

УДК 330.101

## **ПРИМЕНЕНИЕ МЕТОДОЛОГИИ АНАЛИЗА ТРАНСАКЦИОННЫХ ИЗДЕРЖЕК ПРИ СЛИЯНИЯХ И ПОГЛОЩЕНИЯХ**

**А.В. Смирнов**

Тверской государственной университет  
Институт экономики и управления, г. Тверь.

DOI: 10.26456/2219-1453/2020.3.050

Статья посвящена проблеме интеграции методологии анализа транзакционных издержек в общий анализ сделок по слияниям и поглощениям компаний. В условиях усиливающейся конкуренции на международном рынке наукоемких технологий, в целях экономии времени крупные компании вынуждены приобретать сложившиеся коллективы высококвалифицированных специалистов через слияния и поглощения. Однако такая процедура характеризуется высоким порогом экономически неэффективных сделок, что снижает конкурентоспособность всей отрасли. Целью исследования является анализ критериев оценки эффективности стратегии M&A. Научная новизна заключается в синтезе институционального и бухгалтерского подходов, позволяющего сделать вывод, что слияние и поглощение компаний является не просто переходом работников или имущества из одной фирмы в другую, это еще и изменение транзакций, а значит и транзакционных издержек, анализ которых в подавляющем большинстве вымывается при исследовании таких сделок.

***Ключевые слова:** слияния и поглощения, транзакционные издержки, границы фирмы, конкуренция, вертикальная интеграция.*

Глобализация, усиливающаяся конкуренция на международном рынке, стремительное развитие и усложнение наукоемких технологий, в частности, систем безопасности, ядром которых и являются наукоемкие технологии, ставит перед отечественными крупными производителями задачи не только своевременного реагирования на изменение рыночной конъюнктуры, но и поиски возможностей – перехватить инициативу в свои руки на базе предвидения, задать конструкцию рынка, изменить характер конкуренции, диктуя экономическую волю конкурентам.

Субъектом создания наукоемкого продукта в сложной производственной цепочке является сложившийся годами коллектив высококвалифицированных специалистов и инженеров. Профессор А.И. Боровков, озвучивая значимость инженерного корпуса, популяризирует термин «инженерно-технологический спецназ», мотивируя это тем, что современный инженер должен владеть более широким спектром ключевых компетенций и обладать широким интеллектуальным диапазоном в отличие от своего предшественника в XX-м веке [1]. Удовлетворить потребность в таких специалистах за счет собственных средств не представляется возможным не только для отдельного предприятия, но и даже для целой отрасли. Это объясняется тем, что на мировом рынке постоянно вводятся технологические

новшества и первостепенное значение играет быстрота выполнения работ. По этой причине компании вынуждены приобретать уже готовые коллективы, тем самым экономя драгоценное время.

Приобретение коллективов специалистов осуществляется с помощью механизма слияний и поглощений компаний. Стратегия M&A (Mergers and Acquisition – слияния и поглощения) подразумевает объединение двух компаний, в котором выживает только одна. Наглядное представление слияния можно представить в виде формулы:  $A+B = A$ , т. е. компания  $B$  сливается с компанией  $A$  [5, с. 20]. Сама процедура слияний и поглощений широко освещена в экономической литературе, в последнее время утвердилось ряд методик по осуществлению данного типа сделок – все это позволяет отраслевым флагманам использовать уже готовые пакеты технологий для реализации сделок по слиянию и поглощению. Более того, сформировалась столетняя история таких сделок, что позволяет формулировать рабочие гипотезы на предмет трансформации атомной отрасли. Однако любая экономическая сделка содержит проблемную область. Обширные исследования показывают частоту неудач для сделок по слиянию и поглощению в диапазоне от 50 % и до 90 % [6, с. 8]. Такой высокий порог неудачных сделок приводит к снижению экономической эффективности всей отрасли, а значит и снижению ее конкурентоспособности.

Процедура слияния и поглощения является многоступенчатым и дорогостоящим процессом, сопряженным с анализом пакета финансовой, бухгалтерской и технической документации с привлечением помощи внешних профессионалов, как правило, финансистов и аудиторов. Тем не менее, не смотря на высокую стоимость данного мероприятия, порог неэффективности сделок сохраняет высокую планку. Чтобы снизить порог неудачных сделок необходимо понять причину их возникновения. Анализ экономической литературы указывает на тот факт, что компании не всегда в полном объеме просчитывают все сценарии развития изменений. В частности, экономисты выделяют следующие слабые места в аналитике сделок M&A: слабый маркетинговый анализ рынка; слабый анализ цепочки добавленной стоимости, что обеспечивает хорошее понимание на всем пути до конечного потребителя; искаженное понимание потенциала компании ввиду неполных данных, представленных в финансовых и бухгалтерских документах; отсутствие планов по отслеживанию работы компании после совершения сделки с целью проведения анализа результативности от проведенной сделки. Однако, все эти факторы носят, скорее, позитивистский характер, отводя внимание от главного фактора.

Основатель крупнейшей инвестиционной компании Blackstone, которая специализируется на слияниях и поглощениях, Стивен Шварцман комментирует проблему выбора фирмы с целью слияния и поглощения: «Фирма, сама по себе представляет собой сложный класс активов, анализ которых требует не только публичной информации, но также и получения инсайдерской информации, которая намеренно скрывается руководством. Так, например, недвижимость в отличие от фирмы, представляет собой простой класс активов, при анализе которого специалисты без ошибок определяют рыночный спрос и предложение в будущем и находят точку равновесия. По этой причине на рынке недвижимости доходность гораздо выше» [8]. Таким

образом, Стивен Шварцман утверждает, что невозможно на рынке знать всю необходимую информацию о фирме, а значит, сделки такого рода всегда будут сопряжены с высоким риском.

Хозяйственная практика показывает, что компании все же идут на подобный риск, хотя реализация данной стратегии бывает успешной только в одном случае – если она жизненно необходима. Экономическая теория делала попытки найти разумное объяснение такому поведению фирм, строя свои предпосылки из необходимости понимания существования самой фирмы в экономике. Если отталкиваться от фундаментальных задач фирмы, которые сформулированы родоначальником Чикагской школы Фрэнком Найтом о распределении работ и вознаграждении, возникает вопрос, почему решение этих задач на базе свободного соглашения и добровольного обмена между субъектами (фирмами) оказывается менее эффективным, чем такое же распределение работ и вознаграждений на базе административного управления [3, с. 54]? Подчеркнем, что распределение ресурсов в фирме осуществляется на базе административных решений, субъектом которого выступает или предприниматель или наемный управляющий. Впервые данная проблема была описана Р. Коузом, который заложил фундамент для будущих исследований в этой области. Он доказал, что механизм цен на рынке и администрирование со стороны предпринимателя – это разные инструменты координации, которые сосуществуют в едином экономическом пространстве [2, с. 57]. Возникает вопрос, в каких случаях эффективнее координация механизма цен, а в каких администрирование предпринимателя? Что легче – провести сделку по слиянию и поглощению и работать в одной фирме или осуществлять работу между разными фирмами на рыночных принципах? Внутри фирмы рыночные сделки устранены, а роль сложной рыночной структуры со всеми операциями обмена выполняет предприниматель-координатор. В основе понимания необходимости слияния и поглощения лежит экономическое обоснование принципа существования самой фирмы: механизм цен на рынке сам по себе не работает без издержек, которые объединены в категорию транзакционных издержек. Развивая данную мысль, Оливер Уильямсон пишет: «В основе неясности, видимо, некоторое ощущение, что фирма есть нечто большее, чем просто инструмент обеспечения эффективности в обычном смысле – достижения масштабов производства и наибольшего вовлечения самых дешевых факторов, – но также обладает координирующим потенциалом, который иногда превышает соответствующий потенциал рынка. Беда этого аргумента в том, что он подтверждается» [9, с. 34].

Для глубинного понимания экономической эффективности сделок по слиянию и поглощению необходимо использовать теоретическую конструкцию теории транзакционных издержек. Это связано с тем, что данная теоретическая установка обращается к проблеме границ фирмы, а любое слияние или поглощение меняет границы фирмы. В экономической литературе проблема изменения границ фирмы звучит как: «Производить или покупать» (make-or-buy). С позиции институциональной экономики процесс замещения транзакций на рынках ресурсов на продукты внутрифирменными транзакциями представляет собой вертикальную интеграцию. Сделка по слиянию и поглощению – это вертикальная интеграция с изменением границ фирмы. Подчеркнем важность значения транзакционных издержек при

определении границ фирмы. Отметим, что влияние транзакционных издержек на экономику впервые исследовал Д.С. Нортон на базе экономики США, к сожалению, мы не обладаем подобными фундаментальными исследованиями в части экономики России, однако если оперировать данными Д.С. Нортона, то можно видеть долю транзакционного сектора в валовом национальном продукте США (табл.1).

Т а б л и ц а 1

Доля транзакционного сектора в валовом национальном продукте  
США, 1870–1970 гг., %

Годы	1870	1880	1890	1900	1910	1920	1930	1940	1950	1960	1970
Частный транзакционный сектор	22,40	25,27	29,12	30,43	31,51	35,1	38,19	37,09	40,3	41,3	40,8
Государственный транзакционный сектор	3,6	3,6	3,6	3,67	3,66	4,87	8,17	6,6	19,95	14,04	13,9
ВСЕГО	26,09	28,87	32,72	34,1	35,17	39,98	46,35	43,69	51,25	55,35	54,71

*Источник:* составлено по [10, с. 66]

Согласно полученным оценкам, итоговое расширение транзакционного сектора в экономике США составил рост с 26,6 % до 54,9 %. Таким образом, мы видим динамику роста транзакционных издержек, а, следовательно, усиливающее влияние их на экономику в целом. Институциональный подход объясняет, что замена рыночного обмена внутренней организацией привлекательна не столько технологическими возможностями, как это трактуют представители неоклассического подхода, сколько перспективой снижения транзакционных издержек. Согласно данной парадигме, соотношение затрат на осуществление транзакции через рынок и внутри фирмы определяет выбор «Производить или покупать».

К сожалению, методика расчета транзакционных издержек, не в полной мере интегрирована в практическое русло при анализе вертикальной интеграции. На сегодняшний день исходной базой для принятия решения о слиянии и поглощении компании является бухгалтерская информация с разной степени ее детализации с применением инструментального подхода. Вся методология инструментального подхода построена только на фиксации фактов хозяйственной деятельности предприятия, при этом такие факты фиксируют только момент изменения состояния капитала предприятия, что, безусловно, важно. Однако сегодняшние реалии требуют для полноты анализа многомерный взгляд на хозяйственное событие, ведь транзакционные издержки не проявляются в изменении капитала в отличие от традиционной классификации издержек на постоянные и переменные. Кроме того, система корреспонденции счетов фирмы построена исключительно на затратном методе, который не может «видеть» затраты транзакций в силу особенности природы их возникновения. Как правило, качество финансового анализа и стоимость аналитической обработки бухгалтерской информации зависит от степени ее детализации. Однако полезность даже детально изложенной бухгалтерской и финансовой информации будет низкой по причине отсутствия применения методики анализа транзакционных издержек, что и предопределяет высокий порог экономической неэффективности вертикальной интеграции.

Отметим, что проблему вертикальной интеграции исследовал О. Уильямсон, который утверждал, что организация транзакций внутри фирмы будет более желательной в том случае, если транзакции являются сложными (*complex*), а материальные и человеческие активы обладают высокой отношенческой специфичностью (*strongly relationship-specific*). Поскольку и сложность, и специфичность вполне могут быть выявлены, теория Уильямсона получила необходимое эмпирическое наполнение [4, с. 7]. Отметим, что сформулированные им принципы легли в основу институционального анализа вертикальной интеграции.

Если использовать общепринятый вариант типологии транзакционных издержек, то можно провести укрупненный анализ сделок слияний и поглощений в отрасли.

Издержки выявления альтернатив: фирме необходимо принимать управленческое решение в силу существующей неопределенности в любой хозяйственной системе.

В свою очередь принятие решений предполагает сопоставление альтернатив, однако альтернативы изначально не даны лицу, принимающему решение. Их выявление, так или иначе, связано с издержками: поиск наиболее выгодной цены, условий контракта (технические характеристики), поиском потенциальных контрагентов. Вполне очевидно, что небольшая фирма при поиске нового клиента сталкивается с дефицитом информации о потребностях рынка, имеет слабое представление о текущем спросе на продукцию. Ограниченные аналитические возможности небольшой фирмы не в состоянии обработать столь сложную информацию, и они вынуждены работать «вслепую», ограничиваясь собственным опытом. В свою очередь, крупная компания, имеет прямой доступ к такой информации. Во-первых, крупные компании в состоянии содержать крупный маркетинговый отдел со специалистами разных направлений (исследование рынка, анализ конкурентов, реклама и пр.); во-вторых, информация на таком рынке сопряжена с определенной степенью секретности; в-третьих, крупный отдел продаж с более интенсивной «политикой продаж», с более широкой возможностью проведения рекламы и т. п. Репутация отраслевой компании также может рассматриваться как актив (отметим, что о репутации компании сложно увидеть в финансовой и бухгалтерской документациях). Репутация тесно связана со средствами индивидуализации предприятия: фирменное наименование, коммерческое обозначение, наименование места происхождения товара, товарный знак – все то, что позволит потребителям облегчить поиск информации о продукте и самой компании, а значит, и снизить транзакционные издержки. Так, например, система охраны является технически сложным продуктом и требует публичной демонстрации своих свойств потребителям. Для этого необходимо содержать демонстрационный зал, специальное оборудование, консультантов – все это может позволить себе только крупная фирма. Каждый клиент с большей охотой готов довериться компании, у которой имеется репутация на рынке. Кроме того, любой выход на потенциальный договор сопряжен с глубоким изучением конкурсной документации и подготовкой со своей стороны документов с целью выхода на аукцион или конкурс. Для реализации данного процесса требуется выделение

отдельного высококвалифицированного специалиста, труд которого в состоянии оплачивать только крупные компании.

Издержки измерения: любое благо имеет множество измерений, поскольку обладает комплексом полезных свойств. Кроме того, некоторые качественные характеристики товара могут не поддаваться измерению. Чтобы произвести оценку этих свойств, необходимо затратить ресурсы. Понять эти издержки возможно сквозь призму категории благ: исследуемые, опытные и доверительные. Вполне очевидно, что наши блага можно отнести к категории доверительных благ. Оценка качества доверительных благ не может быть проведена самим потребителем в процессе использования и обычно поручается иному лицу. Такая продукция требует высоких издержек измерения качества до их приобретения. Так, например, руководитель образовательного учреждения вряд ли способен самостоятельно диагностировать качество охранных систем, для этого он вынужден воспользоваться услугой сторонней организации. Такая рыночная ситуация создает благоприятные условия для оппортунистического поведения со стороны продавцов. Например, в силу ограниченного бюджета, руководитель образовательного учреждения вряд ли найдет средства для привлечения сторонней организации с целью оценки качества, вследствие чего продавец пользуется данной ситуацией и нередко вводит потребителя в заблуждение. Поведение крупной компании, которая, как правило, является публичной, напротив, характеризуется низким уровнем оппортунистического поведения, ведь это отрицательно влияет на ее репутацию, а репутация является частью транзакционных издержек. Небольшие компании не имеют стимулов к сохранению репутации в силу своей неузнаваемости на рынке.

Большое значение для снижения издержек измерения имеет совокупность мер: качественное гарантийное послепродажное обслуживание, возможность замены бракованной продукции за короткий промежуток времени. Возможность реализации таких мер требует от фирмы высвобождения свободных средств из структуры оборотного капитала. Так, для гарантийного обслуживания, например системы безопасности, необходимо иметь на складе готовые расходные материалы и свободный штат квалифицированных специалистов, свободные денежные средства для возмещения издержек. Небольшая компания не обладает возможностью изымать из обращения свободный оборотный капитал для снижения издержек измерения. Вполне очевидно, что качество доверительного товара определяется не только техническими характеристиками самого товара, но в большей степени и уровнем сервиса, предоставляемого потребителю в пост контрактный период.

Издержки заключения контракта: разработка условий контракта, согласование между сторонами требует ресурсов и времени. При рассмотрении издержек заключения контракта необходимо учитывать свойства транзакции. О. Уильямсон выделяет три основных свойства транзакций: частоту осуществления, уровень неопределенности и специфичность активов. В зависимости от сочетания этих характеристик используются различные формы управления транзакциями. Уровень неопределенности на рынке зависит от числа фирм. Если на рынке есть, например, только один покупатель и один поставщик, то оба обладают

монопольным положением. Поскольку условия на рынке изменяются непредсказуемым образом, между игроками часто возникают разногласия и оба могут злоупотреблять своим монопольным положением, что создает поле для неопределенности – дополнительные риски и издержки [7]. Рынок охранных систем может характеризоваться как рынок монополистической конкуренции с наличием нескольких десятков крупных игроков, следовательно, уровень непредсказуемости на данном рынке не очень высокий.

Специфичность активов означает, что активы имеют небольшую ценность за пределами контрактной сделки, ведь оптимальный выбор механизмов управления зависит от степени специфичности активов. Например, оборудование системы безопасности, сконструированное для охраны стратегического объекта (мост) вряд ли подойдет для учебного учреждения. По этой причине, такое оборудование, специально сконструированное под заказ, будет иметь небольшую ценность при использовании в других целях. Кроме того, технические специалисты, которые работают над созданием такого продукта, вряд ли обладают компетенциями в области продаж. Доверительные блага, как правило, требуют капиталоемкого оборудования для их создания и обладают длительным сроком эксплуатации. Комбинация таких факторов как низкий уровень неопределенности, высокий уровень специфичности активов и низкая частота сделок расценивается экономистами как желательной для проведения вертикальной интеграции.

Издержки спецификации и защиты прав собственности: в нашем обществе, к сожалению, не сформировалась надежная правовая защита, по этой причине нередки случаи постоянного нарушения прав. Затраты времени и средств, необходимые для их восстановления, могут быть чрезвычайно высоки. Сюда же следует отнести расходы на содержание судебных и государственных органов, находящихся на страже правопорядка. Вполне логично, что крупная компания с целью сохранения благонадежной репутации не пойдет на возможные нарушения прав собственности, более того, потенциальные потребители, сам факт понимания наличия у крупной компании ресурсов на судебные издержки, исчезает стимул к оппортунистическому поведению.

Стратегия M&A, в частности вертикальная интеграция компаний, характеризуются как рискованные, сложные, дорогие и практически необратимые. Тем не менее, экономисты при их анализе упускают из виду важнейший элемент таких сделок как транзакционные издержки, которые не фигурируют в бухгалтерской и финансовой документации, а, следовательно, ими сложно оперировать при анализе сделок, ограничиваясь инструментальным подходом. Узкий инструментальный подход в обязательной мере следует дополнить методологией анализа транзакционных издержек, тем более что научная мысль уже сформировала определенные критерии.

### **Список литературы**

1. Боровков А.И. Доклад. «Инженерный спецназ» // <https://www.youtube.com/watch?v=Eri1Lotjf7U>., 24 июня 2020 URL: (<https://www.youtube.com/watch?v=Eri1Lotjf7U>) (дата обращения: 17.08.2020).

2. Коуз Р. Фирма, рынок и право // пер. с англ. М.: Новое издательство, 2007. 224 с.
3. Найт Ф.Х. Риск, неопределенность и прибыль // пер. с англ. М.: Дело, 2003. 360.
4. Нобелевская премия по экономике 2009 года // Российский журнал менеджмента. Т. 7. №4. 2009. С. 3–12.
5. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний // Патрик А. Гохан; пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. 741с.
6. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России / Чекун И.Н. – «Питер», 2007. 119 с.
7. Стаки Джон, Уайт Дэвид. Когда нужна и не нужна вертикальная интеграция // «Вестник McKinsey». 2004. № 3(8). URL: <http://www.management.com.ua/strategy/str117.html> (дата обращения: 20.07.2020).
8. Шварцман С. Гостевая лекция в Йельском университете // [https://www.youtube.com/watch?v=JaXpY4m\\_V4U](https://www.youtube.com/watch?v=JaXpY4m_V4U), 24 апреля 2017 URL: [https://www.youtube.com/watch?v=JaXpY4m\\_V4U](https://www.youtube.com/watch?v=JaXpY4m_V4U) (дата обращения: 20.08.2020).
9. Уильямсон О. Вертикальная интеграция производства: соображения по поводу неудач рынка // Теория фирмы: Сб. Спб., 1995. С. 33–53.
10. Wallis J. J., North D. C. Measuring the transactional sector in American economy, 1870–1970. – In: Long-term factors in American economic growth. Ed. by Engerman S., Chicago, 1986.

*Об авторе:*

СМИРНОВ Андрей Владимирович – кандидат экономических наук, доцент, кафедра экономической теории Института экономики и управления, ФГБОУ ВО «Тверской государственный университет» (Россия, Тверь, ул. Желябова, 33), e-mail: andrsm80@gmail.com, ORCID: 0000-0002-7477-2922, SPIN-код: 8181-1331.

## **THE MARKET STRUCTURE: ANALYSIS OF APPROACHES APPLICABLE TO THE RUSSIAN MARKET**

**A.V. Smirnov**

FSBOU VO «Tver State University», Institute of Economy and Management, Tver

The article is devoted to the problem of integrating the methodology of analysis of transaction costs into the general analysis of mergers and acquisitions of companies. In the face of increasing competition in the international market for knowledge-intensive technologies, in order to save time, large companies are forced to acquire established teams of highly qualified specialists through mergers and acquisitions. However, this procedure is characterized by a high threshold of economically inefficient transactions, which reduces the competitiveness of the entire industry. The purpose of the study is to analyze the criteria for evaluating the effectiveness of the M & A strategy. The scientific novelty lies in the synthesis of institutional and accounting approaches, which make it possible to conclude that the merger and takeover of companies is not just a transfer of workers or property from one firm to another, it is also a change in transactions, and therefore transaction costs, the analysis of which is overwhelmingly washed out when studying such transactions.

**Keywords:** *mergers and acquisitions, transaction costs, firm boundaries, competition, vertical integration.*

*About the author:*

SMIRNOV Andrej Vladimirovich – candidate of Economic Sciences, senior lecturer of Economics, Institute of Economics and management, Tver state University (33 Zhelyabova str., Tver, Russia), e-mail: andrsm80@gmail.com

### References

1. Borovkov A.I. Doklad. «Inzhenernyj specnaz» // <https://www.youtube.com/watch?v=Eri1Lotjf7U>, 24 ijunja 2020 URL: (<https://www.youtube.com/watch?v=Eri1Lotjf7U>) (dataobrashhenija: 17.08.2020).
2. Kouz R. Firma, rynek i pravo // per. s angl. M.: Novoe izdatel'stvo, 2007. 224 s.
3. Najt F.H. Risk, neopredelennost' I pribyl' // per. s angl. M.: Delo, 2003. 360.
4. Nobelevskaja premija po jekonomike 2009 goda // Rossijskij zhurnal menedzhmenta. T. 7. №4. 2009. S. 3–12.
5. Slijanija, pogloshhenija i restrukturizacija kompanij // Patrik A. Gohan; per. s angl.M.: Al'pinaBiznesBuks, 2004. 741s.
6. Sliyaniya i pogloshcheniya: effektivnaya strategiya dlya Rossii / Chekun I.N. – «Piter», 2007. 119 s.
7. Staki Dzhon, Uajt Djevid. Kogda nuzhna i ne nuzhna vertikal'naja integracija // «Vestnik McKinsey». 2004. № 3(8). URL: <http://www.management.com.ua/strategy/str117.html> (data obrashhenija: 20.07.2020).
8. Shvarcman S. Gostevaja lekcija v Jel'skom universitete // [https://www.youtube.com/watch?v=JaXpY4m\\_V4U](https://www.youtube.com/watch?v=JaXpY4m_V4U), 24 aprelja 2017 URL: ([https://www.youtube.com/watch?v=JaXpY4m\\_V4U](https://www.youtube.com/watch?v=JaXpY4m_V4U)) (data obrashhenija: 20.08.2020).
9. Uil'jamson O. Vertikal'naja integracija proizvodstva: sobrazhenija po povodu neudach rynka // Teorijafirmy: Sb. Spb., 1995. S. 33–53.
10. Wallis J. J., North D. C. Measuring the transactional sector in American economy, 1870–1970. – In: Long-term factors in American economic growth. Ed. by Engerman S., Chicago, 1986.