризации* уже учтены при построении CF и ΔCF , то полученное значение ССЭР задает и чистый эффект синергии реструктуризации (*NetSynRes*).

Затраты на проведение процедуры реструктуризации

Соотнесенные между собой оцененные совокупные затраты и ожидаемый прирост стоимости компании позволяют рассматривать *реструктуризацию* как особый род капиталовложений. Эмпирический опыт их оценки заслуживает особого внимания.

Действительно, *затраты на процедуру реструктуризации* могут оказаться настолько значительными, что могут поставить под сомнение ее успех. Так, затраты компании *Кодак* за период с 2001 по 2008 годы составили в среднем 462 млн долл. США в год или 4% от ее годовой выручки, т.е. в среднем в два раза превысили капитальные затраты компании [182, с. 566]. В целом на рынке США для каждой крупной компании затраты на реструктуризацию на основе статистики составляют \$250-300 млн [182]. Отметим, что в нашем исследовании для стоимостной оценки ССЭР данный статистический результат практически не может использоваться, поскольку наибольший вес в этих цифрах имеют затраты *на отделение и даунсайзинг/райтсайзинг* — выплаты увольняемым сотрудникам, балансовые потери от закрытия отделов и т.д., что к формированию эффекта синергии реструктуризации никак не относится.

Отдельно следует иметь в виду, что средние значения потерь, относимых на реструктуризацию, в \$250-300 млн получены из выборки бухгалтерской отчетности стандарта GAAP и лишь в отдельных случаях рассмотрены управленческие отчеты касательно *именно* (только) процедуры реструктуризации. Понятно, что после закрытия каких-то филиалов в бухгалтерской отчетности будут значительно ухудшены показатели, и использование этих данных для стоимостной оценки ССЭР недопустимо (некорректно).

В нашем случае в качестве *затрат на реструктуризацию* следует использовать *понесенные (предполагаемые) затраты на проведение конкретного набора мероприятий* в рамках формирования определённого вида синергии реструктуризации, *отраженные в денежном потоке*. Так, для выпуска нового продукта потребуются фактические затраты по оснащению и/или перенастройке производственных линий, возможны затраты на НИОКР и т.д.

Следовательно, чистый ПСЭ синергии реструктуризации определяется как *разность* между *ССЭР* и *совокупными затратами (Z)* на проведение реструктуризации.

Менеджерам стоит взвесить все аргументы за и против при принятии решения о реструктуризации. Создание новой организационной структуры с широкими корпоративными перестройками несет в себе большие *риски* и само по себе не решит проблемы компании. Гораздо проще и целесообразнее обратить внимание менеджмента на несовершенство управленческой структуры, отсутствие автоматизации простейших производственных и финансовых процессов, недостаточную ответственность сотрудников. На наш взгляд, реструктуризацию следует начинать только при наличии объективных фактов того, что старая структура сдерживает развитие компании. В противном случае реструктуризация может не дать совокупного положительного результата. Подобные рассуждения подтверждаются исследованием McKinsey [200]: 45 крупных компаний, объявивших о реструктуризации, спустя 24 месяца показали совокупный доход их акционеров (*motal return to shareholders — TRS*) увеличившийся на 17% по сравнению со средними значениями в отрасли, тогда как контрольная группа, состоящая из 12 отстающих на рынке компаний, не используя методы реструктуризации, спустя 24 месяца продемонстрировала средний результат прироста дохода в 24%⁴⁶.

Далее рассмотрим пример применения на практике представленной выше авторской схемы формирования *эффекта синергии реструктуризации*, реально проведенной на заводе «Измерон», и выполним его стоимостную оценку.

⁴⁶ Следует отметить и возможность возникновения определенных противоречий между фактически декларируемыми *целями* организации, связанными с планированием получения *синергического эффекта*, и *стадиями* ее жизненного цикла. Так, когда крупная промышленная компания решает лишь задачи выживания, а небольшая пекарня намерена провести реструктуризацию с целью получения ПСЭ, может оказаться, что поставленные цели неадекватны уровню развития организации.

Пример реализации авторских рекомендаций по оценке эффекта синергии реструктуризации на примере Завода «Измерон»

Для иллюстрации авторской концепции и схемы формирования совокупного СЭ синергии реструктуризации, изложенных выше, рассмотрим процесс проведения процедуры реструктуризации для цели получения положительного СЭ и его стоимостную оценку на конкретном примере.

В качестве конкретного объекта для демонстрации авторского метода стоимостной оценки эффекта синергии реструктуризации было выбрано ООО «НПФ Завод «Измерон»». Выбор был обусловлен наличием полного пакета бухгалтерских, финансовых и производственных документов за широкий промежуток времени, а также наличием контактов среди менеджмента для получения консультаций. Главной же причиной нашего выбора была проведенная в 2011 году процедура реструктуризации предприятия, которая на практике предоставила возможность провести стоимостную оценку ССЭР. Причем относительно давний срок реструктуризации позволил произвести оценку именно долгосрочного эффекта синергии, что соответствует требованиям стратегического менеджмента.

Case-study. На сегодняшний день НПФ Завод «Измерон» является одним из ведущих производителей нефтегазового оборудования в России. Основным видом деятельности НПФ Завод «Измерон» является производство специального внутрискважинного оборудования для нефтегазовой отрасли, такого как:

- комплексы подземного оборудования (в основном, трубы) для добычи нефти и газа в коррозионностойком исполнении;
- пакеры и пакерные системы;
- оборудование и инструмент для капитального и текущего ремонта скважин.

Предприятие сотрудничает со всеми крупными нефтегазодобывающими компаниями и ведет поставки во все нефтедобывающие регионы Российской Федерации, а также страны ближнего зарубежья. На сегодняшний день завод сертифицирован по системе ИСО (сертификат соответствия ISO 9001:2008, ГОСТ

Р ИСО 9001-2008). Производственный и офисный комплекс завода располагается в г. Санкт-Петербург, ул. Новгородская, д. 13.

Главным стимулом проведения реструктуризации стало 4-х летнее постепенное снижение продаж. В итоге к началу 2011 г. продажи снизились до 50% загрузки существующих мощностей. В ходе проведенного анализа были выявлены следующие негативные моменты:

- у завода очень ограниченная номенклатура продукции, — в основном производятся трубы большого и среднего диаметров;
- отсутствие комплексных решений по предложению готовой продукции, что снижает спрос и рентабельность производства;
- отсутствие комплексной системы контроля качества;
- отсутствие сертификации ISO ограничивало выход завода на международных потребителей, работающих в РФ;
- коммерческая структура предприятия не справлялась с обязанностями по подготовке оценок и прогнозов, а была похожа на «стол заказов»;
- отсутствие службы послепродажного сервиса снижало спрос на продукцию среди ключевых компаний-заказчиков;
- наличие проблем, связанных с управленческими структурами, — отдел маркетинга не взаимодействовал с финансовой службой, слабый контроль менеджмента, отсутствие возможности инициативы на местах;
- отсутствие клиентоориентированного подхода;
- плохое состояние труб подачи смазочно-охлаждающих жидкостей и коммуникаций, потери и неэффективный контроль за работой горелок термической обработки приводило к потерям газа и росту себестоимости продукции, проявлением чего явилась высокая доля энергии и коммунальных услуг в цене производства (29%);
- имела место секционность в планировке помещений и устаревшая цеховая организация производства (рис. 3.1);

- отсутствие прямой производственной линии, — ведет к потере времени на производство единицы продукции и снижению рентабельности (рис. 3.1);
- высокий уровень товарных запасов на складе, частичное размещение запасов прямо в цеховых помещениях (рис. 3.1);
- износ основных фондов;
- низкая загрузка производственных мощностей приводит к большим постоянным и административным затратам;
- наличие бартерных взаимоотношений с некоторыми покупателями — ведет к уменьшению денежного потока.

Все отмеченные негативные моменты прямо или косвенно связаны с определённым *видом деятельности* на предприятии (в таблице 3.4 они так и разнесены) и могут быть устранены в рамках проведения ряда мероприятий реструктуризации, обеспечивающих проявление синергических эффектов *синергий* соответствующих видов.



Рис. 3.1 — Организация производственного процесса Завода «Измерон» до процедуры реструктуризации

Источник: разработка автора.

Таблица 3.4 — Перечень негативных моментов в деятельности ООО «НПФ «Измерон»» и их воздействие

Сфера деятельности	Негативные моменты	Их воздействие
Производственная (операционная) деятельность	Отсутствие прямой производственной линии	Потеря времени на производство единицы продукции, снижение рентабельности
	Низкая загрузка производственных мощностей	Высокие постоянные затраты.
	Отсутствие комплексной системы контроля качества	Большой процент брака и связанных с ним расходов. Потеря дохода из-за низкой привлекательности товаров компании у клиентов
	Плохое состояние труб подачи смазочно-охлаждающих жидкостей и коммуникаций, неэффективный контроль за работой горелок термической обработки	Очень высокая доля энергии и коммунальных услуг в цене производства (29%). Рост себестоимости продукции из-за потери газа
	Секционность планировки помещений и устаревшая цеховая организация производства (рис. 2.5)	Высокие временные и экономические затраты на производство
	Высокий уровень товарных запасов на складе, частичное размещение запасов прямо в цеховых помещениях. (рис. 2.5)	
Сфера финансов	Наличие доли бартерных взаимоотношений с потребителями	Потеря денежного потока, возможные кассовые разрывы
Инвестиционная деятельность	Отсутствуют	-
Сфера управления	Отдел маркетинга не взаимодействует с финансовой службой. Слабый контроль менеджмента, отсутствие возможности инициативы на местах из-за чрезмерной бюрократизации	Большие постоянные и административные (в т.ч. управленческие) затраты
	Коммерческая структура предприятия не справлялась с обязанностями по подготовке оценок и прогнозов.	

Сфера сбыта	Отсутствие сертификации ISO ограничивало выход завода на международных потребителей, работающих в РФ	Потеря доходов из-за недостаточного спроса
	Отсутствие клиентоориентированного подхода	
	Отсутствие службы послепродажного сервиса снижало спрос на продукцию среди ключевых компаний-заказчиков	
	Ограниченная номенклатура продукции, — в основном трубы большого и среднего диаметров	

Источник: разработка автора.

Для устранения вышеуказанных негативных моментов менеджментом компании было принято решение о выполнении обширного ряда *мероприятий реструктуризации* (табл. 3.5). Отметим, что какие-либо *инвестиционные* мероприятия во время реструктуризации Завода не проводились.

Таблица 3.5 — Цепочка создания положительного эффекта синергии реструктуризации Завода «Измерон»

Мероприятия, проводимые в рамках определенного вида синергии реструктуризации Завода «Измерон»	Результат	Проявления ПСЭ
1. Операционная синергия		
- расширение номенклатуры производимой продукции; - модификация производственных операций с целью сокращения временных нормативов на смену инструментов/производства; - совершенствование системы распределения энергии и коммунальных услуг; - создание прямой производственной линии; - введение системы контроля качества полного цикла	- более широкий ассортимент продукции; - направление высвободившегося персонала, основных фондов и денежных средств на внутреннее развитие	- снижение себестоимости продукции; - снижения процента постоянных расходов в общем объеме операционных расходов; - увеличение продаж и, как следствие, рост выручки
2. Финансовая синергия		
- исключение бартерных взаимоотношений	- увеличение денежного потока; - улучшение финансового планирования	- рост денежного потока

3. Управленческая синергия		
<ul style="list-style-type: none"> - внедрения мероприятий по улучшению взаимодействия между отделами; - расширение работы отдела закупок и его подчинение высшему руководству; - появление возможности принятия решений на уровне начальника производственной линии; - снижение количества бюрократических процедур; - объединение службы маркетинга и службы по работе с клиентами 	<ul style="list-style-type: none"> - повышение качества управления; - увеличение оперативности принятия управленческих решений; - перенос компетенций; - повышение качества работы персонала; - ликвидация дублирующих и создание единых централизованных подразделений; - снижение числа увольнений ценных сотрудников 	<ul style="list-style-type: none"> - сокращение расходов компании от увеличения качества и оперативности управления; - сокращение выплат по штрафам и пеням; - повышение стоимости человеческого капитала организации
4. Сбытовая синергия		
<ul style="list-style-type: none"> - предоставление новых дополнительных услуг потребителям; - создание службы послепродажного сервиса с открытием филиала в г. Нефтеюганск; - перестройка отдела продаж; - проведение сертификация ISO 	<ul style="list-style-type: none"> - повышение скорости обработки заказов; - повышение скорости доставки продукции; - привлечение новых клиентов, доверяющих сертификации ISO 	<ul style="list-style-type: none"> - сокращение прямых и косвенных затрат по сбыту продукции; - увеличение дохода от реализации большего объема товаров и/или услуг

Источник: разработка автора.

В результате проведения отмеченного выше комплекса мероприятий изменилась организация производственного процесса (рис. 3.2), продажи вышли на лучший уровень благодаря долгосрочным контрактам с крупнейшими нефте- и газодобывающими компаниями, такими как Газпром, Лукойл, Газпром нефть.

Также значительно снизились постоянные расходы и общая себестоимость продукции, — как за счет создания прямой производственной линии с контролем качества и снижением заводского брака, так и за счет совершенствования процедур управления и сбыта.

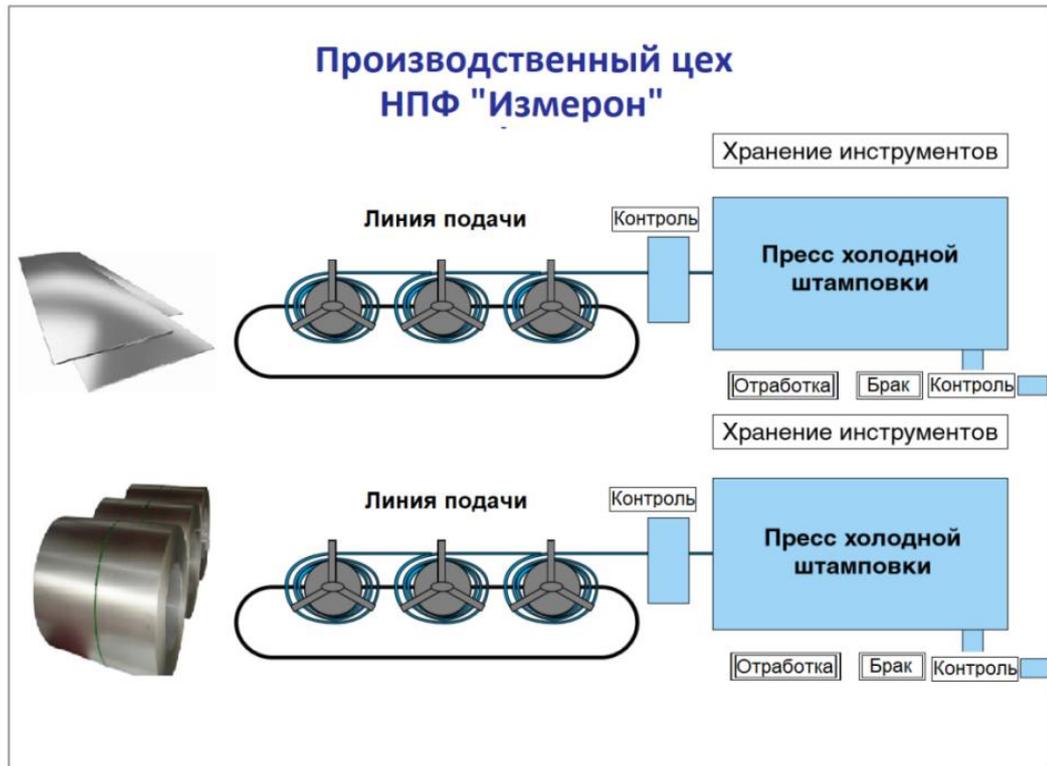


Рис. 3.2 — Организация производственного процесса Завода «Измерон» после процедуры реструктуризации

Источник: разработка автора.

В соответствии с общей схемой создания ПСЭ реструктуризации (см. рис. 2.4) представим схему создания положительного эффекта синергии реструктуризации для НПФ «Завод «Измерон»» (рис. 3.3).

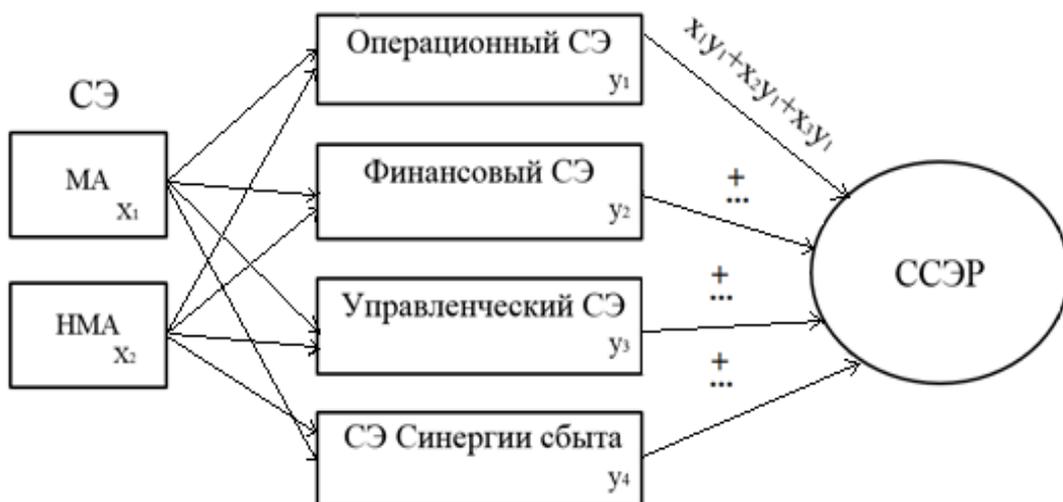


Рис. 3.3 — Схема создания ССЭР завода «Измерон»

Источник: разработка автора.

В результате расчёта денежных потоков от мероприятий, проводимых в рамках целенаправленного формирования СЭ синергии реструктуризации с использованием метода дисконтирования денежных потоков (МДДП), стоимостное выражение ССЭР для НПФ «Завод «Измерон» во временном горизонте в 5 лет составило 680 млн. руб. (см. табл. 3.6).

Таблица 3.6 — Расчет ССЭР для НПФ «Завод «Измерон»

Год	CF (A)	Term. Value (A)	CF (A*)	Term. Value (A*)
1	82,8		92,6	
2	95,2		111,2	
3	109,5		133,4	
4	125,9		160,1	
5	144,8	2 537,3	192,1	3 498,6
Дисконтированная остаточная стоимость (PV(TV))		1 826,0		2 375,0
Итого стоимость бизнеса завода «Измерон» до и после реструктуризации		2 384,2		3 064,4

Источник: разработка автора.

Величина ССЭР = 3 064,4 — 2 384,2 = **680,2 млн руб.**

Данный результат не учитывает фактически понесенные затраты на процедуру реструктуризации.

Чтобы определить чистый синергический эффект синергии реструктуризации необходимо вычесть затраты на ее проведение.

3.2. Учет синергического эффекта синергии объединения (в случае сделок М&А)

В первую очередь остановимся на существующих представлениях о специфике проведения сделок М&А и особенностях формирования синергического эффекта синергии объединения.

В мировой экономической литературе существует ряд теорий, имеющих целью объяснить мотивацию (причины) проведения сделок слияний и поглощений. Наибольшее распространение получили *теория создания*

добавленной экономической стоимости (value added), используемая в стоимостном управлении (VBM) компанией и *теория синергии (Theory of Synergy)*.

В 1983 году в работе Бредли, Десаи и Ким [120; 121, с 195], *теория синергии* была представлена впервые, как сформировавшаяся. Ее суть состоит в том, что две компании *пойдут на слияние* только в том случае, если *объединенная* компания, образовавшаяся в результате их слияния, увеличит благосостояние акционеров обеих компаний, - вырастет совокупная чистая прибыль и стоимость акций *объединенной* компании С будет выше, чем у обеих компаний до сделки⁴⁷.

Акционеры поглощающей компании обычно считают сделку успешной, если в ее результате создается *дополнительная стоимость*, то есть повышается суммарная прибыльность активов и, соответственно, их акционерная стоимость [137]. При этом доля неудачных сделок, в результате которых стоимость не создается, а разрушается, достигает 70% [173; 207].

Ф. Эванс и Д. Бишоп [105, с. 71-72], а также Л. Татарченко [199], обращают внимание на следующие причины *ошибок* в оценке эффекта синергии:

- неумение учесть *отрицательные* синергические эффекты 1-ого года;
- появление дополнительных требований в области регулирования подобных сделок;
- изменение названий компаний;
- напряженные отношения с акционерами;

⁴⁷ Согласно *теории синергии* компания, образовавшаяся в результате слияния или поглощения, может использовать *широкий спектр преимуществ*, которые возникают вследствие *объединения ресурсов* сливающихся компаний, а именно:

- *экономия на масштабах*,
- *снижение административных, маркетинговых и прочих затрат* за счет централизации функций, расширения продуктового ряда,
- *увеличение доли рынка*, географической диверсификации своего бизнеса,
- *повышение эффективности управления* и работы персонала и т.д.

Не стоит забывать и о возможности решения агентской проблемы.

Рассмотренные предполагаемые выгоды являются самыми распространенными *мотивами*, объясняющими качественную и количественную стороны *целесообразности* осуществления сделок слияний и поглощений.

- отрицательное восприятие общественностью воздействия на потребителей;

- закрытие ряда производственных мощностей;

- затраты на компенсационные выплаты и в связи с сокращением производства;

- *неадекватный анализ риска,*

- *неэффективное стратегическое планирование* при разработке стратегии;

- неумение представить обоснование целесообразности проведения реорганизации компаний (даже лучшая компания может оказаться плохой инвестицией, если уплаченная цена слишком высока, — превышает текущую стоимость ожидаемых в будущем прибылей).

Ошибки совершаются на всех основных этапах слияния или поглощения: в выборе объекта, в проведении сделки и в управлении объединением, наконец, в оценке ее эффективности⁴⁸.

Оценка стоимости объединенной компании в сделках M&A подразумевает под собой и *определение совместимости компаний*⁴⁹.

Объединения производственных, сбытовых, исследовательских и других мощностей, усиления рыночных позиций, трансфера технологий, уменьшения штата и т.д. во многом определяют успех сделки, поэтому особенно важно

⁴⁸ Так, часто отмечается, что эффект *синергии объединения* зачастую с трудом поддается оценке по ряду следующих причин:

- покупка компании существенно сложнее покупки нового оборудования, так как *при слиянии* возникают особые налоговые, правовые и бухгалтерские проблемы;
- необходимо анализировать как причины сделки, так и ее последствия, — кто из участников, вероятнее всего, извлечет из него прибыли, а кто понесет убытки;
- следует принимать во внимание тактические приемы наступления и защиты, которые часто применяются при враждебных поглощениях;
- неумение провести корректное соотнесение выгод и издержек.

⁴⁹ Подобный анализ заключается в следующем:

- определение возможностей для создания стоимости за счет реорганизации компании;
- анализ сильных и слабых сторон участников сделки;
- прогнозирование вероятности банкротства;
- анализ производственного (операционного) и финансовых рисков;
- оценка потенциала изменения чистых денежных потоков;
- предварительная оценка стоимости реорганизуемой компании.
- определение возможностей для создания различного вида синергий.

оценить *возможности создания стоимости* в результате проведения подобных мероприятий.

Анализ существующих методов оценки синергического эффекта синергии объединения (от сделки слияния/поглощения)

Методы оценки синергического эффекта, существующие на данный момент, можно разделить на три группы по числу общепринятых подходов в оценке (Сравнительный, Затратный и Доходный).

Сравнительный подход в оценке синергического эффекта представлен такими методами как

- прогнозирование прироста курсовой стоимости акций объединенной компании по сравнению с объединяемыми,
- метод рыночных мультипликаторов,
- оценка косвенной выгоды (как разности доходностей объединенной компании и рыночной доходности объединяемых);
- анализ сопоставимых сделок.

Рассмотрим их.

1. Ф. Эванс и Д. Бишоп считают [105, с. 99], что величину СЭ можно оценить на основе *прогнозируемых значений прироста курсовой стоимости акций объединяемых компаний*. В заявленном публично решении одной компании заплатить премию, чтобы приобрести другую компанию, содержится неявное послание акционерам компании-покупателя о том, что через данное приобретение она сможет создать стоимость, превышающую эту премию.

2. *Метод рыночных мультипликаторов* состоит в расчете отношения двух показателей, получаемых по рыночной информации о компаниях, уже совершивших сделку слияния. Например, это может быть отношение известной величины полученного синергического эффекта к суммарной стоимости компаний *до* объединения. Этот показатель (мультипликатор) затем применяется и к предполагаемому случаю слияния компаний с известными величинами их стоимостей.

3. Возможно также *сравнение разностей доходности* объединенной компании и доходности *средней по рынку* в зависимости от сферы деятельности. Д. Хардинг и С. Роувит [89, с. 76-77] полагают, что из характера изменения курса акций сразу *после объявления о сделке* можно сделать некоторые выводы о возможном синергическом эффекте. В частности, по реакции рынка и виду сделки на основе статистических наблюдений можно предсказать увеличение или снижение стоимости объединенной компании спустя некоторый промежуток времени.

4. *Метод анализа сопоставимых сделок* позволяет получить конкретные значения синергического эффекта на основе ретроспективных данных по результатам произошедших сопоставимых сделок М&А.

Методы Сравнительного подхода имеет смысл применять, когда требуется провести *экспресс-анализ целесообразности сделки*. Для этого аналитику необходимо использовать ретроспективную информацию о сделках М&А на рынке, предоставляемую рядом информационных агентств. Из *недостатков* методов следует отметить чрезмерное использование качественного анализа, субъективных экспертных оценок, а также сложности в подборе компаний-аналогов и сопоставимых сделок, так как не бывает в точности одинаковых слияний. В РФ лишь ограниченный перечень компаний представлен на биржах РТС или ММВБ. В основном российский бизнес (подчас даже крупный) представлен обществами с ограниченной ответственностью (ООО), о которых отсутствует информация в открытом доступе. Также сложно определить, является ли прирост стоимости акций объединенной компании проявлением именно синергических эффектов или обусловлен внешней конъюнктурой рынка.

Затратный подход основан на оценке стоимости чистых активов, и является наиболее простым в использовании. С.В. Валдайцев полагает, что синергический эффект объединенной компании происходит из-за *наращивания стоимости чистых активов* компании в процессе доукомплектования ее имущественного комплекса [23, с. 175]. Положительной стороной данного подхода является простота, существование унифицированного порядка оценки

чистых активов Минфином России в дополнение к чисто оценочной процедуре. Отрицательной стороной — трудности в оценке стоимости НМА, что делает невозможным проведение полноценного стоимостного расчета СЭ.

Как отмечает Е.С. Федорова [97], в М&А участвует компания в целом (бизнес), а не набор активов, поэтому Затратный подход в оценке синергического эффекта имеет ограниченное применение. Его используют в основном в оценке ликвидационной стоимости компаний, а также в оценке предприятий, для которых в силу специфики их деятельности сложно достоверно спрогнозировать будущие доходы.

Во всех методах оценки синергического эффекта *Доходным подходом* лежит определение двух величин: прогнозных денежных потоков и ставки дисконтирования, отражающей величину предполагаемого риска. При этом ряд авторов [49, с. 27-29] считает необходимым проводить не только количественную, но и качественную оценку синергического эффекта, т.е. выявить *источники* проявления СЭ⁵⁰.

Плюсами Доходного подхода являются:

- возможность оценки ПСЭ в полной мере, как в краткосрочном, так и в долгосрочном периоде;
- возможность четкого количественного выражения величины СЭ,
- наибольшая точность расчетов из-за учета факторов риска.

Среди *минусов* отмечают наличие некоторой степени неопределенности, которая часто носит вероятностный характер. В практическом плане при

⁵⁰ Так, стоит отметить *модель Р. Мэтьюза* [68], которая дает представление о структуре СЭ по отношению к движению ресурсов. Согласно этой модели, эффект синергии возникает за счет двух основных источников:

- *субаддитивности*, природа которой заключается в *снижении совокупных затрат* объединяющихся компаний на привлечение капитала, устранении дублируемого персонала и т. д. *при сохранении существующих объемов продаж*, и
- *супераддитивности*, заключающейся в *увеличении прибылей за счет роста продаж* в результате *усиления маркетинговой позиции* объединенной компании, реализации новых инвестиционных проектов, которые невозможно было реализовать по отдельности.

Однако автор не видит в этой модели достаточной конструктивности, чтобы заниматься на ее основе дальнейшими системными исследованиями.

прогнозировании целесообразности сделки М&А зачастую оценка издержек является заниженной.

Согласно данным НИУ ВШЭ [212] наиболее часто аналитики используют *метод дисконтирования денежных потоков (МДДП)* Доходного подхода, который и рекомендуется к применению, а также *метод сопоставимых сделок*⁵¹. Приближенная оценка синергического эффекта обычно проводится по текущей рыночной капитализации с добавлением средней рыночной премии по сделкам М&А.

По причине вышеуказанных преимуществ (в т.ч. универсальности) для разработки авторских рекомендаций по оценке совокупного СЭ синергии объединения (ССЭО) следует остановиться на методе дисконтирования денежных потоков.

Авторские рекомендации по оценке совокупного СЭ синергии объединения (ССЭО)

Решение автора о применении *МДДП* соответствует выбору Ф. Эванса и Д. Бишопа [105, с. 19], а также позиции А.Г. Грязновой и М.А. Федотовой [34, с. 510]. Все они предлагают оценивать эффект синергии, полученный в сделках М&А, именно этим методом, поскольку он является единственным, позволяющим учитывать будущие изменения в прогнозах денежных потоков предприятия.

Понятно, что возможность получения СЭ синергии объединения является ключевым фактором (условием) проведения сделки М&А. Это подтверждается и исследованиями McKinsey и KPMG [173; 182], проводившими опросы среди топ-менеджмента о целях М&А.

⁵¹ Существуют также некоторые методы, с помощью которых решаются частные задачи оценки СЭ. Например, к ним можно отнести, так называемый, *системный синергический подход* — определение синергии потенциала *финансово-промышленной группы* (ФПГ) на основе решения комбинаторной задачи с применением логико-математического алгоритма, основанного на положениях теории кластерного и многомерного анализа. Также отметим существование методики А.Н. Кондратьева оценки синергии *потенциала* ФПГ. Они разработаны для конкретной ОЭФ ведения бизнеса и не являются общими.

Сама по себе *целесообразность сделки M&A* должна подтверждаться расчетом, показывающим, что рыночная стоимость бизнеса компании, созданной в результате слияния, окажется выше, чем сумма стоимостей бизнесов образующих ее фирм до их объединения.

Допустим, что образовавшаяся *после поглощения* компания A^* имеет рыночную стоимость V_{A^*} (стоимость ее бизнеса), а стоимости компаний A и B до их объединения равны V_A и V_B соответственно, тогда *выгоду от слияния* — *синергический эффект* синергии объединения (ССЭО) — получим из выражения:

$$CCЭО = V_{A^*} - (V_A + V_B) \quad (3.7)$$

Слияние экономически целесообразно, если эта разность *положительна*.

В случае немедленной оплаты, когда компания A покупает компанию B , *издержки Z_{A^*} на осуществление сделки поглощения (приобретения* компанией A компании B) можно определить как разность между уплаченными компанией A за нее денежными средствами (*ценой P_B*) и *стоимостью (V_B)* компании B (и оцененной фондовым рынком или оценщиками):

$$Z_{A^*} = P_B - V_B. \quad (3.8)$$

Разность между выгодами и издержками компании A — это *чистый синергический эффект синергии объединения*⁵² (*NetSynAss*⁵³), возникающий от поглощения компании B .

$$NetSynAss = CCЭО - Z_{A^*} = V_{A^*} - (V_A + V_B) - (P_B - V_B). \quad (3.9)$$

Если $NetSynAss > 0$, то есть появилась добавленная стоимость, то поглощение проводить *целесообразно*.

Таким образом, начинать оценку следует с получения информации о *рыночной стоимости V_B* компании B и только потом исследовать изменения в денежных потоках, которые будут обусловлены слиянием.

⁵² В концепции VBM — это *добавленная стоимость (value added)*.

⁵³ $NetSynAss = Net Synergy Effect of Association$.

Издержки, возникшие в процессе проведения сделки, представляют собой премию, которую покупатель платит за компанию сверх ее стоимости.

Эта же идея лежит в основе следующего алгоритма оценки совокупного (ССЭО) и чистого (*NetSynAss*) синергических эффектов.

Алгоритм проведения оценки *NetSynAss* состоит в следующем:

1. Выполняется *стоимостная оценка бизнеса каждой компании А и В в отдельности* (применением МДЦП) с прогнозным периодом 4-5 лет, что включает в себя прогноз *чистых денежных потоков (Cash Flows — CF)*⁵⁴ и оценку их текущей стоимости (*Present Value — PV*).

2. Проводится *суммирование стоимостей бизнесов двух компаний* в предположении отсутствия синергии.

3. Готовится отчет о движении денежных средств для объединенной компании *A**.

4. Проводится *анализ источников возникновения синергии, и строится схема формирования совокупного эффекта синергии объединения через CF*.

5. Выполняется *стоимостная оценка бизнеса объединенной компании A* с учетом изменений, полученных в результате сделки слияния* (с учетом совокупного эффекта синергии объединения — ССЭО).

6. Рассчитывается величина, так называемого, «*стоимостного разрыва*», т.е. сумма стоимостей V_A и V_B сравнивается с текущей стоимостью объединенной компании — $V(A^*)$ с учетом возможного проявления ССЭО.

7. Производится *расчет возможных затрат на процедуру поглощения*, вычитание которых из оцененного ССЭО даст величину чистого эффекта синергии объединения (*NetSynAss*).

⁵⁴ Использование в оценке СЭ «свободного денежного потока (на фирму)», то есть Free Cash Flow to Firm (FCFF) представляется автору некорректным, поскольку дисконтирование FCFF дает оценку *инвестированного* капитала, прирост которого не позволяет выявить, какая часть его увеличивает *собственный (акционерный) капитал* компании, то есть обеспечивает ее рост без участия внешних заимствований. Кроме того, в состав *инвестированного* капитала в корпоративных финансах (в отличие от оценки бизнеса) включены *краткосрочные (процентные) заимствования*, что подрывает идею использования такого денежного потока в стратегических процедурах, рассчитанных на *долгосрочную* перспективу.

Рассмотрим процедуру оценки синергического эффекта от реализации сделки поглощения компанией А компании-цели В двумя способами (по аналогии с оценкой ССЭР), первый из которых подробно описан выше.

Пример. Компания «Альфа» (А) предполагает осуществить *поглощение* компании «Дельта» (В). Эти компании функционируют в одной отрасли и производят сходный продукт, то есть синергия *горизонтальная*. В таблице 3.7 представлены ожидаемые денежные потоки (ДП) за 4 года прогнозного периода каждой из компаний в отдельности и компании А* (после поглощения) с учетом полученного *положительного эффекта синергии (ПСЭ)*, в млн руб.:

Таблица 3.7 — Ожидаемые денежные потоки компаний «Альфа» и «Дельта»

Год	1	2	3	4
Компания А	100	120	144	173
Компания В	60	69	79	91
Компания А* (с ССЭО)	172	203	239	282

Источник: составлено автором.

Стоимость (привлечения) капитала каждой из компаний в отдельности, как и, предположительно, компании А*, составляет 10%., Темпа роста ДП для каждой из компаний на конец прогнозного периода составляет 4% годовых. Ожидается, что и объединенная компания А* будет расти примерно так же. Оценить ССЭО, полученный в результате сделки М&А.

Решение.

Вариант 1. Расчеты представлены в таблице 3.8 (млн руб.).

Таблица 3.8 — Расчет величины ПСЭ объединенной компании А*

Год	CF_A	CF_B	CF_{A^*}	Фактор дисконтирования R	$CF_{A^*} R$	$CF_B R$	$CF_{A^*} R$
1	100	60	172	0,9091	90,91	54,55	156,36
2	120	69	203	0,8264	99,17	57,02	167,76
3	144	79	239	0,7513	108,19	59,35	179,56
4	173	91	282	0,6830	118,16	62,15	192,61
Остаточная стоимость (<i>terminal value</i>) (TV)					2 998,67	1 577,33	4 888,00
Дисконтированная остаточная стоимость (<i>discounted terminal value</i>) ($PV(TV)$)					2 048,09	1 077,32	3 338,50
Итого стоимость бизнеса компаний					2 464,53	1 310,39	4 034,79
Величина ПСЭ					4034,79-(2464,53 + 1310,39) =259,87		

Источник: составлено автором.

Вариант 2. Расчеты представлены в таблице 3.9 (в млн руб.).

Таблица 3.9 — Расчет величины ПСЭ объединенной компании А*

$CF_A + CF_B$	$CF_{(A^*)}$	ΔCF	R	$\Delta CF \times R$	$\Delta CF(TV)$
160	172	12	0,9091	10,909	$(18 \cdot (1 + 0,04) / (0,1 - 0,04) = 312$ $PV(TV) = 312 \cdot 0,6830 = 213,1$
189	203	14	0,8264	11,57	
223	239	16	0,7513	12,021	
264	282	18	0,683	12,294	
Величина ПСЭ = 10,909 + 11,57 + 12,021 + 12,294 + 213,1 = 259,89					

Источник: составлено автором.

Таким образом, как и в случае оценки СЭ синергии реструктуризации, оба способа оценки ПСЭ *синергии объединения* приводят к единому результату, округленно равному **260 млн руб.**

Понятно, что по своей сути процесс сделки М&А не может быть бесплатным (существуют фактически понесенные накладные расходы на осуществление подготовки сделки, предварительную оценку эффективности процесса М&А, оплату юридических расходов и др.) [122]. Поэтому в силу п. 7 приведенного выше алгоритма из полученного результата следует вычесть оцененные *расходы на проведение сделки слияния/поглощения*, чтобы получить *чистый эффект синергии объединения (NetSynAss)*⁵⁵.

3.3. Стоимостная оценка синергического эффекта *синергии интеграции* на примере кластерного образования

Задача разработки методики *количественной оценки эффективности проведения кластеризации* на основе оценки изменения стоимости компаний — участников кластера как интегрированной структуры, — достаточно нова и весьма актуальна, как и Тема *оценки результативности* для принятия управленческих решений в межорганизационных сетях, хотя ей посвящено

⁵⁵ С момента определения *NetSynAss* встает задача определения пропорции его распределения между акционерами компании-инициатора сделки и компании-цели. Однако эта задача выходит за рамки непосредственно поставленных целей и задач данного исследования.

немало работ. Однако до сих пор понятие *«результативности отношений»* не имеет общепринятого определения. То же можно отнести и к *«межфирменным связям»* как к понятию большего уровня общности⁵⁶.

Вполне разумно, что большинство менеджеров считают, - *для управления результативностью необходимо уметь ее измерять*. Поэтому анализ и стоимостная оценка межфирменных связей в интегрированном образовании с точки зрения их результативности, очень важны и актуальны.

В свою очередь, *результативность* — понятие более широкое, чем *эффективность* (или экономичность, или производительность). Она не всегда понимается как *соотношение результатов и затрат*⁵⁷. Однако определение, основанное на *результатах и затратах*, понимаемых в широком смысле (даже как рост организационных способностей и клиентской базы), *наиболее традиционно* (см., например, [190, с. 76-89]).

Кроме того, важно отметить, что *результативность сетизации* (как в измерении эффективности инвестиций при реализации инвестиционного проекта) может быть определена с позиций *разных ее участников*. Каждая *заинтересованная сторона* имеет свои, отличные от других, цели, и поэтому определения, данные с разных позиций, будут различными.

Определение этого понятия с точки зрения менеджеров компаний можно сформулировать так: *результативность сетевых межфирменных отношений* — это степень достижения компанией целей развития данных отношений,

⁵⁶ По терминологии, используемой в многочисленных источниках, **не акцентирующих своего внимания на системности подхода**, используется термин *«сетевых отношений»*, т. е. отношений участников в межорганизационных сетях. Мы предпочитаем термин *«межфирменные связи»*, поскольку *фирмы* в интегрированных формах ведения бизнеса рассматриваются нами как *элементы системы*, и соответственно, нас интересуют *связи между ними*, порождающие эффект *синергии интеграции*, который важно уметь оценивать.

⁵⁷ В различных теоретических подходах *результативность* понимается как

- достижение запланированных *целей*,
- достижение *адаптации в сети*,
- сохранение идентичности внутренних процессов или
- *интеграция* организационных элементов и др.

Согласно Т. Парсонсу от одновременного достижения всех этих четырех аспектов зависит само выживание организации [175, с. 238–241; 185].

характеризующих их [отношений - *авт.*] вклад в создание *долговременных конкурентных преимуществ и получение прибыли* [83].

В современных исследованиях в качестве основных источников конкурентных преимуществ сетей, выделяются следующие⁵⁸:

- 1) инвестиции в *отношенческие*⁵⁹ активы;
- 2) *обмен знаниями*, в том числе приводящий к совместному обучению;
- 3) *объединение комплементарных, но редких ресурсов или способностей* через несколько каналов функционального взаимодействия, которое приводит к совместному созданию *уникальных новых продуктов, услуг или технологий*;
- 4) *снижение транзакционных издержек* по сравнению с конкурентами благодаря применению более эффективных *механизмов управления*.

Д. Дайер и Х. Сингх [133], а также К. Ламбе, Р. Спекман и С. Хант [176] утверждают, что альянсы⁶⁰ создают *конкурентные преимущества* только в том случае, когда они обеспечивают такие межфирменные отношения [*связи — авт.*], характеристики которых отличны от стандартных рыночных.

Примером концентрированного анализа исследований, проводимых в данной сфере, служит книга «Методологические исследования сетевых форм

⁵⁸ Анализ этих источников (хотя и неполно представленных) *конкурентных преимуществ* позволяет отнести их и к *источникам синергического эффекта*, возникающего при интеграции нескольких фирм.

⁵⁹ В рамках *«отношенческой концепции»* оценка *межфирменных отношений* может преследовать разные цели. Например, она может потребоваться в случае необходимости измерения их *вклада в стоимость компании*, а к наиболее разработанным направлениям относят, например, оценку клиентского капитала. Другую группу инструментов формируют те, которые предназначены для использования менеджерами *при разработке и контроле реализации стратегии компании в целом* или стратегии развития отношений как составной части общей стратегии развития компании. Интенсивному развитию исследований в данной области способствовали работы Д. Дайер, Х. Сингх и П. Кейл [132, с. 137-148 и др.], в которых и далее развивалась *отношенческая концепция*, затрагивая важные вопросы распределения совместно создаваемых рента и получения общих и частных выгод участниками интегрированных структур.

⁶⁰ Здесь имеются в виду *альянсы* в широком смысле - как *деловые союзы*, как «взаимодействие двух или нескольких фирм для выполнения проекта или проведения деловых операций в определенной области *путем координации необходимых знаний и ресурсов совместно*, в отличие от *самостоятельных* действий или от *слияний* между ними» [116 - 118]. То есть *интегрированные структуры* (их можно назвать и *альянсы*) требуют отдельного изучения (в отличие от того, что нами было рассмотрено в главах 2 и 3).

организации бизнеса», где в главе 4 «Методология оценки результативности сетевых межфирменных отношений»⁶¹ рассматриваются «цепочки поставок» как некоторый упрощенный аналог сети, в котором межфирменные взаимодействия и их координация являются основой для эффективного управления всей структурой. В этой главе:

- исследованы *факторы создания дополнительной ценности* [стоимости — авт.] в межфирменных отношениях,
- отслежена *взаимосвязь между типами межфирменных сетей* и результативностью отношений,
- *определены источники*, так называемой, «отношенческой ренты»,
- анализируются основные *подходы к оценке результативности* таких отношений, сформулированные с различных теоретических позиций,
- *введены шкалы для оценки результативности* таких отношений и даже предложены конкретные способы оценки результативности отношений.

В рамках «отношенческого» подхода были также сделаны предположения о *внешних факторах* (экономических и институциональных), благодаря которым ценность отношений становится *устойчивой и защищенной* от копирования конкурентами⁶².

Отношения, разумеется, не всегда развиваются благополучно и *не свободны*

⁶¹ Опирающейся на результаты статьи [101] и диссертации Н.И. Попова «Маркетинговый подход к оценке результативности сетевых межфирменных отношений», написанной под руководством О.А. Третьяк. Однако нацеленность исследования на сферу маркетинга ограничивает значимость исследования для *стратегического менеджмента*.

⁶² Так, в рамках «отношенческого» подхода были выявлены следующие **факторы**, объясняющие распределение стоимости между партнерами:

- *обладание более ценными, редкими, незаменимыми и не поддающимися имитации ресурсами* (что определяет долю общей выгоды взаимоотношений, получаемой фирмой);
- *относительно меньший размер специфических инвестиций* в развитие отношений с партнером;
- *обладание большим портфелем связанных ресурсов, большим структурным капиталом* (который складывается из размера сети, числа структурных пустот в ней и «слабых связей») и
- *большей способностью к усвоению знаний* [132].

Действие этих факторов в свою очередь обусловлено и ограничено *возможностями и намерениями* сторон продолжать отношения, которые определяются, в частности, восприятием отношений как *выгодных и справедливых* [110; 192].

от некоторых *рисков*, которые:

- возникают в случае, когда один из партнеров в стратегическом альянсе может стремиться получить полный и самостоятельный контроль над ресурсами другого партнера (доступ к которым первоначально обеспечивают отношения), избегая при этом делать вклад со своей стороны;
- «связаны с отношениями» (*relational risk*);
- «связаны с качеством исполнения партнерами своих функций в альянсе» (*performance risk*) [131].

Наиболее изучен в *стратегическом управлении риск*, связанный с отношениями, — это *преднамеренно асимметричный обмен знаниями* [126; 153; 149, с. 211–212]. Было показано, что *риски*, связанные с межфирменными отношениями [*межфирменными связями — авт.*], до определенной степени *управляемы*. Так, альянсы, регулируемые на основе *сетевой* формы координации, в *меньшей степени подвержены этому риску*. Кроме того, системы управления отношениями и методы разрешения конфликтов, созданные партнерами, также могут обеспечить некоторую защиту [167].

Таким образом, разработки Д. Дайера, Х. Сингха и их последователей могут быть приняты в качестве основной теоретической базы в сфере определения вклада *межфирменных отношений* [*связей — авт.*] в *долгосрочные* финансовые результаты компании. Для оценки результативности сетевых межфирменных отношений [*связей — авт.*] исследователями было предложено множество шкал и *индикаторов*, соответствующих той или иной концепции или конфигурации отношений. Не останавливаясь на характеристике шкал⁶³, используемых для *качественной* оценки межфирменных связей, упомянем лишь о *системах индикаторов оценки ценности и результативности отношений*. Они в отличие от «шкал» в большей мере имеют практическую направленность и предназначены

⁶³ Хотя некоторые *шкалы* таких авторов, как Страуб, Чен [125] и Пател [150; 151], *используемые* для оценки результативности *целой системы взаимодействующих компаний*, при дальнейшем развитии их методологии и выведении ее на уровень *межфирменной сети* как целого, - могут оказаться весьма полезными.

для управления (а также контроля и мониторинга) результативностью отношений между компаниями различных организационных структур (таких как стратегические альянсы, сети дистрибуции, цепочки поставок, виртуальные организации и др.) и названы **«инструментами оценки»** (от англ. — *«measurement tools»*).

Подводя итог краткому обзору идей и результатов «отношенческой» концепции, можно заключить, что некоторые из них могут быть полезны для разработки схем формирования *синергического эффекта синергии интеграции (ССЭИ)*, однако в целом эта концепция носит *социально-маркетинговый характер*, а ее индикаторы, в основном, **качественные**. Таким образом, проблема **количественной** стоимостной оценки *межфирменных связей*, генерирующих СЭ синергии интеграции, еще чрезвычайно далека от своего решения. Отметим, что разработанные в «отношенческой» концепции наиболее продвинутые инструменты *оценки «результативности»* (качества) сетевых отношений [отношений в сети или *межфирменных связей* — авт.], часто использовали идеи и логику *системы сбалансированных показателей (ССП)*, занимающей достойное место в теории стоимостного управления (VBM).

На наш взгляд, *стоимостная* оценка синергического эффекта кластера для *конкретного его участника* требует, прежде всего, применения трех классических оценочных подходов (Затратного, Сравнительного и Доходного⁶⁴) для оценки стоимости бизнеса компаний, входящих в кластер [4; 10]. Рассмотрим их применение в данном контексте.

В рамках ***Затратного подхода*** оценка рыночной стоимости бизнеса

⁶⁴ Альтернативный (но односторонний) подход к оценке эффективности *интегрированных структур* в целом сводится к применению *количественных методов*, использующих лишь показатели *финансовых* результатов деятельности отдельных участников интегрированной группы, а именно:

- показатели отношения *затрат к результатам*;
- суммированные *показатели деятельности отдельных блоков* кластера (производственного, финансового, коммерческого и научно-исследовательского);
- *показатели эффективности интегрированной структуры в целом* (оценка стоимости совокупных активов, величины общего оборота за определенный период, валовой прибыли и др.).

осуществляется *методом чистых активов* (МЧА) по формуле:

$$СК = А - ОБ, \quad (3.10)$$

где $СК$ — величина оцениваемого *собственного капитала* компании (рыночная стоимость бизнеса, стоимость *чистых активов*, далее — $ЧА$);

A — оцененные по рыночной стоимости совокупные активы предприятия, включая нематериальные;

$ОБ$ — *долгосрочные* обязательства компании (заемный капитал).

Совокупный синергический эффект синергии интеграции, обусловленный включением компании в *кластер*, может быть оценен как *изменение стоимости предприятия-участника* кластера за некоторое время его функционирования *до* и *после* вхождения в кластер. Для кластера в целом этот эффект выразится формулой:

$$ССЭИ = \sum_{i=1}^N ЧА_i^n - \sum_{i=1}^N ЧА_i^{до}, \quad (3.11)$$

где $\sum_{i=1}^N ЧА_i^n$ — сумма рыночных стоимостей чистых активов компаний, функционирующих в рамках кластера, то есть *после* вхождения в кластер;

$\sum_{i=1}^N ЧА_i^{до}$ — суммарная рыночная стоимость чистых активов компаний *до* вхождения в кластер; где N — число предприятий в кластере ($N \geq 3$).

Положительный синергический эффект возникает, если эта разница положительна.

Преимущество МЧА Затратного подхода состоит в том, что при его реализации используется доступная бухгалтерская информация. Однако следует отметить и некоторые *недостатки*, самым существенным из которых является то, что проведение оценки осуществляется на базе текущих показателей, не учитывающих доходоприносящий потенциал предприятий и не отражающих *результативность проведенной интеграции*, проявляющуюся в течение ряда последующих лет.

Сравнительным подходом в оценке бизнеса проводится по анализу

информации о предприятиях, существующих в форме публичных акционерных обществ (ПАО), акции которых свободно обращаются на *фондовом рынке*. Используется показатель средней рыночной стоимости одной акции (или фактическая *котировка*), по которому оценивается величина *собственного капитала (СК)* участников кластера. Росте котировок акций участников кластера отражает эффективность взаимодействия участников кластера

В рамках Сравнительного подхода эффективность работы кластера в целом может оцениваться следующим образом:

$$ССЭИ = \sum_{i=1}^N СК_i^n - \sum_{i=1}^N СК_i^{до}, \quad (3.12)$$

где $\sum_{i=1}^N СК_i^n$ — суммарная рыночная стоимость бизнесов (величин собственного капитала предприятий, их суммарная капитализация) *после* вхождения компаний в кластер;

$\sum_{i=1}^N СК_i^{до}$ — суммарная величина собственных капиталов компаний *до* вхождения в кластер.

Этот метод оценки стоимости компаний широко применяется в странах с развитым фондовым рынком. Но в условиях несовершенства и недостаточной развитости российского фондового рынка применение этого метода достаточно затруднительно, ввиду недоверия инвесторов показателям фондового рынка по капитализации компаний.

Однако Сравнительный подход позволяет использовать информацию по *объектам-аналогам*⁶⁵, имеющим (при достаточно близких характеристиках хозяйственной деятельности и параметрах финансового состояния) сходную стоимость для потребителя. Это дает возможность использования ряда *мультипликаторов*, известных (рассчитанных) для публичных аналогов, для

⁶⁵ *Предприятие-аналог* подбирается для осуществления такой оценки с учетом его отраслевой принадлежности, региона размещения, размера и структуры активов, сопоставимости финансовых характеристик и стратегии развития, стадии жизненного цикла и ряда других факторов [57].

оценки рыночной стоимости оцениваемой (непубличной) компании.

К недостаткам метода рынка капиталов Сравнительного подхода для оценки эффективности создания кластерных структур относятся следующие:

- трудности в подборе предприятий-аналогов по важнейшим параметрам создают сложности в его применении на практике;
- в условиях российской экономики (ввиду *неликвидности* акций большинства акционерных обществ) этот метод может привести к некорректным результатам,⁶⁶.

По мнению автора, наиболее точную количественную оценку синергического эффекта *синергии интеграции* для случая кластера можно получить применением *Доходного подхода*, который адекватно отражает суммарный *прирост стоимостей* предприятий кластера как следствие отмеченных выше преимуществ участников кластера.

При использовании *метода дисконтирования денежных потоков (МДДП)* Доходного подхода *совокупный синергический эффект кластера* может быть оценен (1-й способ) по *разности сумм стоимостей компаний-участников кластера после* их вхождения в кластер и *до* него:

$$\begin{aligned} \text{ССЭИ} &= \sum_{i=1}^N PV(CF_i^n) - \sum_{i=1}^N PV(CF_i^{до}) \\ &= \sum_{i=1}^N PV(CF_i^n - CF_i^{до}) = \sum_{i=1}^N PV(\Delta CF_i) \end{aligned} \quad (3.13)$$

где $PV(CF_i^n)$ — текущая стоимость i -го предприятия, функционирующего в рамках кластера, причем CF_i^n — суммарный денежный поток этого предприятия;

$PV(CF_i^{до})$ — текущая стоимость i -й компаний до вхождения в кластер, а

$CF_i^{до}$ — соответственно, суммарный денежный поток этой компании.

⁶⁶ Рыночная цена предложения часто устанавливается эмитентом произвольно без привязки к реальной стоимости чистых активов и учета возможности дивидендных выплат в прогнозируемом периоде. Уровень котировки акций может искусственно поддерживаться эмитентом путем скупки отдельных пакетов акций по ценам, превышающим реальную рыночную стоимость и т.п.

Ставка дисконтирования должна отражать цену привлечения *всех источников собственного капитала*, с учетом их весов по относительному вкладу в совокупный (акционерный) капитал компании. Она может рассчитываться по известной формуле CAPM (или кумулятивным методом) [57].

Совокупный синергический эффект кластера может быть также оценен (2-й способ) и как сумма *дисконтированных* по соответствующей ставке дисконта *приростов чистых денежных потоков* компаний — участников кластера (см. пример далее).

Формула (3.13) демонстрирует эквивалентность указанных способов. При использовании любого из них оцененный комплексный эффект взаимодействия основных участников кластера должен превышать сумму эффектов от их индивидуальной деятельности в условиях отсутствия кластера⁶⁷.

Пример оценки синергического эффекта синергии интеграции

Оценим эффект синергии, возникающей за счет межфирменных связей, для Лебединского горно-обогатительного комбината (далее — ЛГОК) как одного из участников сформировавшегося в Белгородской области металлургического

⁶⁷ *Замечание.* Определение на практике синергического эффекта в кластере не всегда оказывается возможным из-за сложности получения исходной информации. Однако в общем виде, комплексный эффект взаимодействия основных участников кластера, т.е. предприятий, производящих кластерообразующие виды продукции, должен превышать сумму эффектов от их индивидуальной деятельности в условиях отсутствия кластера.

Не следует предполагать, что синергический эффект внутри кластера достигается за счет исчезновения внутренней конкуренции, напротив, конкуренция между участниками кластера предприятий обостряется. Однако это не препятствует совместному созданию и использованию инфраструктуры, взаимодействию с поставщиками, завоеванию новых рынков под брендом кластера и т.п. В итоге, *независимость элементов* (участников) кластера как системы друг от друга способствует возникновению в нем *эффекта синергии интеграции*.

Внутрикластерная конкуренция заставляет каждого отдельного участника кластера повышать собственные конкурентные преимущества, что приводит к устранению неэффективных форм функционирования. Каждый участник развивает свои сильные стороны, передавая слаборазвитые функции другим структурам, что обуславливает реализацию *принципа взаимодополняемости* участников кластера, также ведущего к росту синергического эффекта. При этом, по мере развития и расширения кластера действие *источников синергии*, как правило, возрастает, поскольку совершенствуются структура и состав элементов кластера, активизируются деловые связи внутри него, совершенствуются формы взаимодействия участников кластера, расширяется спектр их деятельности, и повышается ее эффективность, что в итоге приводит к *усилению эффекта синергии в кластере*.

кластера⁶⁸, в рамках которого был осуществлен проект внедрения технологии частичного сгорания.

Определим *совокупный синергический эффект синергии интеграции* от вхождения Лебединского горно-обогатительного комбината в кластер при реализации им ИП по внедрению технологии частичного сгорания. В ходе анализа финансовой и управленческой отчетности субъектов кластера была получена исходная информация для расчетов (табл. 3.10).

Таблица 3.10 — Данные для определения ССЭИ при реализации ЛГОК инвестиционного проекта в рамках кластера (тыс. долл.)

Показатель	Годы прогнозного периода (горизонт ИП)				
	1	2	3	4	5
Изменение чистой прибыли ЛГОК (как участника кластера и без кластеризации) за каждый год прогнозного периода	4 243	4 249	4 256	4 262	4 269
Амортизация, соответствующая изменению чистой прибыли за год	1 454	1 454	1 454	1 454	1 454
Изменение денежных потоков (как участника кластера и без кластеризации) за каждый год прогнозного периода ΔCF (стр. 1 + стр.2)	5 697	5 703	5 710	5 716	5 723
Фактор дисконтирования для ставки дисконта 12%	0,893	0,797	0,712	0,636	0,567
Дисконтированные ΔCF	5 087,4	4 545,3	4 065,5	3 635,4	3 244,9

Источник: разработка автора.

Прирост терминальной стоимости (ΔTV) рассчитывается по приращению денежного потока за первый год постпрогнозного периода $\Delta CF_6 = 5\,730$ тыс. долл., капитализированного по ставке дисконта в 12%, поскольку рост ΔCF на

⁶⁸ Этот кластер обеспечивает почти 34% общероссийской добычи железной руды, 100% горячбрикетированного железа, 6% выпуска готового проката. Это составляет почти 23% валового регионального продукта Белгородской области, и около четверти поступающих в консолидированный бюджет области налогов. *Ядро кластера* составляют ПАО «Лебединский ГОК» и ПАО «Стойленский ГОК», ведущие добычу железной руды открытым способом, ПАО «Комбинат «КМАруда», осуществляющий ее добычу подземным способом, и ПАО «Оскольский электрометаллургический комбинат» [214]. Предприятия кластера ежегодно наращивают объемы производства продукции с более высокой степенью добавленной стоимости за счет *реализации инвестиционных проектов* (далее — ИП) в рамках данного кластера, направленных на строительство новых, модернизацию и техническое перевооружение действующих мощностей.

⁶⁸ Использованы актуализированные данные статьи [92, с. 23-30].

конец прогнозного периода незначительный (порядка 0,1%): $\Delta TV = 47\,750$ тыс. долл. После дисконтирования на дату оценки, получаем: $PV(\Delta TV) = 27\,074$ тыс. долл.

Результатом суммирования величин *дисконтированных* годовых приростов денежных потоков и соответствующего прироста терминальной стоимости является количественная оценка синергического эффекта — *синергии интеграции* (от участия в кластере) ЛГОК при реализации конкретного ИП (тыс. долл.):

$$ССЭИ = 5\,087,4 + 4\,545,3 + 4\,065,5 + 3\,635,4 + 3\,244,9 + 27\,074 = \mathbf{47\,652,5}.$$

Соответственно, для получения *чистого* СЭ синергии интеграции для ЛГОК (в обозначениях автора — *NetSynInt*) из оцененного ССЭИ следует вычесть *совокупные затраты* этого предприятия по вхождению в кластер. Сумма *NetSynInt* всех участников кластера даст меру эффективности проведенной кластеризации.

Таким образом, оценка уровня развития и эффективности интеграционных структур может базироваться на стоимостной оценке *совокупного* синергического эффекта *синергии интеграции*

Выводы к главе 3

1. Предложены **два способа стоимостной оценки ССЭР:**

(1) на основе понятия «*стоимостной разрыв*», — как разность между стоимостями бизнеса компании *после* проведения реструктуризации и *до* ее проведения с последующим *учетом произведенных совокупных затрат* на реструктуризацию;

(2) на основе дисконтирования *чистого* прироста денежного потока (с *учетом затрат* на реструктуризацию по периодам), — способ, приводящий к **чистому совокупному эффекту синергии реструктуризации (NetSynRes)**.

Применение обоих способов формирования ССЭР проиллюстрировано на примерах. Представлен также пример реального проведения реструктуризации на

заводе «Измерон» и оценки совокупного синергического эффекта *синергии реструктуризации* (ССЭР).

2. Рассмотрены *существующие* методы оценки СЭ от сделки *слияния/поглощения* (в рамках анализа применимости традиционных подходов к оценке бизнеса). Наиболее точную количественную оценку синергического эффекта от проведения сделок М&А можно получить применением *Доходного подхода* (МДЦП), используемого в оценке бизнеса.

3. Даны *авторские рекомендации по стоимостной оценке совокупного СЭ синергии объединения* (ССЭО). Предложен алгоритм проведения оценки *чистого совокупного эффекта синергии объединения* (*NetSynAss*) и дан пример стоимостной оценки ССЭО, полученного в результате сделки М&А.

4. Автором показано, что в отличие от предоставляемых «отношенческой концепцией» *качественных оценок результативности отношений в кластере*, наиболее точную *количественную оценку синергического эффекта* от участия в кластере можно получить применением *Доходного подхода* (МДЦП), используемого в оценке бизнеса.

5. Разработана авторская концепция формирования *совокупного синергического эффекта синергии интеграции* (ССЭИ), обусловленного появлением *межфирменных связей* в интегрированной структуре. Вычитание из оцененного ССЭИ *совокупных затрат на формирование кластера* задает чистый СЭ синергии интеграции — *NetSynInt*.

6. Стоимостная оценка синергического эффекта *синергии интеграции* в случае кластера может основываться на приростных стоимостных показателях деятельности предприятий — участников кластера.

7. Даны рекомендации по *стоимостной оценке ССЭИ*, проиллюстрированные на примере его оценки для Лебединского горно-обогатительного комбината как участника кластера при реализации им проекта внедрения технологии частичного сгорания.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Автор диссертации выстроил **новое «здание» теории синергии, адекватной современному этапу состояния мировой и отечественной экономики**, в котором все, что было известно в отношении этого понятия в науке (в основном, о синергии сделок M&A), теперь может быть размещено лишь на одном из его «этажей».

Научная новизна результатов проведенного *системного* исследования заключается, в частности,

- в разработке *понятийного аппарата современной теории синергии*,
- во введении *авторской типологии видов синергии, обладающей иерархической структурой*,
- в разработке *схем формирования синергического эффекта для синергий различных типов*, а также
- в создании *авторской методики стоимостной оценки синергических эффектов от реализации различных типов синергии*.

Формирование этих СЭ может быть обусловлено проведением целенаправленной процедуры *реструктуризации* компании, осуществлением *сделки слияния/поглощения* двух (или нескольких) компаний или *сменой организационно-экономической формы ведения бизнеса*, а также *установлением межфирменных связей между несколькими компаниями в случае синергии интеграции*.

Разработанные автором *рекомендации* позволяют менеджменту компании оценить величину потенциального (планируемого) эффекта синергии и использовать ее в прогнозах текущей стоимости денежных потоков, генерируемых объектом исследования в процессе реализации мероприятий, предписанных схемой формирования *синергического эффекта* того или иного вида и типа синергии, который может быть и *долгосрочным*. То есть **полученные результаты относятся и к теории стратегического управления, ориентированного на стоимость (концепция VBM)**.

Представленные в данном исследовании *схемы формирования синергических эффектов*, получаемых в результате реализации *стратегий*, нацеленных на полноценное использование механизма синергии (ее различных видов и типов) и обеспечивающих рост стоимости компании, а также *методика оценки СЭ*, **необходимы и для повышения эффективности управления конкретными субъектами хозяйствования в практике их функционирования.** Это будет способствовать *росту инвестиционной привлекательности* компаний, *повышению конкурентоспособности* российского предпринимательства в целом и укреплению всей национальной экономики.

Топ-менеджмент получает в руки **мощный инструмент повышения эффективности деятельности компании**, при этом результаты исследования могут быть использованы как производителями (предприятиями, фирмами), так и институциональными структурами (инвестиционными банками и фондами прямых инвестиций) для более точной оценки принимаемых менеджментом решений, касающихся использования синергии различных видов и типов и нацеленных на *повышение стоимости* компании.

Наряду с описанными выше результатами исследования, составляющими новизну, следует отметить и ряд сопутствующих результатов, представляющих интерес для теоретиков и практиков сферы управления, а именно:

1) даны авторские определения понятий «реформирование», «реструктуризация», «реорганизация» и выделены их различия на основе сравнительного анализа характеристик этих понятий;

2) проведен анализ глобального рынка сделок M&A за период 2000-2019 гг. с прогнозом на 2020 год;

3) представлена классификация ОЭФ, сетей и кластеров по ряду признаков;

4) в целях защиты от враждебных сделок поглощения предложена классификация факторов риска рейдерского захвата.

Результаты и основные положения исследования могут служить материалом для использования преподавателями, аспирантами и студентами факультетов экономики и менеджмента вузов в научно-исследовательском и

учебном процессах по дисциплинам, включенным в учебные планы университетов и связанным с инвестиционной, управленческой и оценочной деятельностью: «Инвестиционный анализ», «Стратегический менеджмент», «Оценка бизнеса», «Управление, ориентированное на стоимость компании» и др.

Безусловно, проведенное исследование требует продолжения в части детализации ряда положений, что в наибольшей степени касается формирования и оценки *синергического эффекта синергии интеграции*, обусловленного наличием *межфирменных связей* участников сети/кластера. Также это относится к дальнейшей детализации содержания таблиц, описывающих процессы формирования СЭ различной природы (от списка возможных мероприятий до конкретных финансовых и иных *показателей*, непосредственно воздействующих на прирост денежных потоков, используемых в расчетных формулах стоимостной оценки синергических эффектов различных типов синергий).

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Нормативно-правовые документы

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 № 51-ФЗ (ред. от 03.08.2018), (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2019); Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 26.01.1996 № 14-ФЗ (ред. от 29.07.2018), (с изм. и доп., вступ. в силу с 30.12.2018); Гражданский кодекс Российской Федерации (часть третья) от 26.11.2001 № 146-ФЗ (ред. от 03.08.2018) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.09.2018); Гражданский кодекс Российской Федерации (часть четвертая) от 18.12.2006 № 230-ФЗ (ред. от 23.05.2018).

2. Федеральный закон от 08.02.1998 № 14-ФЗ (ред. от 23.04.2018) «Об обществах с ограниченной ответственностью» Глава V, Статья 51. Реорганизация общества.

3. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. от 19.07.2018) Глава II, ст. 15. Реорганизация общества.

4. Закон РФ от 29.07.98 г. № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (ред. от 03.08.2018).

5. Закон РФ от 25.02.99 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» (ред. от 25.12.2018).

6. Федеральный закон «О внесении изменений в главу 4 части первой Гражданского кодекса Российской Федерации и о признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации» от 05.05.2014 ФЗ-99.

7. Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ (ред. от 27.12.2018) «О рынке ценных бумаг».

8. Федеральный закон от 26.07.2006 N 135-ФЗ (ред. от 27.12.2018) "О защите конкуренции" (с изм. и доп., вступ. в силу с 08.01.2019).

9. Федеральный закон от 05.03.1999 № 46-ФЗ (ред. от 03.07.2016) «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг».

10. Международные стандарты оценки, утвержденные Международным комитетом по стандартам оценки (IVSC – International valuation standards committee), 2017 г.

11. Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 37 "Оценочные обязательства, условные обязательства и условные активы (введен в действие на территории Российской Федерации приказом Минфина России от 28.12.2015 N 217н) (ред. от 30.10.2018) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2019) Ст. 70 п. d.

Научные русскоязычные источники

12. Асмаева Е. О., Раскрытие сущности виртуальной организации как объекта управления через декомпозицию ее признаков, Государственное и муниципальное управление. Ученые записки СКАГС. 2016. № 1. - С. 207.

13. Балабан В.А. Синергия: сферы проявления и источники получения - Вестник ТГЭУ. № 3, 2006 – С. 90-98.

14. Бегаев А.А. Корпоративные слияния и поглощения: проблемы и перспективы правового регулирования, М. Инфотропик Медиа 2010. – 250 с.

15. Белых Л.П., Федорова М.А. Реструктуризация предприятий – М.: Юнити, 2001.

16. Бляхман Л.С. Основы функционального и антикризисного менеджмента: Учеб. пособие. - СПб.: Изд-во Михайлова В.А. - 1999. - 380 с.

17. Боуш Г. Типологизация, идентификация и диагностика кластеров предприятий: новый методологический подход // Вопросы экономики. - 2010. - № 3. – С. 121–131.

18. Бочаров В.В. Финансовый анализ. – СПб.: Питер, 2005. – 240 с.

19. Бочаров В.В., Самонова И.Н., Макарова В.А. Управление стоимостью бизнеса. Уч. пособие. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2008. – 173 с.

20. Бригхем Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бригхем, Л. Гапенски. – СПб.: Экономическая школа. 1997. – 497 с.

21. Бюллетень № 1 альманаха «В защиту науки» Комиссии РАН по борьбе с лженаукой и фальсификацией научных исследований. - М: Наука, 2009.
22. Бубенец А., Международно-правовая природа слияний и поглощений юридических лиц / Закон и право, 2007 г., №6 — С. 89-92.
23. Валдайцев С.В., Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия. - М.: ЮНИТИ, 2001. - 720 с.
24. Ван Хорн Д. К. Основы управления финансами: пер. с англ. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 800 с.
25. Варзунов АВ., Цуканова О.А. 4 «РЕ-» Изменения бизнеса: реформирование, реорганизация, реструктуризация, реинжиниринг, Научно-технический вестник Санкт-Петербургского государственного университета информационных технологий, механики и оптики, 2009, № 6(64). - С. 96-101.
26. Волкова В.Н. Искусство формализации: от математики к теории систем и от теории систем – к математике. – СПб., 1999. – 119 с.
27. Воронцовский А.В. Инвестиции и финансирование: методы оценки и обоснования. – СПб.: Изд-во СПб гос. ун-та, 1998. – 528 с.
28. Вютрих Х., Филипп А. Виртуализация как возможный путь развития управления // Проблемы теории и практики управления. 1999. № 5. - С. 94-100.
29. Гвардин С. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России / С. Гвардин, И. Чекун. – СПб.: Питер, 2007. – 187 с.
30. Гончарова Э.А. Инвестиционный механизм слияния и поглощения предприятий корпоративного типа. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2002. – 271 с.
31. Гохан П. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 740 с.
32. Гранди Т. Рост бизнеса. Как создать стратегию; обеспечивающую сбалансированный: рост и развитие компании / под ред. Н. А. Ливийской; М: Эксмо, 2007. - 288 с.
33. Грегори А. Стратегическая оценка компаний - М.: Квинто-Консалтинг, 2003.

34. Грязнова А. Г. Оценка бизнеса / А. Грязнова, М. Федотова. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 734 с.
35. Грязнова А.Г. Оценка бизнеса / А.Г. Грязнова, М.А. Федотова. - М.: Финансы и статистика, 2008. - С. 413.
36. Губин В.Б. О методологии лженауки. — М.: ПАИМС, 2011. — 172 с.
37. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. - 1341 с.
38. Демин Н. Синергия слияний «Корпоративная практика» URL: <http://www.e-xecutive.ru/management/practices/339089-sinergiya-sliyanii> (дата обращения: 29.12.2016)
39. Дятлов С.А. Теоретические подходы к оценке сетевых эффектов // Современные технологии управления. ISSN 2226-9339. — Номер статьи: 7601, № 4 (76). Дата публикации: 2017-04-01. Режим доступа: <http://sovman.ru/article/7601/> (дата обращения: 12.12.2017).
40. Евсеев Л. Стратегия реструктуризации предприятий в условиях кризисной ситуации // Проблемы теории и практики управления. - 1999, № 3. - С. 109.
41. Егерев И. Реструктуризация и банкротство: стоимость - критерий принятия решения // Рынок ценных бумаг. - 2001. - № 17. - С. 62-65.
42. Егерев И.А. Стоимость бизнеса: искусство управления / И.А. Егерев. - М.: Дело, 2003. - 480 с.
43. Жилин Д.М. – Теория систем. - М.: УРСС, 2004.
44. Зелтынь А.С. Основные направления эволюции крупных промышленных фирм в рыночной экономике. // Проблемы прогнозирования, 2009, вып. 1.
45. Иванов А.Е. Как поймать синергию за хвост // Финансы. 2011. № 19. - С. 16 – 21.
46. Иванов Д.А. - Рынок слияний и поглощений в России и за рубежом: ретроспектива и прогнозы / Проблемы современной экономики, № 3 (67), 2018, с. 109 - 113.

47. Иванов Д.А. Понятия «синергия» и «синергический эффект»: семантический и эволюционный аспекты // Российское предпринимательство. — 2016. — Том 17. — № 20. — С. 2583–2594.
48. Иванова Т.Ю. Теория организации. // М.: Кнорус. - 2016.
49. Ивашковская И. Слияния и поглощения: ловушки роста / Управление компанией. - 2004. - № 7.
50. Иванов Д.А., Касьяненко Т.Г. Особенности формирования и измерение эффекта синергии интеграции, обусловленного наличием межфирменных связей / Имущественные отношения в Российской Федерации, 2019 № 5 (212)
51. Исследование «M&A market in Russia 2009» группы KPMG. URL: <http://www.bigpowernews.ru/research/document15244.phtml> _____ (дата обращения: 08.09.2017)
52. Ищенко С.М. Оценка эффекта синергии при слияниях и поглощениях компаний: дис. ... кандидата экономических наук: 08.00.05 / Место защиты: Ин-т экономики УрО РАН]. - Екатеринбург, 2011. - 237 с.
53. Камара Нфа Каба Понятие реструктуризации предприятия и классификация видов реструктуризации предприятия / Интернет-журнал «Наукovedение». - <http://naukovedenie.ru/> Том 8, № 6 (2016). – С. 1-8.
54. Касьяненко Т.Г., Иванов Д.А. Формирование и оценка синергического эффекта синергии объединения. - Научно-практический журнал «Интеллектуальная собственность. Промышленная собственность», 2019, №5 (май), с. 5-22.
55. Касьяненко Т.Г. Семантический и эволюционный аспекты понятия «синергия» / Сборник материалов 1-й Международной научно-практической конференции «Стратегии развития предпринимательства в современных условиях», 26-27 января 2017 г., СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2017.
56. Касьяненко Т.Г. Системный взгляд на синергию: определение, типология и источники синергического эффекта // Российское предпринимательство. — 2017. — Том 18. — № 24.

57. Касьяненко Т.Г. Современные проблемы теории оценки бизнеса / Монография. – М.: Изд-во ПРОСПЕКТ, 2016. - 304 с.

58. Касьяненко Т.Г., Иванов Д.А. Синергия в современной экономике: определение и типология. – М.: Научно-практический журнал «Экономика и управление: проблемы, решения», 2017, № 6 (июнь), том 4 (66), с. 18-25.

59. Касьяненко Т.Г., Иванов Д.А. Формирование синергического эффекта в случае *синергии реструктуризации*. - Научно-практический журнал «Экономика и управление: проблемы, решения», 2018, том 8, № 5 (май), с. 79–82.

60. Касьяненко Т.Г., Иванов Д.А. Синергия и ее виды в современной экономике / Сборник докладов на 7 Международной научно-практической конференции СПбГЭУ «Архитектура финансов: Иллюзии глобальной стабилизации и перспективы экономического роста». - СПб: Изд-во СПбГЭУ, 4-6 апреля 2017.

61. Касьяненко Т.Г., Иванов Д.А. Системный подход к определению понятия синергии и ее типологии. - Материалы 9-й Международной научно-методической конференции: «Стоимость собственности: оценка и управление», 23 ноября 2017, Москва, Изд-во университета «Синергия» (МФПУ), 2017, с. 236-248.

62. Касьяненко Т.Г., Иванов Д.А. Современной экономике - системное определение синергии. - Сборник трудов 5-й Международной экономической конференции «Модели национального экономического развития: вчера, сегодня, завтра» - 20-21 октября 2017. - Университет Акаки Церетелли, Грузия, Кутаиси.

63. Касьяненко Т.Г., Порошина Л.Н. «Типичный бизнес» в условиях новых организационно-правовых форм в России. – Материалы X Международной научно-практической конференции «Отечественная наука в эпоху изменений: постулаты прошлого и теории нового времени». – Национальная ассоциация ученых (НАУ), г. Екатеринбург. – № 5 (10), 2015. - С. 60-63.

64. Касьяненко Т.Г., Тарасова Ж.Н. *Надкорпоративные стратегии и сетевые формы объединения организаций*. – Сборник докладов на 6 Международной конференции СПбГЭУ «Архитектура финансов:

геополитические дисбалансы и потенциал развития национальных финансовых систем. - СПб: Изд-во СПбГЭУ, 14-15 апреля 2015.

65. Касьяненко Т.Г., Тарасова Ж.Н. Сетевые и кластерные формы организаций в бизнесе: сходство и различия / Российское предпринимательство, № 18 (сентябрь), 2015, с. 2927-2934.

66. Коммерсантъ (газета).1995. № 10; Эксперт. 1996. № 21.

67. Катькало В.С. Эволюция теории стратегического управления, СПб.: Издат. Дом, С-Петербур. гос. ун-та, 2006. – 548 с.

68. Кемпбелл Э. Стратегический синергизм / Э. Кемпбелл, К. Лачс. СПб.: Питер, 2004. 406 с.

69. Козырь Ю.В. Стоимость компании: оценка и управленческие решения / Ю.В. Козырь. - М.: Альфа-Пресс, 2004. - 200 с.

70. Коломыцева Л.А. Механизм управления реструктуризацией предприятия: сущность, содержание, задачи. / Организатор производства. 2008. № 1. С. 32-37.

71. Корпоративное обучение для цифрового мира / Под ред. Катькало В. С., Волкова Д. Л. — Москва: АНО ДПО «Корпоративный университет Сбербанка», 2017. — 200 с.

72. Котляров И.Д. Ведение предпринимательской деятельности в виртуальном пространстве // Вестник ВГУ. Серия: Экономика и управление. 2010. № 2. - С. 9–17.

73. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. — 3-е изд., перераб. и доп. / Пер. с англ. — М.: ЗАО «Олимп—Бизнес», 2005. — 576 с.

74. Криворотов В.В., Мезенцева О.В. Управление стоимостью. Оценочные технологии в управлении предприятием/ В.В. Криворотое, О.В. Мезенцева. - М.: Юнити, 2005. - С. 51.

75. Кристофферсон С. Проклятие победителя: ошибки слияний // Вестник McKinsey: 2009, № 1 (6).

76. Кошелева Т.Н., Антикризисное управление кредитными организациями: Учебное пособие. – СПб.: Издательство Санкт-Петербургского университета управления и экономики, 2014. – 164 с..

77. Курс МВА по стратегическому менеджменту / Под ред. Л. Фазья, Р. Рэнделла; Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.

78. Лапшин П.П., Хачатуров А.Е. Синергетический эффект при слияниях и поглощениях компаний // Менеджмент в России и за рубежом: 2011. - № 2, а также Дружинин А.В., Давыденко О.А., Нимков Д.А. Оценка синергетического эффекта в деятельности предприятия - Коммунальное хозяйство городов (Научно-технический сборник № 68), 2006.

79. Липсиц И.В., Коссов В.В. Экономический анализ реальных инвестиций: Учеб. М.: Магистр, 2007. - 383 с.

80. Ловчиновский П.А. Анализ опыта слияний и поглощений в России и странах с переходной экономикой // Финансовый менеджмент. - 2005. - № 1.- С. 67-72.

81. Мазур И.И. Реструктуризация предприятий и компаний. / И.И. Мазур, В.Д. Шапиро/ Под ред. Мазура. И.И. - М.: Экономика, 2001. - 456 с.

82. Максимцов М.М., Игнатова А.В., Комаров М.А., [и др.]; Менеджмент: Учеб. /под ред. М. М. Максимцова, А. В. Игнатовой. М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1999.- 343 с.

83. Методологические исследования сетевых форм организации бизнеса: коллект. моногр. / М.А. Бек, Н.Н. Бек, Е.В. Бузлукова и др.; под науч. ред. М.Ю. Шерешевой; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». - М.: Изд. дом Высшей школы экономики, 2014. – 446 с

84. Мильнер Б.З. Теория организации. – М: ИНФРА-М, 2000. - 480 с.

85. Одинцов М.В. Корпоратизация и реструктуризация как две стороны реформирования предприятия / М.В. Одинцов, А.В. Ежкин // Менеджмент в России и за рубежом. - 2000. - № 6. - С. 37-46.

86. Рудик О.С. Явление рейдерства в современной России. // Актуальные вопросы публичного права. Выпуск 8. Екатеринбург, 2010. – С. 263.

87. Патюрель Р. Создание сетевых организационных структур // Международный журнал «Проблемы теории и практики управления» № 5. 2009.
88. Портер М.Е. Конкурентное преимущество: как достичь высокого результата и обеспечить его устойчивость. М: Альпина Бизнес Бук, 2005. - 246 с.
89. Роувит С., Хардинг Д. Искусство слияний и поглощений: Четыре ключевых решения, от которых зависит успех сделки. Минск: Гревцов Паблишер, 2007. - 256 с. - С. 76-77.
90. Рудык Н.Б. Конгломератные слияния и поглощения: Книга о пользе и вреде непрофильных активов: Учебное пособие. М.: Дело, 2005.
91. Рудык Н.Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, поглощения и выкупы долговым финансированием / Н. Рудык, Е. Семенкова. – М., Финансы и статистика, 2000. – 456 с.
92. Скоч А.В. Синергетический эффект кластерообразующих инвестиций: методы количественной и качественной оценки // Менеджмент в России и за рубежом. – 2008. - № 3. – с. 23-30.
93. Смолко И., Печерский А., Сиротки Д., Хаит И. Менеджмент роста 2001. Опыт успешных российских предприятий. URL: http://www.altrc.ru/?p=libr_card&item_id=157&group_id=6. (дата обращения: 21.08.2017).
94. Современный экономический словарь — 5-е изд., Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б., перераб. и доп. — М.: ИНФРА-М, 2006. — 495 с.
95. Сухарев А.Я., Крутских В.Е., Сухарева А.Я. Большой юридический словарь. — М.: Инфра-М.. 2003.
96. Тихомиров Д.В. Оценка стоимости компаний при слияниях и поглощениях / Учебное пособие. — СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2009. — 132 с.
97. Фёдорова Е.С. Оценка стоимости публичных компаний в процессе слияния на российском рынке // Финансовый менеджмент. 2009. № 6. С. 46 – 55.
98. Феррис К. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении / К. Феррис, Б. Пешеро-Пети. – М.: Изд-во Вильямс, 2003. – 255 с.

99. Хаммер М., Чампи Дж. Реинжиниринг корпорации: Манифест революции в бизнесе. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2007. – 288 с.
100. Хорн Д.К., Вахович Д.М. Основы финансового менеджмента / 11-ое издание, «Вильямс», 2005 г., 823 с.
101. Третьяк О. А., Попов Н. И. Управление сетями: новые направления исследований // Российский журнал менеджмента. 2008. Т. 6. № 4. С. 75-82.
102. Шамгунов Р.Н. Стратегическое планирование или управление – что выбрать? URL: <http://www.cfin.ru/management/strategy/competit/department.shtml> (дата обращения: 21.06.2017).
103. Федоров Л. Полутона рейдерства // Российская газета. – 2006. – № 4245. 12.12.2006, с. 7.
104. Шогенов Б., Караева Ф. Отраслевой кластер и его классификационные характеристики. - РИСК, № 2, 2011.
105. Эванс Ф.Ч., Бишоп Д.М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. 332 с.
106. Эскиндаров М.А., Беляева И.Ю., Жданов А.Ю. Теория слияний и поглощений в схемах и таблицах (для бакалавров) КноРус 2017. - С. 226.
107. Экономический и юридический словарь / Под ред. А.Н. Азрилияна. – М.: Институт новой экономики, 2004. - С. 134.
108. Юн Г., Таль Г., Григорьев В. Словарь терминов антикризисного управления, 2003.
109. Якутин Ю. Концептуальные подходы к оценке эффективности корпоративной интеграции // «Российский экономический журнал». — 1998. — № 5. – с. 71-81.

Научные англоязычные источники

110. Anno A., Torre de la J. Learning from Failure: Towards an Evolutionary Model of Collaborative Ventures // Organization Science. 1998. Vol. 9. Iss. 3. P. 306–325.

111. Akalu M.A Monte Carlo comparison between the Free cash flow and Discounted cash flow approaches / M. M. Akalu, R. Turner // Rotterdam: Erasmus University of Rotterdam. 2002. – 083/1.

112. Ansoff I. Corporate Strategy. McGraw-Hill, 1965.

113. A shifting landscape for synergies J.P. Morgan June 2009 URL: <https://www.jpmorgan.com/jpmpdf/1320675767611.pdf> (дата обращения: 24.07.2017).

114. Ayisi-Cromwell, M. "The New Era of Global Economic Discovery: Opportunities and Challenges". Thomson Reuters Emerging Markets Investment Forum. New York, NY. 19 Sep. 2012. Chairman's Opening Remarks.

115. Baldi, F., and Trigeorgis, L. (2009). Assessing the value of growth option synergies from business combinations and testing for goodwill impairment. *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(4), p. 115-124.

116. Beamon B.M. Measuring supply chain performance // *International Journal of Operations & Production Management*. 1999. Vol. 19. Iss. 3. P. 275–292.

117. Bhagwat R, Sharma M.K. Performance measurement of supply chain management: a balanced scorecard approach // *Computers & Industrial Engineering*. 2007. Vol. 53. P. 43–62.

118. Blankenburg H.D., Eriksson K, Johanson J. Creating value through mutual commitment to business network relationships // *Strategic Management Journal*. 1999. Vol. 20. No. 5. P. 467–486.

119. Born J., Faria H., Trahan E. (1993) Golden Parachutes: Incentive Aligners, Management Entrenchers, or Takeover Bid Signals // *Journal of Financial Research*. - Vol. 16. - P. 299-308.

120. Bradley M. Synergetic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms / M. Bradley A. Desai, E. Kim // *Journal of Financial Economics*. – 1998. – 21. – pp. 3-40.

121. Bradley, M., A. Desai, E.H. Kim, The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy? // *Journal of Financial Economics*, Vol. 1, № 2, 1983. - p. 195.

122. Brusco S. Efficient mechanisms for Mergers and acquisitions / S. Brusco, G. Lopomo, D.T. Robinson, S. Viswanathan, 2006. – 42 p.

123. Capron L. Asset Divestiture following horizontal acquisitions: a dynamic view / L. Capron, W. Mitchell and A. Swaminathan // *Strategic management journal*. 22:817-844 (2001).

124. Casey, George; El Guindy, Arslan; Kochman, Cary; Jaehnert, Frank; Bialek, Jerry. "Current Issues Associated with the Planning, Negotiation and Execution of Cross-border Transactions". *Transaction Advisors*. Oct. 2016.

125. Chan F.T.S., Qi H.J. Feasibility of performance measurement system for supply chain: a process-based approach and measures // *Integrated Manufacturing Systems*. 2003. Vol. 14. Iss. 3. P. 179–190.

126. Chinnek J. Practical optimization: a gentle introduction. Ch. 6: Sensitivity analysis, 2000.

127. *Colgan Charles S. and Colin Baker. A Framework for Assessing Cluster Development // Economic Development Quarterly. – 2003. – 17 (November).*

128. Daft R. Management, 2011, M.-SPb, Piter.

129. Damodaran A. Investment valuation. Second edition.

130. Damodaran A. The value of transpance and the cost of complexity / Damodaran // *Stern school of business. – 2006.*

131. Das T.K., Teng B.S. Risk types and inter-firm alliance structures // *Journal of Management Studies*. 1996. Vol. 33. No. 6. P. 827–843.

132. Dyer J.H, Singh H., Kale P. Splitting the pie: Rent distribution in alliances and networks // *Managerial and Decisions Economics*. 2008. No. 29. P. 137–148.

133. Dyer J.H., Singh H. The relational view: cooperative strategy and inter organizational competitive advantage // *Academy of Management Review*. 1998. Vol. 23. No. 4. P. 660–679.

134. Dodd P. The Market for Corporate Control: a Review of Evidence. *The Revolution in Corporate Finance / P. Dodd // Cambridge: Blackwell. – 1992.*

135. Dunglison Robley. *Medical Lexicon: A Dictionary of Medical Science; Blanchard and Lea, 1853, p. 835.*

136. Edward H. Bowman and Harbir Singh, Corporate restructuring: reconfiguring the firm, *Strategic Management Journal*, vol. 14, Special Issue, 1993, pp. 5-14.
137. Elton E. Expected return, realized return and asset pricing test. 1999.
138. Evans F.C. Bishop D.M. Evaluation of companies in mergers and acquisitions: Value Creation in the private companies. M: Buck. 2004. - 332 p.
139. Evans J. Internal determinants of foreign market entry strategy, 2001
140. Fahey L., Randall R., MBA Course on Strategic Management M.: Alpina Publisher, 2010.
141. Farrell J. Scale economies and synergies in Horizontal merger analysis / J. Farrell, C. Shapiro, 2000. – 28 p.
142. Ferrett B. Greenfield Investment versus Acquisition: alternative modes of foreign expansion. 2004. 22 p.
143. Fulghieri P. Synergies and Internal Agency conflicts / P. Fulghieri, L.S. Hodrick. University of North Carolina, Finance dept, 2005. 37 p.
144. Gaughan P.A. Mergers, acquisitions, and corporate restructurings. New York: Wiley. 1996, p. 265.
145. Gerhard Beneke, Schurink Willem, Roodt Gert Towards a substantive theory of synergy. / *SA Journal of Human Resource Management*, 2007, 5 (2), 9-19.
146. Gilson R., Scholes Myron S., Wolfson Mark A. Taxation and the Dynamics of Corporation Control: The Uncertain Case for Tax-Motivated Acquisitions in John Coffee, Louis Lowenstein and Susan Rose Ackerman, eds. *Knighrs, Raiders and Targets* (New York Oxford University Press, 1988), pp. 273–299.
147. Gorg H., Analyzing foreign market entry: the choice between Greenfield investment and Acquisitions / H. Gorg // *Trinity Economic paper series*. Dublin: Trinity college. Department of economics. – 98/1.
148. Godsell, David and Lel, Ugur and Miller, Darius P., Financial Protectionism, M&A Activity, and Shareholder Wealth (April 22, 2018). pp. 53.
149. Gulati R., Nohria N, Zaheer A. Strategic networks // *Strategic Management Journal*. 2000. Vol. 21. Iss. 3. P. 203–214.

150. Gunasekaran A., Patel C., McGaughey R.E. A framework for supply chain performance measurement // *International Journal of Production Economics*. 2004. Vol. 87. Iss. 3. P. 333–347.

151. Gunasekaran A., Patel C., Tirtiroglu E. Performance measures and metrics in a supply chain environment // *International Journal of Operations & Production Management*. 2001. Vol. 21. Iss. 1/2. P. 71–87.

152. Gupta, O. & Roos, G. Mergers and acquisitions through an intellectual capital perspective. *Journal of Intellectual Capital*, 2001, 2(3), pp. 297-309.

153. Hamel G. Competition for competence and interpartner learning within international strategic alliances // *Strategic Management Journal*. 1991. Vol. 12. Iss. 4. P. 83–104.

154. Hamel G., Prahalad C.K. *Competing for the Future*. – HBR Press, 1996.

155. Hamza T., Sghaier A., Thraya M. How do takeovers create synergies? Evidence from France, *Studies in Business and Economics* no. 11(1). - 2016, pp. 54-72.

156. Hayn C. Tax Attributes as Determinants of Shareholder Gains in Corporate Acquisitions // *Journal of Financial Economics*. – June, 1989, vol. 23, issue 1, pp. 121–153.

157. Hicks E. A strategic evaluation of the effects of international diversification on firm value. / E. Hicks, P. Isaac // Kingston university. October 2000. Occasional paper series No 42. – 23 p.

158. Hilton DJ. The psychology of financial decision-making: Applications to trading, dealing, and investment analysis - *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 2001 - Taylor & Francis pp. 37-53.

159. Huyghebaert N. & Luypaert M., Sources of Synergy Realization in Mergers and Acquisitions: Empirical Evidence from Non-Serial Acquirers in Europe, *International Journal of Financial Research*. Vol. 4, No. 2; 2013, pp. 49-67.

160. UK Insolvency Act 1986.

161. Donaldson, T., Preston, L.E. The stakeholder theory of the Corporation: concepts, evidence, and implications // *Academy of Management Review*. - 1995. - 20 (1). - P. 65-91.

162. Itami H., Roehl T. Mobilizing Invisible Assets. Harvard University Press. London. 1987.

163. James M. Valuation in emerging markets / M. James, T. M. Koller // Asian development outlook 2000, Asian development bank and oxford university press. 2000.

164. Jensen M.C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. // *American Economic Review*, Vol. 76, № 2, May 1986.

165. Jensen M.C., W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, October 1976.

166. Joseph G., Mergers and Acquisitions: managing the transaction / Joseph // NY: McGraw-Hill. – 1997. – 302 p.

167. Kale P., Singh H., Perlmutter H. Learning and protection of proprietary assets in strategic alliances: building relational capital // *Strategic Management Journal*. 2000. Vol. 21. Iss. 3. P. 217–237.

168. Kandemir D., Yaprak A., Cavusgil S.T. Alliance orientation: Conceptualization, measurement, and impact on market performance // *Journal of the Academy of Marketing Science*. 2006. Vol. 34. Iss. 3. P. 324–340.

169. Kaplan R.S., Norton D.P. The strategy-focused organization. Boston, MA: Harvard Business School Press, 2001.

170. Kaplan R.S., Norton D.P. Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System // *Harvard Business Review*, 1996, January/February.

171. Kotter, J.P. Leading Change: Why Transformation Efforts Fail / J.P. Kotter // *Harvard Business Review*. - Boston, 2007. - Vol. 85, №1. - P. 96-103.

172. Knool Sebastian. Cross-Business Synergies: A Typology of Cross-business Synergies and a Mid-range Theory of Continuous Growth Synergy Realization. - Wiesbaden, 2008. - 388 p.

173. KPMG World M&A outlook report 2015. URL: <http://www.execed.kpmg.com/content/PDF/kpmg-ma-outlook-2015-web.pdf> (дата обращения: 31.08.2018).

174. Kruse T., Hun, Y., Kwangwoo P., and Suzuki K. (2007). Long-term performance following mergers of Japanese companies: The effect of diversification and affiliation. *Pacific-Basin Finance Journal*, 15, p. 154-172.

175. Kumar N., Stem L. W, Achrol R.S. Assessing reseller performance from the perspective of the supplier // *Journal of Marketing Research*. 1992. Vol. 29. Iss. 2. P. 238–253.

176. Lambe C.J., Spekman R.E., Hunt S.D. Alliance competence, resources, and alliance success: Conceptualization, measurement, and initial test // *Journal of the Academy of Marketing Science*. 2002. Vol. 30. Iss. 2. P. 141–158.

177. Lambert R., Larcker D. (1985) Golden Parachutes, Executive Decision-Making and Shareholder Wealth // *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, p. 179-203.

178. Loukianova A., Nikulin E., Vedernikov A (2017). Valuing synergies in strategic mergers and acquisitions using the real options approach. *Investment Management and Financial Innovations*, 14 (1-1), pp. 236-247.

179. Luedi Thomas; Sun, Jian; He, Sherri L.; Leung, Frankie; Rothenbüecher, Jürgen; Graef, Andreas; Sauerberg, Bastian; McCool, Michael. "Creating More Value for China's M&A". *Transaction Advisors*. 2015.

180. Marketing and Sales Synergy by Debbie Qaqish Chief Strategy Officer, The Pedowitz Group URL: <http://revmarketer.pedowitzgroup.com/rs/pedowitzgroup2/images/Marketing%20and%20Sales%20Synergy%20Whitepaper.pdf> (дата обращения: 24.07.2017).

181. McKinsey & Company Perspectives on merger integration, June 2010. URL:<https://www.mckinsey.com/business-functions/organization/our-insights/merger-management-compendium> (дата обращения: 24.07.2017).

182. McKinsey & Company Inc., Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, University Edition pp. 842.

183. Miles R.E., Snow C.C. *Fit, failure and the hall of fame: How companies succeed or fail.* – New York, 1994.

184. Onions C.T., Friedrichsen G.W.S., Burchfield R.W. *The Oxford Dictionary of English Etymology* (1966, reprinted 1983, 1992, 1994) ISBN 0-19-861112-9. p. 546.

185. Parsons T. *General theory in sociology / Sociology today* / ed. by R. K. Merton, L. Broom, L.S. Cottrell, Jr. N.Y.: Basic Books, Inc., 1959.

186. Romans 8:28; Corinthians 3:9.

187. Richard Foster and Sarah Kaplan. *Creative Destruction: Why Companies That Are Built to Last Underperform the Market—And How to Successfully Transform Them*. Currency publisher. 2001.

188. Richard L. Nolan and David C. Croson, *Creative Destruction: A Six-Stage Process for Transforming the Organization*. Harvard Business School Press. 1995.

189. Romero D., Galeano N., Giraldo J., Molina A., Msanjila S. S., Afsarmanesh H., Bollhalter S., Oswald M. *Characterization of VBE Value Systems and Metrics*. Deliverable D21.4a, European Collaborative Networked Organizations Leadership Initiative (ECOLEAD) project, 2006.

190. Rust R.T., Ambler T, Carpenter G., Kumar V, Srivastava R. *Measuring Marketing Productivity: Current Knowledge and Future Directions* // *Journal of Marketing*. 2004. Vol. 68. Iss. 4. P. 76–89.

191. Sarbanes-Oxley US Act of 2002. URL: <http://legcounsel.house.gov/Comps/Sarbanes-oxley%20Act%20Of%202002.pdf> (дата обращения: 15.03.2018)

192. Scheer L.K, Kumar N., Steenkamp J.E.M. *Reactions to perceived inequity in u.s. and dutch interorganizational relationships* // *Academy of Management Journal*. 2003. Vol. 46. Iss. 3. P. 303–316.

193. Schumpeter Joseph A. (2014) [1942]. *Capitalism, socialism and democracy* (2nd ed.). Floyd, Virginia: Impact Books.

194. US Securities Exchange Act of 1934. URL: <http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20Of%201934.pdf> (дата обращения: 15.03.2018)

195. Sombart Werner (1913): *Krieg und Kapitalismus*. München: Duncker & Humblot, 1913.

196. Suk H. Kim, Seung H. Kim Global Corporate Finance: Text and Cases 6th Edition p. 569.

197. Straub Thomas (2007). Reasons for frequent failure in Mergers and Acquisitions: A comprehensive analysis. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag (DUV), Gabler Edition Wissenschaft.

198. Tantalo Caterina, Priem Richard. Value Creation Through Stakeholder Synergy. Strategic Management Journal. 37, 2014.

199. Tatarchenko L. Management of post-integration processes // Mergers and acquisitions: 2010. - N. 01.

200. The McKinsey Quarterly Review, 2006. URL: <https://www.mckinsey.com/business-functions/rts/how-we-help-clients/corporate-restructuring-and-turnarounds>.

201. Ward Lester F. *Glimpses of the Cosmos*, volume VI (1897–1912) G. P. Putnam's Sons, 1918, p. 358.

202. Wayne F. Cascio, Downsizing: what do we know? what have we learned?, Academy of Management Executive, Vol 7, N°1, 1993, pp. 95-104.

203. Werth Margaret. *The Joy of Life: The Idyllic in French Art, circa 1900* University of California Press, 2002.

204. Weston J.F. and Weaver S.C. *Mergers & Acquisitions*, New York: McGraw Hill. 2001.

Интернет-ресурсы

205. Академия Google, запрос: Synergy. URL: <https://www.google.ru/trends/explore?q=synergy> (дата обращения: 24.07.2017).

206. Академия Google, запрос: M&A. URL: <https://www.google.ru/trends/explore?q=M%26A> (дата обращения: 24.07.2017).

207. Академия Google, запрос: Synergy в Ru сегменте. URL: https://scholar.google.ru/scholar?q=synergy&hl=ru&as_sdt=0,5 (дата обращения: 24.07.2017).

208. Академия Googleб, запрос: Synergy + business
URL:https://scholar.google.ru/scholar?q=synergy+bussines&btnG=&hl=ru&as_sdt=0%2C5 (дата обращения: 24.07.2017).

209. Академия Google, запрос: синергия
URL:https://scholar.google.ru/scholar?q=синергия&hl=ru&as_sdt=0,5 (дата обращения: 24.07.2017).

210. ВТБ продал больше 40% своего пакета «Магнита». Ведомости
URL:<https://www.vedomosti.ru/business/articles/2018/05/24/770555-vtb-prodal-magnita>
(дата обращения: 27.08.2019).

211. Опыт российских предприятий по адаптации зарубежных моделей управления и их отдельных элементов, URL: <http://www.strategplann.ru/scientific-articles/opyt-rossijskih-predpriyatij-po-adaptatsii-zarubezhnyh-modelej-upravlenija-i-ih-otdelnyh-elementov.html>

212. Онлайн курс ВШЭ по M&A URL: <https://ru.coursera.org/learn/sliyaniye-pogloshcheniye> (дата обращения: 09.04.2018).

213. Парламентская газета URL:<https://www.pnp.ru/politics/putin-nazval-glavnyu-istochnik-blagosostoyaniya-rossii.html> (дата обращения: 13.05.2018).

214. Практика формирования кластеров и зон опережающего развития в Белгородской области и перспективах развития. Электронный ресурс комитета Совета Федерации по делам Федерации и региональной политики. URL: www.komfed.ru (дата обращения: 25.09.2018).

215. Покупка «Магнита» помогла вырасти рынку слияний и поглощений в 2,5 раза. RBC URL:<https://www.rbc.ru/economics/30/03/2018/5abe21e29a7947121b34febc> (дата обращения: 27.08.2018).

216. Рейтинговое агентство «Эксперт РА» URL: <https://raexpert.ru/researches/restructuring> (дата обращения: 12.01.2018).

217. Российская газета URL:<https://rg.ru/2018/04/14/reg-cfo/putin-odobril-ideiu-sobianina-sozdat-v-moskve-nauchnyj-klaster.html> (дата обращения: 05.04.2018).

218. Российская научная электронная библиотека, интегрированная с Российским индексом научного цитирования (РИНЦ). Запрос: реструктуризация.

Категория: экономические науки. URL: <https://elibrary.ru> (дата обращения: 24.07.2017).

219. Электронный экономический словарь ABC URL: <http://abc.informbureau.com/html/eiinidoeoi.html> (дата обращения: 13.04.2018).

220. Электронный словарь «Финам» URL: <https://www.finam.ru/dictionary/wordf00703/> (дата обращения: 05.04.2018).

221. Электронный словарь Cambridge URL: <https://dictionary.cambridge.org/ru/словарь/английский/restructuring> (дата обращения: 21.03.2018).

222. Электронный словарь Dictionary URL: <http://www.dictionary.com/browse/structure> (дата обращения: 12.01.2018).

223. Comp Targets That Work. HBR URL: <https://hbr.org/2017/09/comp-targets-that-work> (дата обращения: 16.03.2018)

224. Creative destruction. McKinsey, September 2001 URL: <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/creative-destruction> (дата обращения: 25.03.2018).

225. Disruptive technologies: Advances that will transform life, business, and the global economy. McKinsey URL: <https://www.mckinsey.com/business-functions/digital-mckinsey/our-insights/disruptive-technologies> (дата обращения: 16.03.2018).

226. M&A Highlights: H1 2019 URL: <https://www.dealogic.com/insight/ma-highlights-h1-2019> (дата обращения: 29.08.2019).

227. 2018 Global M&A Outlook 2018
<https://www.jpmorgan.com/jpmpdf/1320746694177.pdf> (дата обращения: 12.09.2019).

228. Japan Tobacco to buy Russian tobacco group Donskoy in \$1.6 bln deal. Reuters URL: <https://www.reuters.com/article/donstoy-ma-japan-tobacco/japan-tobacco-to-buy-russian-tobacco-group-donskoy-in-1-6-bln-deal-idUSL8N1QY3SA> (дата обращения: 27.08.2018).

229. List of companies by market capitalization provided by Yahoo Sept 2019. https://ycharts.com/companies/GOOG/market_cap (дата обращения: 13.08.2019).

230. List_of_mergers_and_acquisitions_by_Alphabet. Wikipedia
 URL:https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_mergers_and_acquisitions_by_Alphabet (дата обращения: 29.08.2019).

231. List_of_mergers_and_acquisitions_by_Microsoft. Wikipedia URL:
https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_mergers_and_acquisitions_by_Microsoft (дата обращения: 29.08.2019).

232. List_of_mergers_and_acquisitions_by_Facebook. Wikipedia URL:
https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_mergers_and_acquisitions_by_Facebook (дата обращения: 29.08.2019).

233. M&A 2016 Report by Wilmer Cutler Pickering Hale and Dorr Ltd
 URL:https://www.wilmerhale.com/uploadedFiles/Shared_Content/Editorial/Publications/Documents/2016-WilmerHale-MA-Report.pdf (дата обращения: 24.04.2018).

234. Modified net present value as a useful tool for synergy valuation in business combinations URL:<https://www.econstor.eu/handle/10419/105318> (дата обращения: 21.11.2017).

235. Real GDP growth annual percent change by International Monetary Fund.
 URL:
http://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO_WORLD. (дата обращения: 04.09.2019).

236. Russian M&A survey 2018 URL:
<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ru/pdf/2019/02/ru-ru-ma-survey-feb-2018.pdf/>.
 (дата обращения: 12.08.2018).

237. The Synergy Valuation Models: Towards the Real Value of Mergers and Acquisitions URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2195551
 (дата обращения: 21.11.2017).

238. Tearful Magnit founder sells out to banking group VTB for \$2.5 billion. Reuters URL: <https://www.reuters.com/article/us-russia-magnit-vtb/tearful-magnit-founder-sells-out-to-banking-group-vtb-for-2-5-billion-idUSKCN1G00FS> (дата обращения: 27.08.2019).

239. VTB Corporate Finance URL:<https://www.vtbcapital.com/products-services/global-banking/corporate-finance/> (дата обращения: 28.08.2018).

240. Want to start a startup? Paul Graham URL:<http://www.paulgraham.com/hiring.html> (дата обращения: 13.08.2018).

241. Web of knowledge index. Запрос: restructuring. URL:<https://webofknowledge.com/>. (дата обращения: 24.07.2017).

242. ISO/IEC 15288:2002 System engineering — System life cycle processes URL: <https://www.iso.org/ru/standard/27166.html>.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение А. СВОДНАЯ ТАБЛИЦА СПОСОБОВ РЕОРГАНИЗАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЙ СОГЛАСНО ГК РФ И ФЗ-208 "ОБ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВАХ" ОТ 26.12.1995 г.

№	Тип	Определение	Формула	Схема	Пример
1	Слияние	Возникновение <u>нового общества</u> путем передачи ему <u>всех прав и обязанностей</u> двух или нескольких обществ с <u>прекращением существования последних.</u>	$A + B + C = D$		Слияние ОАО «Кондитерская фабрика им. Крупской» и ОАО «Сладко» в 2011 г. Новая организация – АО «Славянка»
2	Присоединение	Прекращение самостоятельного функционирования одного или нескольких обществ с <u>передачей всех их прав и обязанностей другому обществу.</u>	$A + B + C = A^*$		Сделка по присоединению ПАО «КИТ Финанс» к ПАО «АКБ «Абсолют Банк» в 2014 г.
3	Разделение	Прекращение существования общества с <u>передачей всех его прав и обязанностей вновь создаваемым</u> обществам.	$A = B + C$		Планируемое на II-ое полугодие 2018 г. разделение ООО «Евросеть-Ритейл»
4	Выделение	Создание одного или нескольких обществ с <u>передачей им части прав и обязанностей</u> реорганизуемого общества <u>без прекращения</u> существования последнего.	$A = A^* + B + C$		Выделение ряда терминалов ПАО "Трансконтейнер" в самостоятельные юридические лица в 2018 г.
5	Преобразование	Изменение ОПФ предприятия, например, <u>переход его в общество с ограниченной ответственностью, производственный кооператив, некоммерческое партнерство или др.</u>	$A(\text{ОПФ}_1) \Rightarrow A(\text{ОПФ}_2)$		Волна преобразований ГУП г. Севастополь в АО и ООО после вступления Автономной Республики Крым и г. Севастополь в состав РФ

Источник: составлено автором.

**Приложение Б. ОРГАНИЗАЦИОННО-ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ФОРМЫ (ОЭФ) КОРПОРАТИВНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ:
ОСОБЕННОСТИ И ЦЕЛИ СОЗДАНИЯ⁶⁹**

Тип / название	Подтипы и определения	Особенности	Цель объединения (преимущества данного типа интеграции)
Холдинг	<p>Организация, владеющая <i>контрольными пакетами акций других компаний</i> с целью осуществления по отношению к ним <u>функций контроля и управления</u> [84].</p> <p>Чистый холдинг - холдинг, ограничивающий свою деятельность исключительно <u>контрольно-управленческими функциями</u> по отношению к дочерним обществам</p> <p>Смешанный холдинг – холдинг <u>помимо управления, выполняющий и разнообразные функции, связанные с предпринимательством</u> в промышленной, торговой, транспортной и других сферах.</p> <p>Оперативный холдинг – холдинг в котором управляющая холдинговая компания принимает активное участие в <u>оперативной деятельности компаний</u>.</p> <p>Промежуточный холдинг - отдельные общества или подразделения в структуре компании, выполняющие строго определенные задачи.</p> <p>Холдинг-рантье – холдинги, которые управляя пакетами акций промышленных предприятий, <u>не занимаются производственными вопросами</u>, а специализируются на организации залоговых аукционов.</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. При создании холдинга материнская компания учитывает добровольность и мнение дочернего общества. 2. Создается либо в результате выделения определенной организационной структуры с последующей передачей ей контрольных пакетов акций существующих фирм, либо путем <u>образования самим холдингом новых акционерных обществ</u> при условии сохранения за ним контрольных пакетов акций этих обществ. 3. Высший орган управления холдингом - общее собрание акционеров, исполнительный орган - правление. 4. Юридическая простота создания. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Использование замкнутых технологических цепочек. 2. Экономия на торговых, маркетинговых и прочих услугах. 3. Использование преимуществ диверсификации производства. 4. <i>Единая налоговая и кредитно-финансовая политика</i>, возможность варьирования финансовыми и инвестиционными ресурсами в рамках холдинговой системы. 5. Заинтересованность каждого предприятия входящего в состав холдинга в эффективной деятельности всех субъектов холдинга. 6. Получение юридических оснований для проникновения на рынки стран, где деятельность корпоративных структур ограничена. 7. Контроль за большим числом компаний, суммарный капитал которых значительно превышает активы материнской компании.
Корпорация	<p>Организация (союз организаций), созданная для защиты интересов и привилегии ее участников и <u>образующая самостоятельное юридическое лицо</u> [84].</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Является наиболее распространенной формой <i>организации управления крупным производством</i>. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Привлечении капитала для осуществления крупных проектов 2. Возможность диверсификации риска и ответственности

⁶⁹ В данную таблицу не вошли *ассоциации* - добровольные объединения юридических или физических лиц для достижения общей хозяйственной, научной, культурной или какой-либо другой, как правило, *некоммерческой* цели [84], а значит, не являющиеся и бизнесами.

		<p>2. Акции большинства корпораций могут свободно продаваться и покупаться на рынке.</p> <p>3. В случае банкротства и неплатежеспособности корпорация отвечает по своим обязательствам только имуществом корпорации, а не имуществом своих владельцев или акционеров.</p> <p>4. Руководство корпорации занимается <u>задачами стратегического и перспективного характера</u>, не включая оперативное управление.</p>	<p>3. Юридическая защита</p> <p>4. Сокращение издержек производства и накладных расходов.</p> <p>5. Улучшение управления и качества принятия решений</p>
<p>Картель</p>	<p>Объединение ряда предприятий одной отрасли, при образовании которого его участники <u>не утрачивают производственной и коммерческой самостоятельности</u>; между ними заключается соглашение по ряду вопросов: цены на производимую продукцию, квоты, разграничение рынков сбыта, условия найма рабочей силы и т. д. [84].</p> <p>Объединение компаний одной отрасли, вступающих между собой в соглашение по различным вопросам коммерческой деятельности [48].</p> <p>Соглашение предприятий, обычно одной и той же отрасли, о ценах, рынках сбыта, объемах производства и сбыта, обмене патентами и т.д. [95].</p> <p>Пул - форма объединения компаний, при которой прибыль всех его участников поступает в <u>общий фонд</u> и распределяется между ними в установленной пропорции [48]. Выделяют биржевой пул, конкретный пул, патентный пул, торговый пул.</p> <p>Частный картель – соглашение заключено между частными компаниями.</p>	<p>1. Участники картеля продают продукцию самостоятельно, но в рамках соответствующих договоренностей.</p> <p>2. Зачастую попадают под действие антимонопольного законодательства.</p> <p>3. На макроуровне картели могут выполнять реструктуризацию промышленности, стандартизацию материалов и комплектующих, ограничение конкуренции между мелкими фирмами.</p> <p>4. Большинство картелей – <i>международные</i>.</p> <p>5. Наличие системы принуждения, включающей выявление нарушений и санкции к нарушителям.</p> <p>6. Участники картеля имеют схожую сферу деятельности.</p>	<p>1. Ограничение иностранной и внутренней конкуренции</p> <p>2. Объединение усилий с целью захвата внешних рынков.</p> <p>3. Получение квотирования и дотаций как со стороны государства, так и со стороны крупных участников картеля.</p> <p>4. Дотирование недостаточно эффективных производств.</p>

	<p>Государственный картель - соглашение заключено между государственными компаниями.</p> <p>Кондиционный картель определяет условия реализации товара.</p> <p>Контингентированный картель предполагает установление для участников соответствующих контингентов.</p> <p>Кризисный картель создается при стойком снижении спроса <u>или временном сокращении сбыта</u> для ограничения конкуренции.</p> <p>Патентный картель определяет направления совместного использования какого-либо технического изобретения.</p> <p>Производственный картель устанавливает объем производства для каждого участника.</p> <p>Региональный картель определяет области сбыта.</p> <p>Ценовой картель устанавливает для участников продажные цены товара.</p>		
<p>Консорциум</p>	<p>Одна из форм объединений, создаваемых на основе соглашения между несколькими банками, предприятиями, компаниями, фирмами, научными центрами, государствами для совместного проведения крупных финансовых операций по размещению займов, акций или осуществлению науко- и капиталоемких проектов, в том числе <i>международных</i> [84].</p> <p>Временный союз хозяйственно независимых компаний, целью которого может быть их скоординированная предпринимательская деятельность, союз, создаваемый чаще всего для совместной борьбы за получение заказов и их совместного исполнения [48].</p> <p>Организационная форма временного объединения независимых предприятий и организаций с целью координации их предпринимательской деятельности [4; 219]</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Организация консорциума <u>оформляется соглашением.</u> 2. Консорциум может создаваться <u>с образованием и без образования юридического лица.</u> 3. В рамках консорциума его участники обычно <u>не формируют каких-либо организационных структур</u>, за исключением небольшою аппарата (например, <i>совета директоров консорциума</i>); 4. Компании, входящие в консорциум, сохраняют экономическую и юридическую самостоятельность; 5. Часто компании, входящие в консорциум, являются бесприбыльными организациями. 6. Компании могут одновременно входить в состав нескольких консорциумов. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Сращивание банковского и промышленного капитала, при сохранении партнерами, входящими в консорциум, своей <u>экономической и юридической самостоятельности.</u> 2. Усиление конкурентных позиций их участников. 3. Объединения усилий для реализации совместного проекта обычно <u>в сфере своей основной деятельности.</u> 4. Интернационализация – объединение усилий международных компаний и/или государств.

	<p>Банковский консорциум - группа банков, временно организуемая одним из крупнейших банков для совместного проведения кредитных, гарантийных или иных банковских операций, расширения сферы деятельности или выхода на новые рынки</p> <p>Консорциум-гарант - банковская группа во главе с определенным банком-лидеров, гарантирующим полученный кредит.</p> <p>Финансовый консорциум - <u>временное</u> соглашение нескольких банков для проведения крупных финансовых операций, например, для размещения займов.</p> <p>Гарантийный консорциум – соглашение между несколькими <u>компаниями с различными видами деятельности</u>, в соответствии с которыми распределяются взятыми ими на себя риски и обеспечиваются их возмещение.</p> <p>Экспортный консорциум – <i>внешнеторговое объединение компаний разных стран</i> для содействия экспортным операциям входящих в него компаний.</p> <p>Подписной консорциум – консорциум гарантирующий реализацию займа или размещение новых ценных бумаг.</p>	<p>7. Как правило, возглавляется крупным банком или банковской монополией.</p> <p>8. Участниками консорциума могут быть государства.</p>	
Конгломерат	<p>Организационная форма объединения предприятий, которая возникает в результате <u>слияния различных фирм, вне зависимости от их горизонтальных или вертикальных связей</u> [84].</p> <p>Организационная форма интеграции компаний, объединяющая <u>под единым финансовым контролем сеть разнородных компаний</u>, возникающая в результате их слияния независимо от их горизонтальной и вертикальной интеграции, <u>без всякой производственной общности</u> [48].</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Не предполагается производственная общность интегрированных в конгломерат компаний. 2. Объединяемые компании, как правило, сохраняют юридическую и производственно-хозяйственную самостоятельность. 3. Децентрализация управления, а их отделения пользуются большой свободой и автономией во всех аспектах своей деятельности. 4. Рычагами управления конгломератами выступают: финансово-экономические методы, косвенное регулирования деятельности подразделений со стороны <u>стоящей во главе холдинговой компании.</u> 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Развитие объединения и максимизация прибыли. 2. Концентрация и централизация капитала 3. Захват доли рынка 4. Экономия на масштабе и использование сетей сбыта. 5. Снижение налогов и кредитной нагрузки.

		<p>5. Как правило, в структуре конгломерата формируется финансовое ядро, куда помимо холдинга входят крупные финансовые и инвестиционные компании.</p> <p>6. Основным путем возникновения конгломератов являются сделки M&A.</p>	
Синдикат	<p>Организационная форма объединения, отличительной особенностью которой является заключение соглашения между предприятиями одной отрасли промышленности по контролю над сбытом продукции и закупкой сырья с целью получения монопольной прибыли [84].</p>	<p>1. Необходимость заключения соглашения между отдельными компаниями, которые объединяются в синдикат.</p> <p>2. Компании <u>сохраняют свою производственную и юридическую независимость</u>.</p> <p>3. В современном мире актуальность синдикатов снижается, уступая место консорциумам и конгломератам.</p> <p>4. Присутствует единый центр сбыта принимающий товар по заранее согласованным ценам.</p> <p>5. Распространены в отраслях с массовой однородной продукцией.</p>	<p>1. Сбыт продукции и услуг через единый орган по монопольным ценам.</p> <p>2. Концентрация всех заказов с последующим распределением их между участниками соглашения в строгом соответствии с установленными квотами.</p> <p>3. Закупки сырья для его участников по монопольно низким ценам.</p> <p>4. Возможность контроля над ценообразованием на рынке.</p> <p>5. Устранение внутренней конкуренции.</p>
Трест	<p>Объединение собственности и управления предприятий одной или нескольких отраслей, полностью <u>утрачивающих производственную и коммерческую самостоятельность</u> [84].</p>	<p>1. Компании теряют свою юридическую, хозяйственную, производственную и коммерческую самостоятельность.</p> <p>2. Присутствует производственной <u>однородностью деятельности</u>, что проявляется в специализации на одном или нескольких аналогичных видах продукции.</p> <p>3. <u>Предприятия подчиняются одной головной компании, осуществляющей единое оперативное руководство</u> как всем комплексом</p>	<p>1. Повышение уровня конкурентоспособности и более высокая прибыль, по причине сильной концентрации капитала.</p> <p>2. Устойчивость доходов вследствие объединения предприятий различных отраслей и возможностей варьирования материальными, финансовыми и другими ресурсами.</p> <p>3. Возможность создания технологических цепочек по выпуску готовой продукции и снижения в результате этого издержек.</p> <p>4. Объединение в одной компании предприятий разных отраслей промышленности, представляющих</p>

			собой либо последовательные ступени обработки сырья, либо играющих вспомогательную роль по отношению друг к другу.
Концерн	<p>Форма объединения (как правило, многоотраслевого) самостоятельных компаний (фирм, предприятий и т.д.) посредством системы участия в капитале, финансовых связей, договоров об общность интересов, патентно-лицензионных соглашений, тесной производственного сотрудничества [48].</p> <p>Вертикальный концерн – концерн, объединяющий компании <u>разных отраслей</u>, связанные последовательностью технологического процесса производства готового продукта.</p> <p>Горизонтальны концерн – концерн, объединяющий компании одной отрасли, выпускающие одинаковую продукцию. Концерн подчинения – концерн, организованный в виде <u>материнской и дочерних компаний</u>.</p> <p>Концерн координации - концерн, состоящий из сестринских обществ, где отдельные входящие в концерн компании взаимно обмениваются акциями.</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Чаще всего объединение <u>производственного характера</u>. 2. Компании номинально остаются самостоятельными юридическими лицами в форме акционерных или иных хозяйственных обществ или товариществ, а фактически подчинены единому руководителю. 3. В рамках концерна централизованы финансово-экономическое управление, научно-техническая политика, ценообразование, использование производственных мощностей. 4. Головная компания концерна, как правило, организуется в виде <u>производственной холдинговой компании</u>, являющейся держателем контрольных акций дочерних компаний. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. <u>Объединение производств</u> по технологической цепочке. 2. Использование патентов, лицензий участников. 3. Расширение экономической деятельности. 4. Использование производственного и организационного опыта. 5. Борьба с внешней конкуренцией.
Стратегический альянс	Соглашение о кооперации двух или более независимых компаний для достижения определенных <u>коммерческих целей</u> [48].	<ol style="list-style-type: none"> 1. <u>Не означает слияния компаний</u>, но предполагает установление отношений не только в рамках определенного проекта. 2. Основа – <u>долгосрочные или среднесрочные</u>, двухсторонние или многосторонние отношения. 3. Могут вступать как поставщики и клиенты, так и прямые конкуренты. 4. Создаются на основе <u>горизонтальной межфирменной кооперации</u>, а также компаниями, занятыми в смежных сферах деятельности и использующими взаимодополняющие технологии и опыт. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Экономия на масштабах производства. 2. Совместное использование производственных мощностей. 3. Объединение усилий в производстве компонентов или сборке конечной продукции. 4. Снижение риска неопределенности и повышение стабильности развития (компаний, объединяющие опыт и ресурсы). 5. Доступ на рынки со сложившимися рыночными

		<p>5. Как правило, <u>не является самостоятельным юридическим лицом.</u></p> <p>6. Стратегические альянсы подвижны, свободны для партнеров, более ориентированы в будущее, уменьшают неясность и неопределенность в отношениях партнеров, увеличивают стабильность в обеспечении ресурсами и распределении продукции и услуг.</p> <p>7. Создаются на определенный срок и распадаются, когда необходимость в них отпадает.</p> <p>8. Представляет собой <u>наименее законодательно ограничиваемый способ проникновения на рынок.</u></p>	<p>структурами и продвижение продукции друг друга.</p> <p>6. Передача технологий, знаний и ноу-хау, проведение совместных исследований, обучение персонала;</p> <p>7. Совместная разработка и производство технически сложных изделий (средств коммуникации, компьютеров, самолетов и т.п.).</p> <p>8. Воздействие на состояние конкуренции, поскольку объединившиеся компании направляют усилия больше против общих конкурентов, чем против друг друга.</p>
<p>Кластер</p>	<p>Группа географически локализованных и взаимосвязанных компаний (поставщиков оборудования и комплектующих, специализированных услуг, отраслей инфраструктуры), научно-исследовательских институтов, вузов и других организаций, дополняющих друг друга и усиливающих конкурентные преимущества отдельных компаний и кластера в целом [84].</p> <p>Региональный кластер - объединение нескольких университетов, фирм или компаний, которые работают в одной отрасли и регионе.</p> <p>Отраслевой кластер – это образование, в которое входят организации отраслевых и смежных компаний.</p>	<p>1. Родство технологий, применяемых в организациях, входящих в один кластер.</p> <p>2. Максимальная географическая приближенность друг к другу.</p> <p>3. Активное применение инновационных технологий и участие в их разработке.</p> <p>4. Общие черты в сырьевой базе.</p> <p>5. Тесная кооперация между бизнесом и федеральными, региональными органами власти.</p> <p>6. Участники:</p> <ul style="list-style-type: none"> - организации, осуществляющие выпуск конечной продукции (”ядро“кластера); - организации, поставляющие продукцию или оказывающие услуги организациям, осуществляющим выпуск конечной продукции; - обслуживающие организации (транспортная, социальная инфраструктура); - научно-исследовательские организации и учреждения образования; 	<p>1. Повышение конкурентоспособности компаний.</p> <p>2. Укрепление взаимосвязей между участниками кластеров для упрощения доступа к новым технологиям, оптимального распределения рисков, совместного выхода на внешние рынки.</p> <p>3. Организация объединенных научно-исследовательских, опытно-конструкторских и технологических работ, коллективного использования научных знаний и основных средств.</p>

		- организации по поддержке малого и среднего предпринимательства.	
Сеть	Система контрактов между формально независимыми экономическими агентами с целью оптимального комбинирования и использования ресурсов и компетенций [83].	1. Может быть, как <u>межфирменной, так и внутрифирменной</u> . 2. Возможно присутствие <u>различной степени автономности</u> у членов сети.	1. Достижение высокого потенциала адаптации к внешним изменениям. 2. Исполнение отношенческих контрактов с неопределенным сроком действия .
Виртуальная организация	Добровольная временная форма кооперации нескольких, как правило, независимых партнеров (предприятий, институтов, отдельных лиц), обеспечивающая благодаря оптимизации системы производства благ большую выгоду клиентам, использующая возможности самых современных информационных и коммуникационных технологий [28]. Объединение независимых агентов , сформированное на определенный срок для реализации какого-либо проекта, при этом координирование деятельности виртуального предприятия осуществляет тот агент, который отвечает за выполнение данного проекта (например, агент, заключивший договор с заказчиком проекта) [72]. Временное партнерство юридически независимых друг от друга экономических агентов, образованное с целью максимизации прибыли каждого из партнеров, предполагающее обязательное задействование информационных технологий в производственный процесс [12].	1. Использование готовой сетевой инфраструктуры – Интернет и Интернет. 2. Единые цели, т.е. как правило наличие проекта для реализации. 3. Независимость членов ОЭФ : каждый ее участник, независимо от того, ИП или организация, может продолжать поддерживать свое независимое существование наряду с получением доли прибыли. 4. Добровольной объединение усилий. 5. Может быть, как межфирменной, так и внутрифирменной. 6. Отсутствие единого центра управления , географическая разобщенность. 7. Использование перспективных инструментов обмена информацией, электронных валют и методов передачи денежных средств.	1. Получение прибыли благодаря максимальному удовлетворению потребителей в товарах (услугах) путем объединения ресурсов различных партнеров в единую систему.

Источник: составлено автором.

Приложение В. КЛАССИФИКАЦИЯ ОРГАНИЗАЦИОННО-ЭКОНОМИЧЕСКИХ ФОРМ (ОЭФ) КОРПОРАТИВНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ

Критерий классификации		Срок объединения		Цели объединения		Сохранение самостоятельности членов			Объединение предприятий по отраслям	Образование фин. ядра	Единый орган управления
		Долгосрочное	Коммерческие	Некоммерческое	Юридическая	Управленческой	Финансовая	Производственная			
Название ОЭФ											
1	<i>Холдинг</i>	+	+	-	+	-	+	+	+/-	+/-	+
2	<i>Корпорация</i>	+	+	-	+	-	+	+	+/-	+/-	+
3	<i>Картель</i>	+	+	-	+	+	+	+	+	-	-
4	<i>Консорциум</i>	-	+	-	+	+	+	+	+/-	+	-
5	<i>Конгломерат</i>	+	+	-	+	+	-	+	-	+	+
6	<i>Синдикат</i>	+	+	-	+	+	+	+	+	-	-
7	<i>Трест</i>	+	+	-	-	-	-	-	+/-	+/-	+
8	<i>Концерн</i>	+	+	-	+	-	+	+	-	+/-	+
11	<i>Стратегический альянс</i>	-	+	+	+	+	+	+	+/-	-	-
12	<i>Кластер</i>	+	+	+	+	+	+	+	+/-	-	-
13	<i>Сеть</i>	+	+	+	+	+	+	+	+/-	+/-	+
14	<i>Виртуальная организация</i>	-	+	+	+	+	+	+	+/-	-	-

Источник: составлено автором.

Приложение Г. КЛАССИФИКАЦИЯ КЛАСТЕРОВ [65] и источники синергических эффектов в кластере [65]

Вид кластера	Характеристика в соответствии с признаком
1. По уровню развития (степени сформированности)	
Действующие	Кластеры, добившиеся синергического эффекта и представляющие собой <i>более чем просто сумму частей</i> Сильные: характерна хорошая <i>сбалансированность развития</i> как основных, так и связанных производств, и специализированного сервиса, <i>высокая внутренняя концентрация</i> , научно-исследовательский и инновационный потенциал мирового уровня, <i>интенсивное внутрикластерное взаимодействие</i> Устойчивые: демонстрируют <i>позитивную динамику</i> всех элементов кластера и внутри кластерного взаимодействия, однако пока еще <i>не достигли необходимого уровня развития</i> для получения уверенных выгод от объединения
Потенциальные	Характеризуются <i>неравномерным развитием структуры</i> кластера и слабостью отдельных элементов, однако при этом <i>существуют выраженные конкурентные преимущества</i> и фундаментальные факторы, способствующие дальнейшему развитию. Они обладают возможностями, но пока не чувствуют необходимости либо еще не достигли критической массы для формирования кластера
Латентные	Объединяют целый ряд <i>довольно успешно функционирующих организаций и компаний</i> , но в целом весьма <i>далеки от полноценной кластерной структур</i> , процессы ее формирования происходят достаточно медленно. Эти <u>до-кластеры</u> , не достигшие к настоящему моменту времени полной эффективности, однако имеющие возможности для этого, являются объектом внимания исследователей и государственных органов, но не рассматриваются как движущая сила экономического роста в стране
2. В зависимости от ориентации на рынок	
Ориентирован-ные на внешний рынок	Расположены на определенной территории, представляют собой, прежде всего, источник долгосрочного экономического роста и развития регионов. Способны выходить за рамки местного рынка, <i>поглощая</i> при этом менее конкурентоспособные предприятия
Ориентирован-ные на локальный рынок	Включают группы фирм, работающие в сфере <i>недвижимости и строительства</i> , осуществляющие также местные операции по экспорту продукции в соседние регионы
3. В зависимости от вида интеграции	
Вертикально интегрированные	Кластеры, состоящие из предприятий, которые связаны между собой через отношения «покупателя-продавца»
Горизонтально интегрированные	Кластеры, включающие предприятия промышленности, которые могли бы разделить общий рынок конечного продукта,

	использовать общую технологию или навыки рабочей силы или нуждаются в одинаковых природных ресурсах
4. В зависимости от территориального охвата	
Макрокластеры	Объединения, функционирующие на уровне страны в целом
Региональные кластеры	Объединения, функционирующие на уровне конкретного региона
Микрокластеры (коммерческие)	Объединения, функционирующие на уровне организаций
5. По структурным особенностям	
«Маршаллианские» кластеры	Мелкие фирмы одной и той же отрасли используют <u>экономия от масштаба</u> благодаря совместному (вследствие компактного расположения) использованию общих ресурсов (типично для обувной промышленности Италии, швейных производств Турции, Индии)
«Ступицы и спицы» (hub-and-spoke), или «радиальные» кластеры	Создаются крупными сборочными предприятиями автомобильной и электронной отраслей промышленности (например, в Детройте или Северной Италии). В структуре бизнеса доминируют одна или несколько крупных, вертикально интегрированных фирм, окруженных поставщиками. При этом взаимоотношения между «центром» и прочими компонентами кластера могут быть и жесткими, и слабыми. Связи обычно носят <u>иерархический характер с выражено доминирующим центром</u> . Основной механизм существования подобных кластеров является применение <u>субконтрактации и аутсорсинга</u>
«Спутниковые» кластеры	Представляют собой совокупность компаний, ориентированных на поставку <u>предприятию, внешнему по отношению к кластеру</u> . Такой тип часто возникает в результате успешной политики привлечения в регион <u>иностраннных инвестиций</u> (перемещение производства комплектующих). Фирмы в кластерах относительно независимы как от других производителей в той же технологической цепочке, так и от конкурентов в регионе. В то же время конкуренция между «спутниками» ограничена, в том числе и потому, что они зачастую производят различные виды продукции
«Прикованные к государству» кластеры (state anchored cluster)	Экономическая активность в регионе привязана к <u>государственному предприятию</u> (военная база, оборонный завод, университет) или <u>органу гос. управления, связанному с государственным</u> (например, оборонным) заводом. К той же категории относятся технопарки, открытые по инициативе государства
6. По способу создания добавленной стоимости [104]	
Кластеры, основанные на компетенции	Образованы компаниями, как правило, <u>не производящими конечную продукцию</u> , но имеющими уникальную компетенцию и обслуживающими другие компании внутри и за пределами региона. Это <u>регионально ограниченные формы экономической активности</u> внутри родственных секторов, обычно привязанные к тем или иным научным учреждениям (НИИ, университетам и пр.)

Производственные цепочки	<p>Вертикальные: узко определенные секторы, в которых смежные этапы производственного процесса образуют ядро кластера (объединения внутри одного производственного процесса), например, <i>цепочка «поставщик - производитель – сбытовик – клиент»</i></p> <p>Горизонтальные: отрасли промышленности, определенные на высоком уровне агрегации (например, химический или агропромышленный кластер). Такие <i>горизонтальные кластеры</i> часто называют <i>метакластерами</i> (мета – от греч. – между), поскольку их горизонтальность определяется общими клиентами, технологиями, посредниками и др.</p>
7. По характеру производства	
Дискретные кластеры	Состоят из предприятий, для которых характерен <i>дискретный тип производства</i> , когда продукция предприятия состоит из отдельных компонентов (судо- и самолетостроение, автопром, строительство и производство стройматериалов и т.п.)
Процессные кластеры	Состоят из предприятий, для которых характерен <i>непрерывный (процессный) тип производства</i> (сельское хозяйство, металлургия, целлюлозно-бумажная, химическая и пищевая промышленность и др.)
8. По отраслевому признаку	
Промышленные; Транспортно-логистические; Финансовые; Строительные; Туристские; Инновационные (научные) и др.	Состоят из предприятий определенной отраслевой принадлежности
9. В зависимости от отношения государства к формированию и развитию	
Кластеры, основанные на «дирижистской» политике государства	В основе <i>дирижистской</i> экономической политики (от фр. <i>diriger</i> – руководить, управлять, регулировать) содержится идея активного государственного регулирования экономики (Франция, Корея, Сингапур, Япония, Швеция, Финляндия, Словения)
Кластеры, основанные на либеральной политике государства	Основной принцип <i>либеральной</i> модели состоит в том, что кластер – это рыночный организм, роль государства достаточно минимальна, и сводится только к устранению препятствий для его естественного развития и не предполагает прямого государственного вмешательства (США, Великобритания, Австралия и Канада)
10. В зависимости от механизма формирования	
Централизованные	Кластеры, характерные для <i>национального</i> и <i>регионального</i> уровней
Региональные	Кластеры, формирующиеся в рамках региональной политики и направленные на повышение <i>конкурентоспособности региона</i>
Рыночные	Кластеры, формирующиеся <i>спонтанно в границах региона</i> в целях обеспечения <i>конкурентоспособности организаций-участников</i>

Комментарий. Объединение в кластер формирует не спонтанную концентрацию разнообразных технологических изобретений, а строго ориентированную систему распространения новых знаний, технологий и инноваций. При этом *формирование сети устойчивых связей между всеми участниками кластера* является важнейшим условием эффективной трансформации изобретений в инновации, а инноваций - в *конкурентные преимущества*. Кластеры создают новый продукт или услугу усилиями нескольких фирм или исследовательских институтов, что позволяет ускорить их распространение по сети деловых взаимосвязей. *Инновационная структура кластера способствует снижению совокупных затрат* на исследование и разработку новшеств с последующей их коммерциализацией за счет высокой эффективности производственно-технологической структуры кластера. Это позволяет участникам кластера стабильно осуществлять инновационную деятельность в течение продолжительного времени.

Согласно концепции «неявного» знания («*tacit knowledge*») М. Полани (Поланьи), ***неявное знание*** - это набор личностных, некодифицированных знаний, вплетенных в искусство экспериментирования и теоретические навыки ученых (и технологов), которые передаются исключительно неформальными способами и в непосредственных человеческих контактах.

В долговременно существующем кластере процесс распространения, перетекания знаний происходит через поставщиков, потребителей, консультационные фирмы, бывших сотрудников и т.д., а также впитывается работниками при обучении, передается при личном общении, через социальные сети и т.п. Наличие неявного знания, которым обладают работники предприятий одного кластера, во многом определяет уровень полноценности передачи той или иной информации профессионального характера. *Неявное знание, охватывающее личностный опыт, набор определенных фактов, навыки работы в конкретных условиях и т.п., является ключевым фактором, обеспечивающим распространение новых технологий и инноваций в кластере.* При этом именно в условиях принадлежности к одному кластеру, уровень неявного знания сотрудников различных предприятий выравнивается, облегчая процесс приема-передачи новых идей, бизнес-процессов и технологий, которые в дальнейшем совершенствуются и передаются дальше, укрепляя таким образом конкурентные преимущества каждого участника кластера и увеличивая конкурентоспособность кластера в целом.

С другой стороны, по мнению этого автора, наличие неявного знания о тонкостях производственного, сбытового, организационно-управленческого и т.п. процессов позволяет участникам кластера в определенной мере защитить

от конкурентов отдельные элементы своих ноу-хау от копирования, т.е. укрепить свои конкурентные преимущества, сохраняя втайне значимые информационные аспекты новых технологий.

Кроме того, огромным *преимуществом кластера* может выступать широта кадрового выбора, обеспечиваемая существованием широкого круга сотрудников, не только имеющих формально подходящие образование и специализацию, но обладающих также значительным багажом соответствующих разносторонних знаний, навыков, общих принципов работы как в данном виде бизнеса, так и в смежных и сопутствующих отраслях. Объединение интеллектуальных усилий сотрудников, имеющих опыт видения проблемы с разных сторон и разбирающихся в иных точках зрения на проблему, благодаря наличию *неявного знания* часто приводит к нетривиальным стратегическим решениям и к возникновению мощного *синергического эффекта*.

Кластер оказывает существенное влияние на размеры притока и оттока денежных средств. Увеличение притока денежных средств связано с возрастанием совокупного спроса на продукцию в условиях существования кластера, с усложнением покупательских предпочтений, требующих совершенствования товаров и услуг. Рост конкурентоспособности кластерообразующей продукции ведет к значительному увеличению не только внутреннего спроса, но и спроса за пределами кластера (региона).

В целом, *снижение оттока денежных средств* в кластере связано:

- с *ростом производительности* входящих в него предприятий,
- *снижением затрат на производство и реализацию продукции*,
- снижением специфичности и повышением доступности различных ресурсов, в первую очередь, кадровых,
- *ростом доступности и снижением стоимости специализированной информации*,
- *сокращением транзакционных издержек*,
- *уменьшением уровня делового риска и сокращением издержек на обеспечение безопасности ведения бизнеса*, а также
- *повышением внутренней конкуренции, стимулирующей проведение в жизнь мероприятий по снижению затрат*.

Эффекты управленческой и производственной синергии при использовании *инфраструктуры кластера* заключаются, во-первых, в *снижении индивидуальных затрат* на ее формирование для каждого отдельного участника кластера, а во-вторых, в *сокращении издержек* по ее дальнейшему обслуживанию и использованию. При этом речь идет об объектах транспортной, энергетической, инженерной, жилищной и

социальной инфраструктуры развития кластера. Совместное использование участниками кластера логистической инфраструктуры, энергосистем, информационных сетей, маркетинговых разработок и т.п. позволяет получить услуги более высокого качества за меньшую цену. Также в силу территориальной близости повышается доступность контрагентов, и снижаются транзакционные издержки, т.е. проявляются *положительные синергические эффекты* территориальной агломерации [143].

Синергический эффект инвестиционной синергии определяется самим фактом существования кластера как цельной экономической системы. Подтверждение существования кластера привлекает к его участникам внимание со стороны финансовых структур, позволяет получать помощь в выстраивании кредитной репутации, в распространении рекламы предприятия в рамках бренда кластера, привлекает в регион дополнительные ресурсы. В целом, политика привлечения инвестиций, проводимая *кластером как единой экономической системой*, будет учитывать большинство интересов отдельных его участников, если они напрямую не противоречат согласованным интересам большинства участников или кластера в целом. Централизованное привлечение *финансовых ресурсов* предприятиями, выступающими под брендом (а точнее, в ОЭФ) кластера, имеет больше шансов на успех, чем отдельные попытки предприятий-индивидуалистов. В условиях российских реалий значение подобного эффекта трудно переоценить. Наличие кластера в регионе позволяет получать государственную *финансовую поддержку* в рамках программ кластерного и регионального развития, что ведет к дальнейшему развитию региональной экономики, стимулированию экономического роста и ускорению решения социальных проблем, особенно острых в депрессивных регионах.

Еще одним аспектом (источником) синергического эффекта в кластере может выступать так называемая «*синергия конгломерата*» (*производственная синергия*), которая заключается в объединении в рамках одной структуры бизнесов, имеющих *различные этапы развития* или различную динамику рыночной конъюнктуры, что позволяет *снизить общую цикличность* развития кластера. Сочетание в составе кластерных структур технологически юных и зрелых, развитых, стабильно функционирующих предприятий способствует эффективной деятельности и устойчивому развитию кластера.

Приложение Д. АНАЛИЗ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

На мировой арене сделки М&А являются одними из инструментов глобализации, как на уровне формирования международных брендов, распределения информации, создания элементов политического влияния, так и как способ накопления мирового капитала. На международном рынке прямых инвестиций около 80% средств тратится не на создание новых компаний, в общем, и новых производств, в частности, а на приобретение уже существующих компаний [106, с. 42; 29; 30; 80]. Казалось бы, что динамика увеличения рынка М&А должна быть постоянной, но мировой рынок М&А характеризуется волнами всплесков и угасаний количества и объема сделок.

Исторически периоды всплесков сделок М&А принято делить на 5 волн [106, с. 71], начиная с 1895-1905 гг. и заканчивая 2000-ым годом. Однако на текущий момент, по нашему мнению, следует добавить еще две волны – 2003–2008 гг. и 2014 - по настоящее время

Добавленная волна 2003–2008 гг. характеризуется тенденцией *глобализации* сделок, применением инструмента LBO – финансируемого выкупа (от англ. - *Leveraged Buy-Out - LBO*), всплеском сделок с участием азиатских компаний. Например, в 2000-ом году в Китае произошло 69 сделок М&А, а в 2013 – уже 1 300 [179].

Пик общей стоимости сделок этой волны пришелся на предкризисный 2007 год (рис. Е.1). В целом этот период был назван рядом авторов «Новой эрой глобальных экономических открытий» [114].

В связи с мировым финансовым кризисом за 2008-2009 гг., а также из-за принятия в США Закона об иностранных инвестициях и национальной безопасности 2007 года [148, с. 2], произошел резкий спад стоимости сделок – примерно в 2 раза (рис. Д.1).

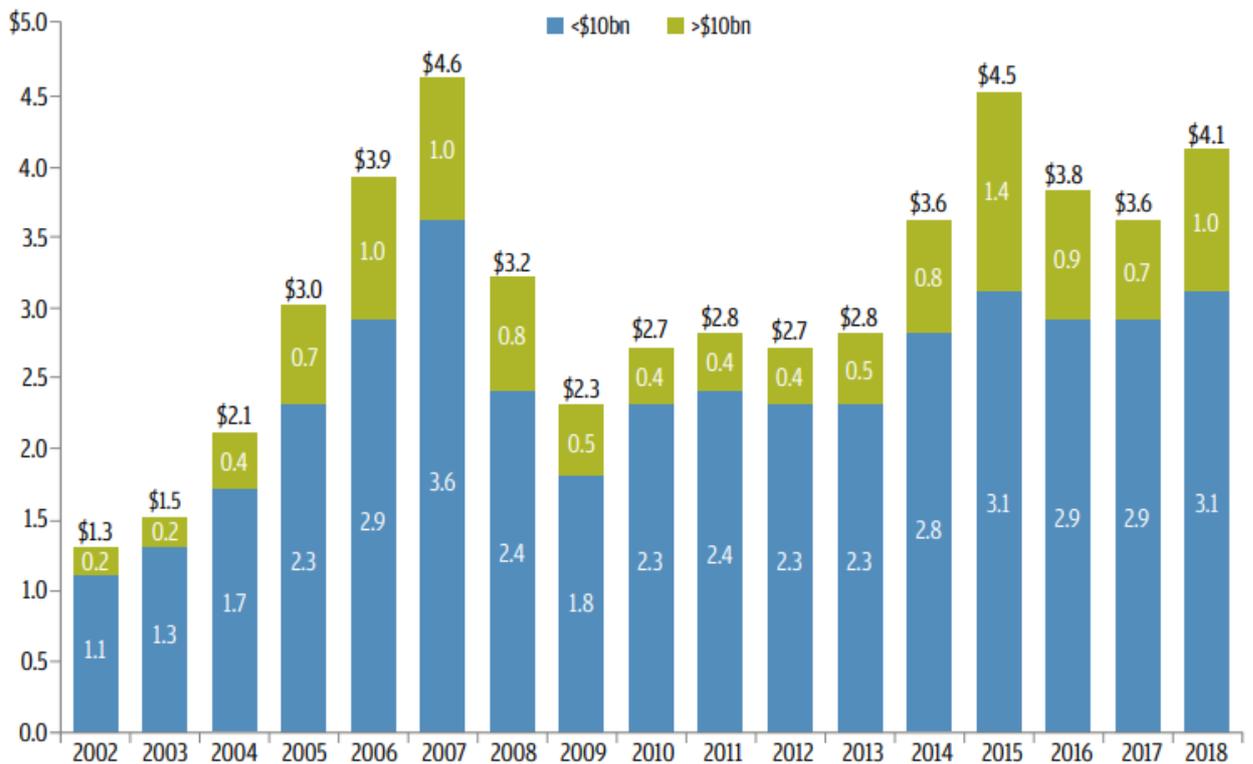


Рис. Д.1 - Мировой рынок М&А в трилл. долл. (2001–2018 гг.) [227]

Затем после периода стабилизации отметим новый этап роста активности рынка М&А с 2014 года и до настоящего времени, который выделяется распространением сделок М&А ради получения НМА, человеческого капитала и поглощением западными компаниями производителей ресурсов в развивающихся странах.

Таблица Д.1 - Глобальные волны М&А

№	Временной период	Характерный тип интеграции	Краткая характеристика
1	1895–1905 гг.	Горизонтальные	Создание монополий на рынке США. Множественное объединение фирм
2	1916-1929 гг.	Вертикальные и конгломератные	Создание олигополий из-за антимонопольной борьбы. Диверсификация производств
3	1955-70-е годы	Конгломератные	Всплеск создания фирм, занятых в разных видах бизнеса, на фоне роста фондового рынка
4	1974–1989 гг.	Горизонтальные	На фоне обвала цен на акции и смягчения антимонопольного законодательства растет число враждебных поглощений. Дешевле выкупить компанию, чем начать собственное производство. Появление азиатского капитала в М&А и миллиардных сделок

5	1993–2000 гг.	Горизонтальные	Сделки совершаются в основном за счет основного капитала. Основные игроки – ТНК. Расширение экономического пространства сделок M&A за счет стран Восточной Европы. Начинающаяся глобализация рынка M&A
6	2003–2008 гг.	Горизонтальные и конгломератные	Большая доля международных и транснациональных сделок. <i>Развитие азиатских рынков.</i> Распространение M&A с помощью <i>финансового выкупа</i>
7	2014 г. - по наст. время	Горизонтальные	В основном слияния западных компаний, <i>приобретающих производителей ресурсов на развивающихся рынках.</i> <i>Высокая доля компаний IT сферы</i>

Источник: подготовлено автором.

Также возник тренд на сделки в сфере IT. Google, Yahoo! и Microsoft выбрали стратегию по поглощению перспективных стартапов ради получения новых уникальных технологий и непосредственного найма сотрудников поглощенных компаний [240]. В том числе благодаря этому широкое распространение в мобильных телефонах получили *технологии распознавания лица и голосового управления*, которые первоначально были лишь небольшими бизнесами, построенными на продаже определенной технологии.

В настоящее время в среде IT существует тренд на создание малого инновационного бизнеса (стартапа) и его быструю продажу интернет-гигантам, что формирует статистику мелких поглощений. Например, холдинговая компания Alphabet Inc. – материнская компания Google Inc. с капитализацией по состоянию на конец августа 2019 г. в размере \$859 млрд [229] за 18 с половиной лет произвела поглощение 227 компаний [230], Microsoft – 230 компаний [231], Facebook – 76 [232], который при этом осуществил покупку компании WhatsApp Inc. за \$19 млрд, что переводит эту сделку в разряд особо крупных.

Отметим, что активность сделок M&A второй половины XX века в целом соответствуют циклам Жюгляра, т.е. среднесрочным экономическим циклам с периодом – 7-11 лет (табл. Е.1).

На рис. Е.1 можно выделить фазу оживления – 2013-2014 гг., фазу подъема – 2015 г., фазу рецессии – 2008 г., фазу депрессии – 2010-2013 гг. Во время финансово-экономических кризисов из-за большой степени неопределенности инвесторы и акционеры не могут выстраивать политику инвестирования средств в развитие производств, что обуславливает резкое снижение как числа сделок М&А, так и их совокупной стоимости. В принципе, любые глобальные макроэкономические события влияют на рынок М&А. Так, в 2016 году рыночная неопределенность, включая Brexit и потенциальные реформы после президентских выборов в США, способствовали резкому снижению количества транснациональных сделок по слиянию и поглощению на 20% по сравнению с 2015 г. [124], хотя при этом кризисных явлений в мировой экономике не наблюдалось.

Значительный рост объема сделок на \$0,5 млрд в 2018 году обусловлен ростом мировой экономики, хорошей годовой отчетностью крупнейших мировых корпораций, низкими ставками на заемное финансирование в США, а также эффектом от налоговой реформы США 2018 года.

В табл. Д.2 представлена информация по сделкам М&А в 2018 г. в разбивке по странам. В ней США традиционно занимает крупнейшую долю на рынке с объемом в 29%. Следом идет Китай с 13%. В последнее время Китай характеризуется транзакциями в секторе новых технологий, потребительского производства и финансов, что отражает развитие китайской экономики. Испания, Германия и Великобритания занимают примерно равные доли на рынке М&А – 3-7%. Другие страны в основном представлены развитыми странами ЕС и Азии, и в первую очередь, Японией.

Таблица Д.2 - Рынок М&А 2018 г. в разбивке по странам в процентах от объема сделок

Страна	Доля рынка сделок М&А в 2018 г.
США	29%
Китай	13%
Великобритания	7%
Германия	5%

Испания	3%
Другие страны	43%

Источник: составлено автором по [227].

Автор считает, что 2019 год, немного уступая 2018 г., продемонстрирует высокие показатели общего объема сделок M&A и их совокупной стоимости. Для этого существуют хорошие предпосылки: эффект от налоговой реформы в США, устойчивый экономический рост, стабильный рост экономики Индии и Китая [235], умеренные реакции рынка на продолжающийся Brexit и торговую конфронтацию Китая и США.

Прогноз автора подтверждается данными мирового рынка M&A за первое полугодие 2019 г. Общая сумма сделок M&A – \$2.2 трлн [226], что лишь незначительно ниже первого полугодия 2018 года. При сохранении тенденции общая сумма сделок M&A за 2019 г. может составить \$4,4-4,6 трлн.

Рассмотрим состояние и перспективы развития **российского рынка сделок M&A**. На рис. Е.3 представлена диаграмма российского рынка M&A с 2011 по 2018 год.

Несмотря на рост активности на этом рынке на 18% в 2018 г., сумма сделок снизилась на 6,5% по сравнению с прошлым годом, составив \$51,7 млрд, что главным образом было обусловлено отсутствием крупных сделок.

Несмотря на значительное падение стоимости сделок, автором отмечен позитивный тренд по диверсификации отраслей компаний, участвующих в сделках. Особенно количество сделок возросло в сфере инноваций и технологий – более чем в три раза по сравнению с 2017 г. Другой характерной особенностью 2018 г. в сфере M&A является увеличение доли выкупа собственных акций компаниями. Три масштабные сделки по покупке собственных акций у миноритарных акционеров «Мегафон», «Лукойл» и «Роснефть» вошли в десятку крупнейших за истекший 2018 г. Вкупе с ростом ВВП это говорит о том, что российский рынок адаптировался к введенным в

2014 г. мировым санкциям, умеренным ценам на нефть и теперь в меньшей степени зависит от макроэкономических колебаний, чем годом ранее.

Что касается будущего на рынке сделок M&A в России, то невозможно с какой-либо долей уверенности предсказать *тренд активности*. С одной стороны, попавшие под санкции компании Олега Дерипаски (En+ Group, "РусАл"), приняв условия США о потере мажоритарным акционером части контроля, - успешно вышли из под санкций, создав довольно веский прецедент. С другой, - санкции против Виктора Вексельберга и группы "Ренова", а также Сулеймана Керимова и Кирилла Шамалова. Под угрозой оказались также компании прямо или косвенно связанные с вышеуказанным списком. Подобные события дали сигнал инвесторам о необходимости вывода средств из высокодоходных ОФЗ и акций российских компаний.

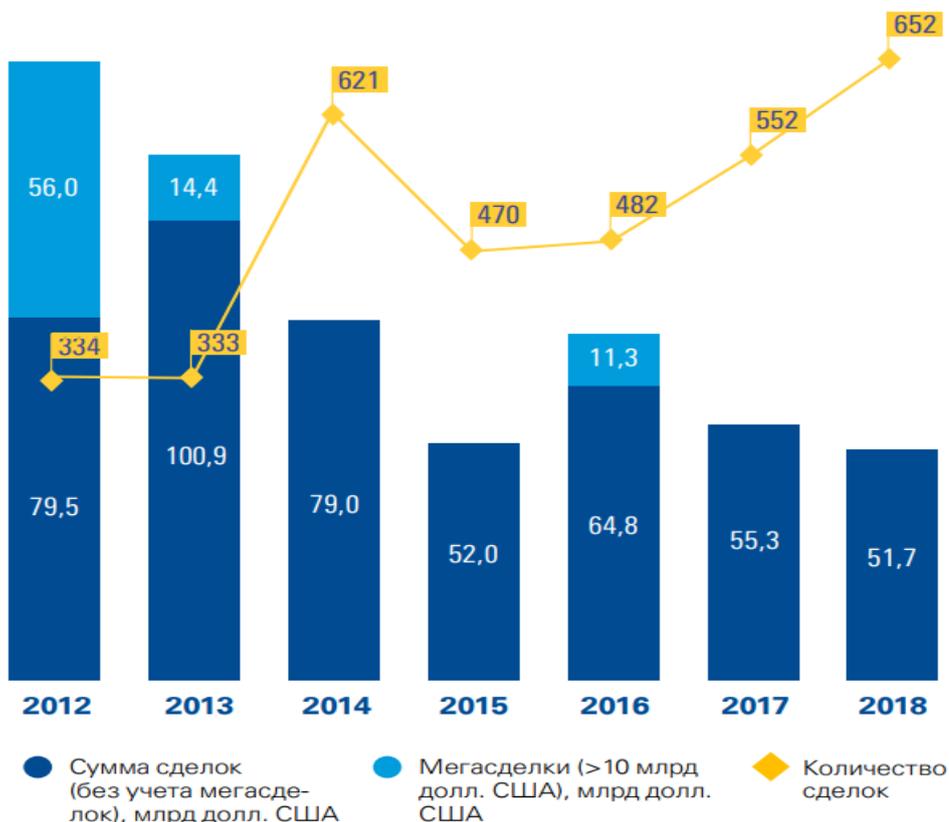


Рис. Д.3 - Российский рынок M&A в млрд долл. США (2012–2018 гг.)

Источник: Анализ KPMG «Рынок слияний и поглощений в России в 2018 г.» [236].

Также инвесторов пугает существующая неопределенность планов правительства по реализации национальных проектов, арест крупного

иностранный инвестор Майкла Калви, протестные настроения в обществе и серьезные макроэкономические риски.

На российском рынке широко идет передел сфер влияния в секторах энергетики, машиностроения и продуктового ритейла.

Заметна тенденция по «реприватизации» активов, - крупнейшие участники российских секторов экономики становятся аффилированы с государством. Так в I-ом квартале 2018 г. произошла сделка по покупке 29% акций ритейл сети «Магнит» госбанком ВТБ за \$2,45 млрд [238]. Затем в конце мая ВТБ продает больше 40% своего пакета акций «Магнита» инвестиционной компании Marathon Group, аффилированной с «Ростехом» [215]. Председатель правления ВТБ Юрий Соловьев объясняет мотив покупки акций «Магнита» стремлением получить *синергический эффект* «в логистике, в создании одной электронной платформы и сети магазинов» между компаниями, принадлежащими ВТБ (речь о Tele2, «Почта России», «Почта банк») [210].

Можно также отметить сделку по продаже доли в «Норникеле» компаниям US Rusal и «Интеррос» за \$1,5 млрд. Из сделок с участием иностранных инвесторов в 2018 г. крупнейшая – это покупка Japan Tobacco 100%-ой доли акций «Донской Табак» за \$1,6 млрд [228].

Отмеченные тренды серьезно повлияют на рост услуг по сопровождению сделок M&A. На сегодняшний день консультирование, сопровождение, предоставление информации и анализ данных о сделках M&A является огромным пластом в доходах аудиторских, консалтинговых и информационно-аналитических компаний, которые часто оценивают свои услуги в процентах от сделки. Например, только подписка на информационную базу *Bloomberg Mergers & Acquisitions Data* в рамках пакета *Bloomberg Terminal* стоит от \$1600 в месяц. Существует ряд изданий, специализирующихся только на рынке сделок M&A. Наиболее авторитетное из них - *Mergermarket*. На российском рынке сопровождения сделок M&A в 2018 г. наибольшую долю – 33% занимает «ВТБ Капитал» [239].

**Приложение Е. СХЕМЫ РЕЙДЕРСКОГО ЗАХВАТА.
КЛАССИФИКАЦИЯ ФАКТОРОВ РИСКА РЕЙДЕРСТВА В ЦЕЛЯХ
ЗАЩИТЫ ОТ ВРАЖДЕБНЫХ СДЕЛОК**

В контексте проведенного анализа следует рассмотреть и вопрос о защите бизнеса от враждебных сделок.

В рекомендациях для акционеров консалтинговая компания McKinsey делает особый упор на обеспечение безопасности бизнеса, особенно до и во время процесса проведения сделки М&А [181], то есть защите от *недружественного поглощения* или рейдерства.

Рейдерство (от англ. *raider* — налетчик) - деятельность рейдеров по приобретению контрольного пакета акций какой-либо собственности (обычно предприятия) [107], - представляет собой цепочку сложных операций, в результате которой благодаря многозначному толкованию закона происходит смена законного собственника без согласия акционеров, а также выведение активов из его владения. Однако, по мнению автора, термин «рейдерство» не является устоявшимся и в различных источниках обозначает совершенно разные явления.

Также нет однозначного понимания в отношении законности «рейдерства» как деятельности. Например, Г. Греф считает, что встречается и *законное* рейдерство, когда активы перераспределяются законным образом в пользу более эффективных собственников [103, с. 7]. В его понимании, крупные компании выступают некими «санитарами леса», оптимизируя российский рынок. С другой стороны, рейдерство значительно снижает привлекательность экономики России как объекта для инвестиций [86; 79]. Статистика говорит, что около 75% сделок М&А в РФ в середине 2000-ых являлись враждебными. При этом в США эта доля равняется примерно 50% [106, с. 16-19].

Важно отметить, что в Уголовном Кодексе РФ нет статьи, в которой давалась бы четкая характеристика понятию «рейдерский захват», как нет и

статей об ответственности за преступные действия такого характера. Однако в зависимости от вида рейдерского захвата преступников могут осудить по более чем 10 статьям УК РФ в совокупности. К ним относятся: мошенничество, превышение служебных полномочий, подкуп должностных лиц, фальсификация документов и т.д.

Авторы предлагают собственное определение *рейдерства* как поглощения компании против воли законных собственников и/или ее руководства. Факторы, способствующие проведению рейдерских захватов, следует разделить на макро- и микроэкономические. В таблице Ж.1 представлена авторская классификация факторов риска рейдерского захвата.

Таблица Ж.1 - Классификация факторов риска рейдерского захвата

Микроэкономические (внутренние) факторы	Макроэкономические (внешние) факторы
<ul style="list-style-type: none"> - отсутствие контроля за пакетом акций; - внутренние конфликты и разногласия собственников; - противоречия между органом управления и ЮЛ и собранием акционеров; - конфликты персонала внутри организации; - сведения компрометирующего характера в отношении ключевых акционеров предприятия; - наличие неподконтрольной кредиторской задолженности; - недостаток управленческого опыта у менеджмента организации; - проблема с регистрацией товарных знаков и прочих НМА; - применение системы «золотых парашютов»; - нарушения требований закона при создании предприятия (в том числе в ходе приватизации); - нарушения в процессе консолидации пакета акций; - нарушения, допущенные при проведении дополнительных эмиссий акций; - агрессивные схемы оптимизации налогов 	<ul style="list-style-type: none"> - высокий уровень коррупции в стране; - низкий уровень правовой культуры; - центры концентрации капитала с различными преимуществами перед остальными участниками рынка; - отсутствие сильной независимой судебной власти; - несовершенство законодательной базы; - неформальная связь органов государственной власти с бизнесом

Источник: составлено автором.

Внутренние факторы, в свою очередь, можно разделить на две категории – (1) «слабый» собственник и (2) нарушения компанией действующего

законодательства, тогда как *макроэкономические* факторы связаны с несовершенством правового аппарата внутри государства.

Анализируя причины рейдерства, отметим, что с точки зрения структуры любое юридическое лицо можно представить как корпорацию с тремя элементами:

- общее собрание участников юридического лица (ЮЛ), определяющее наиболее важные вопросы деятельности организации;
- органы управления ЮЛ,
- активы организации, управляемые общим собранием посредством исполнительных органов.

При осуществлении рейдерского захвата компании преступники стремятся использовать наиболее проблемные зоны взаимосвязи указанных элементов корпорации. Как только рейдеры осуществят фальсификацию правоустанавливающих документов, создадут мнимый «исполнительный орган» или искусственно увеличат свою долю участия в уставном капитале юридического лица, у них появляется возможность провести «псевдо-законное» отчуждение имущества данной компании.

Представленная нами классификация факторов риска рейдерского захвата позволит собственникам и менеджменту компании осуществить их анализ, выявить свои слабые стороны и устранить те имеющиеся нарушения, которые могли бы привести к печальным последствиям, то есть сохранить компанию даже в условиях внешних рисков, не подвластных менеджменту.

В целом, анализ рынка сделок М&А в РФ и за рубежом, его активизация и рост, дают основания для утверждения, касающегося *важности изучения процесса стоимостного оценивания* того синергического эффекта, на который рассчитаны эти сделки.

Приложение Ж. КЛАССИФИКАЦИЯ СЕТЕЙ ПО РЯДУ ПРИЗНАКОВ

<i>Признак</i>	<i>Вид сети</i>	<i>Характеристика</i>
Правовой аспект формирова- ния сети	Простое товарищество	Наличие договора о совместной деятельности
	Участники франшизы	Договор коммерческой концессии (франчайзинг)
	Стратегические альянсы	Добровольная централизация отдельных властных полномочий с целью усиления рыночной позиции
	Промышленные кластеры и др.	
По структурным особенностям	Горизонтальные	Интеграция схожих фирм, функционирующих на одних и тех же рынках
	Вертикальные	Фирмы оперируют в разных отраслях и имеют собственный канал поставок и дистрибуции, группируясь вокруг центрального агента (например, производственной компании)
	Диагональные	Различные компании действуют в разных секторах рынка
По составу участников сети [84]	Сетевая структура крупной компании	Мелкие фирмы, имеющие собственные подразделения высокой специализации, необходимой для производства, собираются вокруг крупной компании и выполняют различные специальные задачи. Доминирующая крупная компания является основным заказчиком, а сеть - иерархизированной. Ее преимущества позволяют осуществлять контроль не за счет участия в капитале, а через рыночный механизм, ставя мелкие структуры в зависимость. Она выбирает партнеров, отличающихся высокой гибкостью, приспособляемостью к меняющимся условиям и обладающих творческим потенциалом
	Сети предприятий, близких по размеру	Такие фирмы юридически самостоятельны, но поддерживают устойчивость друг друга в хозяйственном плане. Действуют часто в пределах одного региона или в рамках одного вида деятельности, что повышает конкурентоспособность производимых товаров и услуг. Несколько ключевых фирм обеспечивают постоянство связей, стимулируют инновационный и коммерческий процессы, упрощают управленческие задачи мелких и средних членов сети
По механизму координации	Стабильная сеть	В ней активы принадлежат нескольким фирмам, специализирующимся на конкретных видах деятельности. Обычно набор торговых партнеров располагается вокруг «стержневой» фирмы (например, крупной производственной), обеспечивая ее ресурсами, либо выступая дистрибьютерами ее продукции
	Динамическая сеть	Это множество фирм, действующих в одной ценностной цепи, готовых объединиться для выполнения конкретной задачи, после чего расходятся, чтобы стать частью другого временного союза. Объединение происходит вокруг управляющей фирмы или фирмы-брокера. Головная фирма сети (брокер) владеет ключевым для данного бизнеса навыком (активом) и поэтому собирает воедино необходимые активы, принадлежащие другим компаниям. Участники динамической сетевой структуры обычно обладают тем или иным конкретным конкурентным преимуществом и, как правило, территориально удалены (могут находиться даже в разных странах)

Источник: составлено автором.