

КОМПЛЕМЕНТАРНЫЙ И РЕСУРСНЫЙ ПОДХОДЫ К ОБОСНОВАНИЮ СИНЕРГЕТИЧЕСКОГО ЭФФЕКТА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ***Алексей Евгеньевич ИВАНОВ**

кандидат экономических наук, доцент кафедры бухгалтерского учета, анализа и аудита,
Южно-Уральский государственный университет,
советник генерального директора, ООО «Аудиторская фирма «Авуар»,
Челябинск, Российская Федерация
ivanov.chel@list.ru

История статьи:

Получена 14.08.2017
Получена в доработанном
виде 22.08.2017
Одобрена 05.09.2017
Доступна онлайн 28.09.2017

УДК 334.7

JEL: G32, G34, L25

Аннотация

Предмет. Мировой рынок слияний и поглощений в последние годы переживает фазу бурного роста. Одной из причин осуществления стратегии роста через приобретение контроля над другой компанией наиболее часто называют возможность достижения синергетического эффекта. В статье рассмотрен генезис исследований синергетических эффектов слияний и поглощений в современном стратегическом менеджменте.

Цели. Развитие теоретических положений в области управления слияниями и поглощениями в части исследования синергетического эффекта.

Методология. Использовались общенаучные методы исследования, такие как анализ, синтез, дедукция, индукция, восхождение от абстрактного к конкретному. Теоретическую и информационную основу исследования составили статьи и монографии отечественных и зарубежных ученых, посвященные слияниям и поглощениям.

Результаты. Проведенный анализ литературных источников позволил выявить два концептуальных подхода к определению природы синергетического эффекта слияний и поглощений, сформировавшиеся за годы исследований феномена синергии в интеграционных сделках: комплементарный, предполагающий, что синергетический эффект проистекает из совместного использования взаимодополняющих ресурсов, имеющихся в распоряжении объединившихся компаний, что приводит к большей отдаче от всех доступных ресурсов, и ресурсный, постулирующий, что природа синергетического эффекта заключается в использовании дефицитных (уникальных) ресурсов объединившихся компаний, что приводит к большей отдаче от ресурсов, генерирующих сверхприбыли. При этом хозяйственная практика доказывает возможность получения синергетического эффекта от одновременного использования уникальных и комплементарных ресурсов объединившихся компаний.

Выводы. Выявленные концептуальные подходы к обоснованию возможности достижения синергетических эффектов слияний и поглощений не являются взаимоисключающими, так как ориентация только на один из них при планировании сделки может привести к неполному достижению потенциального синергетического эффекта, следовательно, механизм формирования синергетического эффекта слияний и поглощений нуждается в обосновании на основе синтеза положений ресурсного и комплементарного подходов.

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

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2017

Для цитирования: Иванов А.Е. Комплементарный и ресурсный подходы к обоснованию синергетического эффекта слияний и поглощений // *Экономический анализ: теория и практика*. – 2017. – Т. 16, № 9. – С. 1678 – 1695.
<https://doi.org/10.24891/ea.16.9.1678>

Синергетика, будучи междисциплинарной наукой, нашла широкое применение в экономических исследованиях.

Одним из наиболее динамично развивающихся направлений применения методологического аппарата синергетики в экономической науке является

стратегический менеджмент, в котором синергия и синергетические эффекты, начиная с середины 1960-х гг., стали одними из важнейших объектов исследований применительно в первую очередь к слияниям и поглощениям (Mergers and Acquisitions, M&A). Синергетический эффект M&A выражается в приросте стоимости объединившихся компаний над арифметической суммой их

* Статья подготовлена при поддержке Правительства Российской Федерации (постановление № 211 от 16.03.2013), соглашение № 02.A03.21.0011.

стоимостей при независимом друг от друга функционировании. В явно или неявно сформулированном виде синергетический эффект является главной движущей силой процесса M&A с позиций весьма распространенных в современном стратегическом менеджменте VBM-теорий (Value-Based Management, VBM). Эти теории постулируют, что топ-менеджеры компании-покупателя в M&A действуют в интересах владельцев бизнеса, стремясь максимизировать благосостояние последних через увеличение совокупной стоимости образовавшейся интегрированной хозяйственной структуры (ИХС) относительно суммы стоимостей составляющих ее компаний при их автономном функционировании¹.

На наш взгляд, в генезисе исследований синергетических эффектов M&A возможно выявить три стадии:

- 1) зарождение (1960-е гг.), когда формировалось понятие синергетических эффектов M&A и были предприняты первые попытки их классификации;
- 2) становление (1970–1980-е гг.), отмеченное углублением понимания составляющих синергетического эффекта M&A и началом формирования методологии оценки последнего;
- 3) развитие (1990-е гг. – настоящее время), характеризующееся осознанием учеными и практиками необходимости достижения синергетического эффекта в качестве главной рациональной причины осуществления M&A.

Стадия зарождения в основном представлена работами И. Ансоффа, заложившего теоретический базис и давшего начало многочисленным последующим исследованиям. Подробнее взгляды Ансоффа будут рассмотрены далее.

Вторая стадия (1970–1980-е гг.) была отмечена не только становлением

синергетической теории M&A, но и большим количеством эмпирических исследований, доказывающих существование отдельных проявлений синергетических эффектов в M&A. Множество работ было посвящено изучению изменения стоимости ИХС после осуществления M&A на основе анализа избыточной накопленной доходности (Cumulative Abnormal Return, CAR). Подобные исследования проводились Г. Манделькером (G. Mandelker) [1], Дж.К. Эллертом (J.C. Ellert) [2], П. Доддом (P. Dodd) [3], Р. Рабэком (R. Ruback) [3], Д.Р. Куммером (D.R. Kummer) [4], Дж.Р. Хоффмейстером (J.R. Hoffmeister) [4], М. Брэдли (M. Bradley) [5, 6], А. Десаи (A. Desai) [6], Е.Х. Кимом (E.H. Kim) [6], Г. Сингхом (H. Singh) [7], К. Монтгомери (C. Montgomery) [7] и рядом других ученых.

Методология CAR предполагает расчет разницы между фактической доходностью акций публичных компаний, совершивших M&A, и нормальной для данного рынка доходностью на акцию. Указанная разница (избыточная доходность) рассчитывается на конкретные даты после объявления о M&A для каждой компании и усредняется по выборке. Сумма избыточных доходностей за определенный период времени является накопленной избыточной доходностью и трактуется как синергетический эффект, если имеет положительное значение.

Одними из важнейших исследований с применением CAR-методологии стали работы М. Любаткина (M. Lubatkin), в которых было выявлено отсутствие связи между схожестью видов деятельности или рынков объединяющихся компаний и наличием у образовавшейся ИХС сверхнормальных доходов в среднесрочном периоде. Любаткин доказал, что синергетический эффект является универсальным атрибутом M&A, не зависящим от направления интеграции: в примерно равной степени синергетический эффект проявлялся в горизонтальных, вертикальных и диверсифицированных объединениях

¹ Подробнее см.: *Иванов А.Е. Типология мотивационных теорий слияний и поглощений // Финансы и кредит. 2016. № 25. С. 43–51.*

[8, 9]. К схожим результатам привело более позднее исследование А. Сета (A. Seth) [10].

В 1980-е гг. синергия и синергетические эффекты прочно вошли в практику бизнеса. Так, в работе Ф. Тротвайна (F. Trautwein), опубликованной в 1990 г., сделан вывод о том, что в большинстве случаев целесообразность М&А обосновывается с применением синергетической терминологии. При этом авторы большинства исследований М&А считают их оправданными только при возможности достижения синергетического эффекта [11]. В работах Дж. Фаррелла (J. Farrell) и К. Шапиро (C. Shapiro) [12, 13] была сформулирована «теорема отсутствия синергии» (The No-Synergies Theorem), гласящая, что чем более конкурентным является рынок, тем менее вероятно, что будет достигнуто увеличение эффективности объединяющихся компаний в отсутствие синергетического эффекта. Исходя из данной теоремы, если при осуществлении М&А не ожидается получения синергетического эффекта, недоступного при раздельном функционировании объединяющихся компаний, то интеграция нецелесообразна, так как простое увеличение эффективности деятельности (в том числе за счет реализации эффекта масштаба) доступно путем привлечения заемных ресурсов. В менее конкурентных (например, олигополистических рынках) М&А при отсутствии синергии во многих случаях также нецелесообразны, так как реализация эффекта масштаба приведет к увеличению объемов выпуска, вследствие чего снизятся цены на производимую продукцию, и доходы объединившихся компаний не увеличатся. Следствием из теоремы отсутствия синергии стало понимание того, что возможность достижения синергии является определяющим фактором принятия решения об осуществлении М&А.

Проведенный анализ литературных источников (частично опубликован ранее автором в работе [14]) позволил выявить два концептуальных подхода

к определению природы синергетического эффекта М&А, сформировавшихся за годы исследований феномена синергии в интеграционных сделках.

Комплементарный подход, который предполагает, что синергетический эффект проистекает из совместного использования взаимодополняющих ресурсов, имеющихся в распоряжении объединившихся компаний, что приводит к большей отдаче от всех доступных ресурсов. Ресурсы при этом взаимозаменяемы и могут приобретаться в условиях рынка. Ключевую роль в формировании синергетического эффекта играют компетенции по организации эффективной взаимосвязи между бизнес-единицами.

Ресурсный подход постулирует, что природа синергетического эффекта заключается в использовании дефицитных (уникальных) ресурсов объединившихся компаний, что приводит к большей отдаче от ресурсов, генерирующих сверхприбыли. Ключевую роль в формировании синергетического эффекта играет наличие дефицитных (уникальных) ресурсов и компетенций по эффективному использованию этих ресурсов.

Указанное разделение отличается от большинства существующих классификаций, типологий и описаний источников синергетических эффектов² [15], рассматривающих лишь форму проявления синергетического эффекта М&А (увеличение доходов и снижение расходов объединившихся компаний по определенным направлениям деятельности), тем, что в основу положено отношение к определению причины такого изменения в доходах и расходах. Таким образом, предлагаемое выделение двух концептуальных подходов к определению природы синергетического эффекта интеграции позволяет систематизировать взгляды исследователей, отвечавших на вопрос «Почему формируется

² Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика. М.: Велби, Проспект, 2007. 1024 с.

синергетический эффект М&А?», а не «Как он проявляется?».

Комплементарный подход к обоснованию возможности достижения синергетических эффектов М&А.

Понятие «комплементарность» впервые появилось в экономической науке в 1881 г., благодаря Ф.И. Эджуорту (F.Y. Edgeworth), в контексте исследования эластичности спроса на взаимодополняющие товары [16]. Терминология комплементарности при определении синергетического эффекта М&А была заложена во второй половине 1980-х гг. в работах Д.Дж. Тиса (D.J. Teece), П. Милгрота (P. Milgrom) и Дж. Робертса (J. Roberts).

Дэвид Дж. Тис, анализируя стратегию компании, предлагающей рынку инновационный продукт, ввел в научный оборот понятие комплементарных активов. В его работе не было дано точного определения того, что это такое, но из приведенного объяснения механизма взаимодействия комплементарных активов можно сделать вывод о том, что комплементарными активы являются, если могут использоваться для успешной коммерциализации инновации только совместно. Тис разработал алгоритм принятия стратегического решения о выводе на рынок инновационного продукта, основанный на рассмотрении возможности осуществления М&А с компанией, обладающей комплементарными активами [17].

В свою очередь П. Милгром и Дж. Робертс оперировали понятием комплементарных видов деятельности: несколько взаимосвязанных направлений бизнес-активности компании, инвестиции в любое из которых приводят к увеличению прибыльности других направлений. При этом они математически обосновали эффект симметрии в комплементарных видах деятельности: инвестиции в первый вид деятельности приводят к увеличению прибыльности второго, и наоборот [18, 19].

Однако фактически комплементарный подход к обоснованию возможности достижения синергетических эффектов в М&А (и в целом исследования феномена синергии М&А) начал развиваться с активизацией интеграционных процессов в экономике двумя десятилетиями ранее в работах профессора Международного университета США И. Ансоффа (I. Ansoff). В 1965 г. была издана его монография «Корпоративная стратегия» (Corporate Strategy) [20], в которой Ансофф сформулировал концепцию синергизма. Под синергизмом он понимал «эффект, способный продуцировать уровень выручки интегрированной компании превышающий сумму аналогичных показателей ее функционирующих по отдельности дивизионов» [20]³.

Ансофф классифицировал синергизмы по критерию составляющих прибыли, выделив следующие их виды [20, с. 75]:

- торговые, возникающие при продаже разных товаров одних и тех же каналов дистрибуции, общего административного персонала и складов;
- операционные, включающие в себя высокую степень загрузки производственных мощностей и использования персонала, распределение накладных расходов, преимущества общих направлений обучения и больших партий закупок;
- инвестиционные, являющиеся результатом совместного использования оборудования, общих запасов сырья и материалов, трансфера результатов исследований и разработок с одного товара на другой, эксплуатации общей технологической оснастки и оборудования;
- управленческие, которые возможны, если новое направление бизнеса сталкивается со стратегическими, организационными и операционными проблемами, которые менеджмент уже решал в прошлом.

³ Цитируется по работе [21, с. 39].

Ансофф ввел в обиход широко распространенное описание синергетического эффекта правилом « $2 + 2 = 5$ » (как было показано в работе [14], эта формула является не более, чем растиражированным мифом о синергии). При этом сам он утверждал, что синергизм может быть не только положительным, но и отрицательным, указывая на то, что совместное использование объединившимися компаниями ресурсов, не пригодных для решения общих задач, может привести к снижению общей прибыли ИХС относительно суммы прибылей двух независимых компаний до объединения.

Также Ансофф предложил два альтернативных подхода к оценке синергизмов:

- определение экономии издержек, достигаемой при совместной деятельности при сохранении постоянного уровня выручки;
- определение увеличения чистой выручки при постоянном уровне инвестиций.

Ансофф не выявил общих причин и закономерностей образования синергизмов, а лишь перечислил некоторые из возможных их проявлений. Сложно утверждать, что Ансофф впервые ввел в терминологический аппарат экономической науки синергию и синергетические эффекты (например, в контексте распределения богатства синергия упоминается в работе А.Г. Маслоу (A.H. Maslow) 1964 г. «Синергия в обществе и в индивидуе» (Synergy in the Society and in the Individual) [22]), однако, именно он сформировал новое направление в исследованиях эффективности М&А.

Двадцатью годами позже вышла в свет книга профессора Гарвардской бизнес-школы М. Портера (M. Porter) «Конкурентное преимущество» (Competitive Advantage). Портер пришел к выводу, что ключевым направлением корпоративной стратегии должно быть

управление взаимосвязями между отдельными бизнес-подразделениями ИХС. По его мнению, «в отсутствие единой стратегии, как правило, не существует серьезной аргументации в пользу деятельности диверсифицированных компаний, так как в этом случае компания мало чем отличается от инвестиционного фонда» [23, с. 439]. В работе Портера была предложена методология анализа взаимосвязей между общими умениями и навыками, которые могут использоваться в различных направлениях деятельности ИХС. Портер выделил три вида подобных взаимосвязей:

- материальные, которые возникают при совместном использовании бизнес-подразделениями ИХС одних и тех же технологий, покупателей, каналов и пр.;
- нематериальные, которые возникают при трансфере управленческих навыков между бизнес-подразделениями;
- конкурентные, которые возникают между ИХС и ее конкурентами в различных отраслях, и позволяют масштабировать наиболее удачные модели взаимодействия с конкурентами на всю ИХС.

Проведенное разделение позволило Портеру утверждать, что синергия в сделках М&А возникает именно из-за использования указанных взаимосвязей: «Таким образом, синергия – это не одно понятие, а три совершенно разных в соответствии с тремя типами взаимосвязей. Неудивительно, что это понятие представлялось трудно определяемым и нечетким. Синергию часто описывали через нематериальные взаимосвязи – передачу знаний и опыта от одного подразделения к другому. Однако данный тип взаимосвязей является, пожалуй, самым непрочным, а его роль в получении конкурентных преимуществ остается неясной до конца, хотя не исключено, что она может оказаться очень важной. Поэтому неудивительно, что многие компании так и не смогли понять,

что же на практике представляют собой плоды синергии» [23, с. 447].

Еще одним заметным представителем рассматриваемого подхода стала профессор Гарвардской бизнес-школы Р.М. Кантер (R.M. Kanter) – автор книги «Когда гиганты учатся танцевать» (When Giants Learn to Dance) [24], в которой она рассмотрела изменения, производящиеся в ИХС после осуществления М&А. По мнению Кантер, единственным обоснованием существования многоотраслевой корпорации является достижение синергизма – той волшебной комбинации видов деятельности, которая усиливает каждый из них, а все вместе они приносят большую прибыль, чем по отдельности⁴.

Кантер утверждала, что структура ИХС должна быть организована так, чтобы каждая компания имела возможность вносить вклад в общий успех, обязательно получая при этом выгоду для себя: «необходима ситуация выигрыш/выигрыш. Если компания А приобретает 10 очков, а компания В проигрывает 5, корпорация получает свои 5 баллов, но лишь раз, ибо возникший механизм неработоспособен. Обе компании должны получить определенное количество очков, пусть даже всего по 2,5 каждая»⁵. В подтверждение своего утверждения она проиллюстрировала книгу примерами из хозяйственной практики большого количества крупных ИХС, которые специально создавали условия для обеспечения достижения синергетического эффекта подобным образом и преуспели в этом.

Взгляды Кантер на достижение синергетического эффекта интеграции выбиваются из соблюдаемого большинством представителей экономической синергетики принципа системности, сформулированного Р. Акоффом (R. Akoff): «Если каждую часть системы заставить функционировать с максимальной эффективностью, система

как целое еще не будет в результате этого функционировать с максимальной эффективностью» [25, с. 42], и являются дискуссионными, однако ее работа была одной из первых попыток разработки механизмов управления М&А с позиций достижения синергетического эффекта.

Особняком в ряду работ апологетов комплементарного подхода к обоснованию возможности достижения синергетических эффектов в сделках М&А стоит работа С.К. Линна (S.C. Linn) и М.С. Розеффа (M.S. Rozeff) «Влияние умышленных разделений компаний на цены акций: гипотеза аннергии» (The Effects of Voluntary Spin-offs on Stock Prices: The Anergy Hypothesis). Разделяя мнение о происхождении синергетического эффекта из использования возможностей кооперации, Линн и Розефф ввели понятие аннергии (антонима синергии) – «состояния, в котором становится более затратным управлять двумя компаниями вместе, чем по отдельности» [26, с. 273]. На основе анализа сделок по отделению дочерних компаний от материнской они определили шесть основных источников аннергии.

1. Менеджеры могут быть больше мотивированы на создание отдельного предприятия, в котором их вознаграждение более тесно связано с эффективностью функционирования этого предприятия, чем на управление подразделением крупной корпорации.
2. Плохие отношения между менеджментом материнской и дочерней компаний, мешающие деятельности обеих.
3. Желание материнской компании сосредоточиться на других направлениях своего бизнеса, приводящее к недополучению дочерней компанией необходимых инвестиций.
4. Назначение главой дочерней компании предпринимателя, решившего покинуть ИХС.
5. Бизнес-конфликты материнской и дочерней компаний, такие как

⁴ Цитируется по работе [21, с. 194].

⁵ Цитируется по работе [21, с. 207].

конкуренция дочерней компании с клиентами материнской компании или предоставление дочерней компаний сведений конкурентам материнской компании.

6. Потенциальные юридические проблемы, которые усматривает материнская компания при дальнейшем сохранении собственности на дочернюю компанию.

В 1990–2000-е гг. было опубликовано множество работ, внесших весомый вклад в развитие теоретических и методологических основ формирования синергетического эффекта М&А с позиций комплементарности. В рамках статьи рассмотреть вклад каждого ученого не представляется возможным, однако в работе [27] проведен обзор 73 важнейших исследований, осуществленных в данной области с 1988 по 2008 г. (всего же авторы обзора за указанный период насчитали 1 398 статей в высокорейтинговых международных научных журналах, публикующих результаты исследований в области экономики и управления). Таким образом, комплементарный подход к обоснованию возможности достижения синергетических эффектов сделках М&А в настоящее время продолжает оставаться динамично развивающимся научным направлением.

Ресурсный подход к обоснованию возможности достижения синергетических эффектов в интеграционных сделках.

Впервые синергетические эффекты М&А были рассмотрены через призму ресурсного подхода в 1986 г. в статье профессора университета Пердью (США) С. Чаттерджи (S. Chatterjee) «Типы синергии и экономическая оценка: влияние поглощений на сливающиеся и конкурирующие фирмы» (Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms) [28]. Чаттерджи объединил идеи К.Р. Эндрюса (K.R. Andrews), утверждавшего, что для создания дополнительной

стоимости бизнеса его специфические умения должны иметь возможность реализации в существующих условиях рынка [29], и основоположников ресурсного подхода Э. Пенроуз (E. Penrose) и Б. Вернерфельта (B. Wernerfelt), постулировавших рассмотрение компании как «пучка ресурсов», относя к ресурсам не только традиционные материальные ценности, но и знания, навыки, организационные способности менеджмента [30–32].

Следует отметить, что несмотря на авторство термина «синергия» применительно к М&А, И. Ансофф не был родоначальником направления исследований системных эффектов интеграции предприятий. Описание подобных эффектов можно найти, например, в работе Э. Пенроуз 1959 г. [30], в которой были определены две главных формы того, что Ансофф позже назовет синергизмами:

- возможность использования всеми подразделениями ИХС приобретенных неделимых ресурсов;
- трансфер избыточных приобретенных ресурсов в подразделения, нуждающиеся в них.

Чаттерджи утверждал, что использование ресурса конкретной компании для удовлетворения существующих потребностей экономики будет увеличивать совокупную стоимость имеющихся в экономике ресурсов, но самой компании принесет лишь нормальную прибыль, если только она не обладает монопольным доступом к ресурсу. То есть для того, чтобы создать дополнительную стоимость, ресурс объединяющихся компаний должен быть дефицитным (М&А увеличивает дефицитность ресурса в экономике). Кроме того, так как многие ресурсы можно использовать по-разному, то, чем больше способов использования ресурсов объединяющихся компаний, тем больше ожиданий относительно создания дополнительной стоимости в результате

объединения. Наконец, вовсе не обязательно возможное использование ресурса сможет реализоваться после осуществления интеграции – существуют многочисленные сложности реализации, которые могут не привести к ожидаемому созданию дополнительной стоимости. Таким образом, ожидаемое увеличение стоимости бизнеса в результате M&A является функцией от трех переменных:

- отношения величины ресурса, имеющегося у объединившихся компаний, к общей величине таких ресурсов в экономике (дефицитность ресурса);
- наличия возможностей использовать этот ресурс;
- наличия проблем в реализации этих возможностей.

Синергетические эффекты, возникающие при M&A, Чаттерджи разделил на три группы:

- синергии сговора, проистекающие из наличия у объединяющихся компаний ресурсов, ведущих к усилению рыночной власти;
- операционные синергии, являющиеся результатом использования ресурсов, приводящих к увеличению эффективности производства и/или управления;
- финансовые синергии, основанные на ресурсах, применимых для снижения затрат на привлечение капитала.

Он пришел к выводу, что единственной формой синергии, достижимой при любых видах интеграции (вертикальной, горизонтальной, диверсифицированной) является финансовая синергия. Вызвано это тем, что при вертикальной интеграции невозможно достичь усиления рыночной власти, а при диверсификации – еще и увеличить эффективность производства или управления объединенным бизнесом. Кроме того, именно на достижение финансовой синергии направлено

большинство M&A, так как, с одной стороны, дешевый капитал является наиболее дефицитным ресурсом, а, с другой стороны, использование ресурсов для достижения операционных синергий сталкивается с наибольшим количеством препятствий при реализации.

В 1987 г. была издана книга профессора научного университета Токио Х. Итами (H. Itami) «Мобилизация невидимых активов» (*Mobilizing Invisible Assets*) в соавторстве с переводчиком с японского Т. Роэлем (T. Roehl) [33], в которой достижение синергетического эффекта в сделках M&A также рассматривалось в качестве следствия более эффективного использования ресурсов в ИХС по сравнению с оным в отдельно функционирующих компаниях (оригинальное издание на японском языке вышло в свет в 1980 г.). В работе Итами выделялись два вида ресурсов ИХС:

- физические ресурсы;
- невидимые активы.

Физические ресурсы – это ресурсы, имеющие материальную форму, такие как основные средства, запасы, денежные средства и пр. Невидимые активы – это ресурсы, не имеющие материальной формы, такие как торговые марки, уникальные технологии, управленческие ноу-хау и пр. Эффективность M&A, по мнению Итами, в основном зависит от наличия и использования невидимых активов. Как правило, они уникальны и неотделимы от компании. Интеграция позволяет использовать невидимые активы отдельных компаний всей ИХС.

Итами разделил так называемый портфельный эффект M&A на две составляющие. Первая из них – комплементарный эффект – заключается в повышении эффективности использования физических ресурсов компаний в рамках ИХС (например, увеличение объемов производства за счет включения простаивающего оборудования дочерней компании в технологический

процесс материнской компании). Итами отделил комплементарный эффект от синергетического, обосновав это тем, что комплементарный эффект возникает в результате грамотного использования физических ресурсов компаний, что автоматически достигается при умелом управлении ИХС. Вторая составляющая портфельного эффекта М&А – собственно синергетический эффект, который достигается при одновременном использовании ресурсов одной из объединяющихся компаний другими компаниями, входящими в ИХС (например, использование всеми компаниями наиболее сильного бренда из имеющихся в портфеле ИХС).

Итами настаивал на том, что комплементарный и синергетический эффекты имеют разную природу: «Большинство физических ресурсов не способно обеспечить потенциал возникновения эффекта безбилетника или одновременного использования. Если две независимые части завода используются для производства двух различных товаров, синергизма не существует. Финансовые ресурсы не могут использоваться одновременно в двух сегментах. Если денежные средства вкладываются в разработку одного товара, «куски пирога» для остальных продуктов уменьшаются. С невидимыми активами все иначе. В отличие от материальных активов и финансовых ресурсов невидимый актив, такой как технология, может быть использован в более чем одной области деятельности одновременно без ущерба для своей полезности. Это и есть классический эффект безбилетника. При одновременном использовании невидимый актив не только не утрачивает ценность, но и преумножает ее. Возникновение синергизма связано с одновременным использованием ресурсов в нескольких областях деятельности без какого-либо ущерба для каждой из них. Комплементарный эффект возникает при использовании материальных активов, синергетический – невидимых»⁶. На наш

взгляд, оба выделенных Итами вида портфельных эффектов являются проявлениями синергетического эффекта, так как недостижимы ни для одной из сторон сделки М&А при автономном функционировании.

Одной из наиболее значимых работ в развитии теоретических основ ресурсного подхода стала статья К.К. Прахалада (С.К. Prahalad) и Г. Хамела (G. Hamel) «Ключевая компетенция корпорации», вышедшая в 1990 г. [34]. Прахалад и Хамел рассматривали ИХС не как набор бизнес-единиц, а как набор ключевых компетенций, позволяющих создавать уникальные по своим характеристикам продукты и даже рынки. При этом основой конкурентоспособности ИХС в долгосрочной перспективе является способность «создавать с более низкими издержками и быстрее, чем конкуренты, ключевые компетенции, на основе которых рождаются непредвиденные ранее продукты» [34]. В качестве главных ресурсов корпорации Прахалад и Хамел указывали именно ключевые компетенции, и в качестве цели М&А понимали их приобретение и развитие. В более ранней работе Прахалада, написанной в соавторстве с Р.А. Беттисом (R.A. Bettis), доказывалось, что, если ресурсы будут перенаправлены из области бизнеса, которая хорошо знакома менеджменту, в малознакомую область, стоимость ИХС может быть разрушена [35].

Прахалад и Хамел особо отмечали, что выгоды от совместного использования активов предприятий в рамках ИХС (комплементарный подход) также могут быть весьма значительны, однако на практике поиск подобных возможностей зачастую возникает уже вследствие М&А, а не планируется заранее. Ориентация же на приобретение и развитие ключевых компетенций позволит иметь в портфеле ИХС только те компании, которые связаны с их дальнейшей реализацией.

⁶ Цитируется по работе [21, с. 72–73].

Ученые выявили общие черты, которым должна соответствовать ключевая компетенция ИХС:

- обеспечение потенциального доступа на широкий спектр рынков;
- внесение значительного вклада в ощущаемые потребителем достоинства конечной продукции;
- сложность для имитации компетенции конкурентами.

Ключевые компетенции позволяют производить ключевые продукты – компоненты либо продукты промежуточной стадии сборки, которые в действительности вносят важный вклад в стоимость конечных продуктов [34]. Например, для известного производителя автомобилей и мотоциклов – корпорации Honda – ключевой компетенцией является двигателестроение, а ключевым продуктом – двигатели. Задача ИХС, нацеленных на развитие ключевых компетенций, состоит в том, чтобы занять доминирующую позицию на рынках ключевых продуктов, что позволит получать обратную связь с покупателями, определять вектор развития прикладных разработок и исследований и в конечном счете развивать ключевую компетенцию. При этом ИХС расширяет сферу использования конечных продуктов (например, для Honda в середине 2000-х гг. новым конечным продуктом стали самолеты), для которых затраты на производство ключевых продуктов существенно снижаются.

Концепция ключевых компетенций позже была популяризирована в многократно переиздававшейся книге В. Чан Кима (W. Chan Kim) и Р. Моборн (R. Moborn) «Стратегия голубого океана» [36], в которой приводился и анализировался опыт использования ключевых компетенций крупных корпораций для создания инновационных продуктов и рынков по всему миру. Во многом благодаря этим двум работам идеи ресурсного подхода вошли в практику современного стратегического менеджмента.

Необходимо отметить, что Прахалад и Хамел не использовали в своей работе термины «синергия» или «синергетический эффект», однако концепция ключевых компетенций фактически ориентировала корпорации на осуществление интеграции только с теми компаниями, с которыми возможно достижение конкурентных преимуществ, ранее не существовавших у отдельно функционирующих участников М&А, за счет приобретения и развития ключевых компетенций. Видится целесообразным дополнить этот тезис. Указанные преимущества должны привести к увеличению доходов ИХС (за счет увеличения объемов продаж новых продуктов) и к сокращению ее расходов (за счет использования результатов разработок ключевых продуктов при производстве конечных продуктов). Соответственно, увеличится и стоимость ИХС. Таким образом, несмотря на отсутствие упоминания синергетического эффекта в явном виде, в работе Прахалада и Хамела речь идет именно о его достижении.

В 1990–2000-х гг. ресурсный подход применительно к синергетическому эффекту М&А был развит в работах Дж.Б. Барни (J.V. Barney) [31, 37–39], М. Иверсена (M. Iversen) [40–42], К.К. Маркидеса (C.C. Markides) и П.Дж. Уильямсона (P.J. Williamson) [43], Дж. Фаррелла (J. Farrell) и К. Шапиро (C. Shapiro) [13], Н.Дж. Фосса (N.J. Foss) [40] и ряда других исследователей. В настоящее время именно ресурсный подход является доминирующей концепцией в работах, посвященных изучению экономической сущности синергетических эффектов М&А. Более того, отечественными учеными Д.А. Ендовицким, Н.П. Любушиным и Н.Э. Бабичевой даже предложена отдельная предметная область экономического анализа – ресурсоориентированный экономический анализ развития организаций [44].

На наш взгляд, комплементарный и ресурсный походы к обоснованию возможности достижения синергетических

эффектов в сделках M&A не являются взаимоисключающими – скорее, ресурсный подход должен дополняться комплементарным. Ориентация только на один из них при планировании сделки может привести к неполному достижению потенциального синергетического эффекта. Использование уникальных ресурсов объединившихся компаний для развития ключевых компетенций может соседствовать с комплементарностью других ресурсов, не обладающих уникальными свойствами. Хозяйственная практика подсказывает возможность доказательства такой гипотезы. Например, корпорация BMW приобрела в 1999 г. наиболее известного в мире производителя автомобилей класса «люкс» – компанию Rolls Royce, получив возможность развить свою ключевую компетенцию в производстве премиальных автомобилей. При этом новое поколение седанов Rolls

Phantom, производство которых было начато в 2003 г., оснащалось двигателями и рядом электронных компонентов производства BMW, что существенно снизило их себестоимость. Следовательно, управление интеграцией осуществлялось и в расчете на приобретение уникальных ресурсов, и в расчете на комплементарность. Итогом стал существенный рост стоимости корпорации BMW, в том числе за счет рекордного роста прибылей Rolls Royce, что подтверждается данными годовых отчетов корпорации⁷.

Таким образом, механизм формирования синергетического эффекта M&A нуждается в обосновании на основе синтеза положений ресурсного и комплементарного подходов. Разработка такого обоснования видится направлением дальнейших исследований.

⁷ BMW Group Annual Reports.

URL: <https://www.bmwgroup.com/en/investor-relations/financial-reports.html>

Список литературы

1. *Mandelker G.* Risk and Return: The Case of Merging Firms. *Journal of Financial Economics*, 1974, vol. 1, iss. 4, pp. 303–335. doi: 10.1016/0304-405X(74)90012-9
2. *Ellert J.C.* Mergers, Antitrust Law Enforcement and Stockholder Returns. *Journal of Finance*, 1976, vol. 31, iss. 2, pp. 715–732. doi: 10.1111/j.1540-6261.1976.tb01916.x
3. *Dodd P., Ruback R.* Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 1977, vol. 5, no. 3, pp. 351–373.
4. *Kummer D.R., Hoffmeister J.R.* Valuation Consequences of Cash Tender Offers. *Journal of Finance*, 1978, vol. 33, no. 2, pp. 505–516.
5. *Bradley M.* Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control. *Journal of Business*, 1980, vol. 53, no. 4, pp. 345–376. doi: 10.1086/296114
6. *Bradley M., Desai A., Kim E.H.* The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy? *Journal of Financial Economics*, 1983, vol. 11, iss. 1-4, pp. 183–206. doi: 10.1016/0304-405X(83)90010-7
7. *Singh H., Montgomery C.* Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance. *Strategic Management Journal*, 1987, vol. 8, iss. 4, pp. 377–386. doi: 10.1002/smj.4250080407
8. *Lubatkin M.* Mergers and the Performance of the Acquiring Firm. *Academy of Management Review*, 1983, vol. 8, no. 2, pp. 218–225. doi: 10.2307/257748
9. *Lubatkin M.* Merger Strategies and Stockholder Value. *Strategic Management Journal*, 1987, vol. 8, iss. 1, pp. 39–53. doi: 10.1002/smj.4250080105
10. *Seth A.* Value Creation in Acquisitions: A Re-examination of Performance Issues. *Strategic Management Journal*, 1990, vol. 11, iss. 2, pp. 99–115. doi: 10.1002/smj.4250110203
11. *Trautwein F.* Merger Motives and Merger Prescriptions. *Strategic Management Journal*, 1990, vol. 11, no. 4, pp. 283–295.
12. *Farrell J., Shapiro C.* Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis. *American Economic Review*, 1990, vol. 80, no. 1, pp. 107–126.
13. *Farrell J., Shapiro C.* Scale Economies and Synergies in Horizontal Merger Analysis. *Antitrust Law Journal*, 2001, vol. 68, pp. 685–710.
14. *Иванов А.Е.* Генезис синергетического подхода в исследованиях слияний и поглощений: развенчание главного мифа о синергии // *Финансы и кредит*. 2013. № 42. С. 69–78.
15. *Эванс Ф.Ч., Бишоп Д.М.* Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. 332 с.
16. *Edgeworth F.Y.* *Mathematical Psychics: An Essay on the Application of Mathematics to the Moral Sciences*. London, C. Kegan Paul & Co., 1881, 150 p.
17. *Teece D.J.* Profiting from Technological Innovation: Implications for Integration, Collaboration, Licensing and Public Policy. *Research Policy*, 1986, vol. 15, iss. 6, pp. 285–305. doi: 10.1016/0048-7333(86)90027-2

18. *Milgrom P., Roberts J.* The Economics of Modern Manufacturing: Technology, Strategy and Organization. *The American Economic Review*, 1990, vol. 80, no. 3, pp. 511–528.
19. *Milgrom P., Roberts J.* Complementarities and Fit: Strategy, Structure, and Organizational Change in Manufacturing. *Journal of Accounting and Economics*, 1995, vol. 19, iss. 2-3, pp. 179–208.
20. *Ansoff I.* Corporate Strategy. New York, McGraw-Hill, 1965, 241 p.
21. *Кемпбелл Э., Лачс К.* Стратегический синергизм. СПб.: Питер, 2004. 416 с.
22. *Maslow A.H.* Synergy in the Society and in the Individual. *Journal of Individual Psychology*, 1964, vol. 20, no. 2, pp. 153–164.
23. *Портнер М.Е.* Конкурентное преимущество: как достичь высокого результата и обеспечить его устойчивость. М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. 714 с.
24. *Kanter R.M.* When Giants Learn to Dance: Mastering the Challenges of Strategy, Management and Careers in the 1990s. London, Simon&Schuster, 1989, 416 p.
25. *Акофф Р.* Планирование будущего корпорации. М.: Прогресс, 1985. 327 с.
26. *Linn S., Rozeff M.* The Effect of Voluntary Spin-offs on Stock Prices: The Anergy Hypothesis. *Advances in Financial Planning and Forecasting*, 1985, vol. 1(1), pp. 265–291.
27. *Ennen E., Richter A.* The Whole is More than the Sum of its Parts – or is It? A Review of the Empirical Literature on Complementarities in Organizations. *Journal of Management*, 2010, vol. 36, no. 1. doi: 10.1177/0149206309350083
28. *Chatterjee S.* Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms. *Strategic Management Journal*, 1986, vol. 7, iss. 2, pp. 119–139. doi: 10.1002/smj.4250070203
29. *Andrews K.R.* The Concept of Corporate Strategy. Homewood, Dow-Jones-Irwin, 1971, 245 p.
30. *Penrose E.T.* The Theory of the Growth of the Firm. Oxford, Basil Blackwell, 1959, 272 p.
31. *Клейнер Г.Б.* Ресурсная теория системной организации экономики // Российский журнал менеджмента. 2011. № 3. С. 3–28.
32. *Wernerfelt B.* A Resource-based View of the Firm. *Strategic Management Journal*, 1984, vol. 5, iss. 2, pp. 171–180.
33. *Itami H., Roehl T.* Mobilizing Invisible Assets. Cambridge, MA, Harvard University Press, 1987, 200 p.
34. *Prahalad C.K., Hamel G.* The Core Competence of the Corporation. *Harvard Business Review*, 1990, vol. 68, no. 3, pp. 79–91.
35. *Prahalad C.K., Bettis R.A.* The Dominant Logic: a New Linkage between Diversity and Performance. *Strategic Management Journal*, 1986, vol. 7, iss. 6, pp. 485–501. doi: 10.1002/smj.4250070602
36. *Ким Чан В., Моборн Р.* Стратегия голубого океана. Как найти или создать рынок, свободный от других игроков. М.: Манн, Иванов и Фербер, 2017. 336 с.

37. *Barney J.B.* Returns to Bidding Firms in Mergers and Acquisitions: Reconsidering the Relatedness Hypothesis. *Strategic Management Journal*, 1988, vol. 9, iss. S1, pp. 71–78. doi: 10.1002/smj.4250090708
38. *Barney J.B.* Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 1991, vol. 17, iss. 1, pp. 99–120. doi: 10.1177/014920639101700108
39. *Barney J.B.* Gaining and Sustaining Competitive Advantage. Pearson, 2010, 512 p.
40. *Foss N.J., Iversen M.* Promoting Synergies in Multiproduct Firms: Toward a Resource-based View. Copenhagen Business School IVS/CBS Working Papers, 1997, no. 97-12.
41. *Iversen M.* Competitive Advantage through Intrafirm Synergies.
URL: https://www.researchgate.net/profile/Jens_Christensen4/publication/268276749_Competitive_Advantage_through_Intrafirm_Synergies/links/550c4ca20cf2ac2905a3bfb0.pdf
42. *Iversen M.* Synergies and Sustainable Competitive Advantage.
URL: <http://openarchive.cbs.dk/bitstream/handle/10398/7236/wp00-7.pdf?sequence=1>
43. *Markides C.C., Williamson P.J.* Related Diversification, Core Competences and Corporate Performance. *Strategic Management Journal*, 1994, vol. 15, iss. S2, pp. 149–165. doi: 10.1002/smj.4250151010
44. *Ендовицкий Д.А., Любушин Н.П., Бабичева Н.Э.* Ресурсоориентированный экономический анализ: теория, методология, практика // *Экономический анализ: теория и практика*. 2013. № 38. С. 2–8.

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

**COMPLEMENTARY AND RESOURCE-BASED APPROACHES TO JUSTIFYING
THE SYNERGISTIC EFFECT OF MERGERS AND ACQUISITIONS****Aleksei E. IVANOV**South Ural State University (National Research University), Chelyabinsk, Russian Federation
ivanov.chel@list.ru**Article history:**Received 14 August 2017
Received in revised form
22 August 2017
Accepted 5 September 2017
Available online
28 September 2017**JEL classification:** G32, G34,
L25**Keywords:** mergers and
acquisitions, M&A, integration,
synergistic effect, synergy**Abstract****Importance** The article reviews the genesis of studies on synergetic effects of mergers and acquisitions in the modern strategic management.**Objectives** The purpose is to develop theoretical tenets in the area of M&A management to the extent of synergistic effect research.**Methods** I apply scientific methods of research, such as analysis, synthesis, deduction, induction, etc. Articles and monographs of domestic and foreign scholars dedicated to mergers and acquisitions serve as theoretical and information basis of the study.**Results** The analysis of relevant literature sources enabled to identify two conceptual approaches to determining the nature of synergistic effect of mergers and acquisitions, namely, complementary and resource-based. However, the economic practice proves that it is possible to obtain a synergistic effect from simultaneous use of unique and complementary resources of merged companies.**Conclusions and Relevance** The revealed conceptual approaches are not mutually exclusive, since targeting only one of them when planning a deal may lead to incomplete potential synergistic effect. Hence, the mechanism of M&A synergistic effect formation needs to be justified based on the synthesis of complementary and resource-based approaches.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2017

Please cite this article as: Ivanov A.E. Complementary and Resource-Based Approaches to Justifying the Synergistic Effect of Mergers and Acquisitions. *Economic Analysis: Theory and Practice*, 2017, vol. 16, iss. 9, pp. 1678–1695.
<https://doi.org/10.24891/ea.16.9.1678>**Acknowledgments**

The work was supported by Act 211 of the Government of the Russian Federation, contract No. 02.A03.21.0011.

References

1. Mandelker G. Risk and Return: The Case of Merging Firms. *Journal of Financial Economics*, 1974, vol. 1, iss. 4, pp. 303–335. doi: 10.1016/0304-405X(74)90012-9
2. Ellert J.C. Mergers, Antitrust Law Enforcement and Stockholder Returns. *The Journal of Finance*, 1976, vol. 31, iss. 2, pp. 715–732. doi: 10.1111/j.1540-6261.1976.tb01916.x
3. Dodd P., Ruback R. Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 1977, vol. 5, no. 3, pp. 351–373.
4. Kummer D.R., Hoffmeister J.R. Valuation Consequences of Cash Tender Offers. *Journal of Finance*, 1978, vol. 33, no. 2, pp. 505–516.
5. Bradley M. Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control. *The Journal of Business*, 1980, vol. 53, no. 4, pp. 345–376. doi: 10.1086/296114
6. Bradley M., Desai A., Kim E.H. The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy? *Journal of Financial Economics*, 1983, vol. 11, iss. 1-4, pp. 183–206. doi: 10.1016/0304-405X(83)90010-7

7. Singh H., Montgomery C. Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance. *Strategic Management Journal*, 1987, vol. 8, iss. 4, pp. 377–386. doi: 10.1002/smj.4250080407
8. Lubatkin M. Mergers and the Performance of the Acquiring Firm. *The Academy of Management Review*, 1983, vol. 8, no. 2, pp. 218–225. doi: 10.2307/257748
9. Lubatkin M. Merger Strategies and Stockholder Value. *Strategic Management Journal*, 1987, vol. 8, iss. 1, pp. 39–53. doi: 10.1002/smj.4250080105
10. Seth A. Value Creation in Acquisitions: A Re-examination of Performance Issues. *Strategic Management Journal*, 1990, vol. 11, iss. 2, pp. 99–115. doi: 10.1002/smj.4250110203
11. Trautwein F. Merger Motives and Merger Prescriptions. *Strategic Management Journal*, 1990, vol. 11, no. 4, pp. 283–295.
12. Farrell J., Shapiro C. Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis. *The American Economic Review*, 1990, vol. 80, no. 1, pp. 107–126.
13. Farrell J., Shapiro C. Scale Economies and Synergies in Horizontal Merger Analysis. *Antitrust Law Journal*, 2001, vol. 68, pp. 685–710.
14. Ivanov A.E. [The genesis of the synergistic approach in mergers and acquisition studies: the dismantling of the main myth of Synergy]. *Finansy i kredit = Finance and Credit*, 2013, no. 42, pp. 69–78. (In Russ.)
15. Evans F.C. et al. *Otsenka kompanii pri sliyaniyakh i pogloshcheniyakh: sozdanie stoimosti v chastnykh kompaniyakh* [Valuation for M&A: Building Value in Private Companies]. Moscow, Al'pina Biznes Buks Publ., 2004, 332 p.
16. Edgeworth F.Y. *Mathematical Psychics: An Essay on the Application of Mathematics to the Moral Sciences*. London, C. Kegan Paul & Co., 1881, 150 p.
17. Teece D.J. Profiting from Technological Innovation: Implications for Integration, Collaboration, Licensing and Public Policy. *Research Policy*, 1986, vol. 15, iss. 6, pp. 285–305. doi: 10.1016/0048-7333(86)90027-2
18. Milgrom P., Roberts J. The Economics of Modern Manufacturing: Technology, Strategy and Organization. *The American Economic Review*, 1990, vol. 80, no. 3, pp. 511–528.
19. Milgrom P., Roberts J. Complementarities and Fit Strategy, Structure, and Organizational Change in Manufacturing. *Journal of Accounting and Economics*, 1995, vol. 19, iss. 2-3, pp. 179–208.
20. Ansoff I. *Corporate Strategy*. New York, McGraw-Hill, 1965, 241 p.
21. Campbell A., Luchs K. *Strategicheskii sinergizm* [Strategic Synergy]. St. Petersburg, Piter Publ., 2004, 416 p.
22. Maslow A.H. Synergy in the Society and in the Individual. *Journal of Individual Psychology*, 1964, vol. 20, no. 2, pp. 153–164.
23. Porter M.E. *Konkurentnoe preimushchestvo: kak dostich' vysokogo rezul'tata i obespechit' ego ustoichivost'* [Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance]. Moscow, Al'pina Biznes Buks Publ., 2005, 714 p.

24. Kanter R.M. *When Giants Learn to Dance: Mastering the Challenges of Strategy, Management and Careers in the 1990s*. New York, Simon & Schuster, 1989, 416 p.
25. Ackoff R. *Planirovanie budushchego korporatsii* [Creating the Corporate Future: Plan or Be Planned for]. Moscow, Progress Publ., 1985, 327 p.
26. Linn S., Rozeff M. The Effect of Voluntary Spin-offs on Stock Prices: The Anergy Hypothesis. *Advances in Financial Planning and Forecasting*, 1985, vol. 1(1), pp. 265–291.
27. Ennen E., Richter A. The Whole is More than the Sum of its Parts – or is It? A Review of the Empirical Literature on Complementarities in Organizations. *Journal of Management*, 2010, vol. 36, no. 1. doi: 10.1177/0149206309350083
28. Chatterjee S. Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms. *Strategic Management Journal*, 1986, vol. 7, iss. 2, pp. 119–139. doi: 10.1002/smj.4250070203
29. Andrews K.R. *The Concept of Corporate Strategy*. Homewood, Dow-Jones-Irwin, 1971, 245 p.
30. Penrose E.T. *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford, Basil Blackwell, 1959, 272 p.
31. Kleiner G.B. [Resource Theory of the System Organization of the Economy]. *Rossiiskii zhurnal menedzhmenta = Russian Management Journal*, 2011, no. 3, pp. 3–28. (In Russ.)
32. Wernerfelt B. A Resource-based View of the Firm. *Strategic Management Journal*, 1984, vol. 5, iss. 2, pp. 171–180.
33. Itami H., Roehl T. *Mobilizing Invisible Assets*. Cambridge, MA, Harvard University Press, 1987, 200 p.
34. Prahalad C.K., Hamel G. The Core Competence of the Corporation. *Harvard Business Review*, 1990, vol. 68, no. 3, pp. 79–91.
35. Prahalad C.K., Bettis R.A. The Dominant Logic: A New Linkage Between Diversity and Performance. *Strategic Management Journal*, 1986, vol. 7, iss. 6, pp. 485–501. doi: 10.1002/smj.4250070602
36. Kim W. Chan, Mauborgne R. *Strategiya golubogo okeana. Kak naiti ili sozdat' rynok, svobodnyi ot drugikh igrokov* [Blue Ocean Strategy: How to Create Uncontested Market Space and Make Competition Irrelevant]. Moscow, Mann, Ivanov i Ferber Publ., 2017, 336 p.
37. Barney J.B. Returns to Bidding Firms in Mergers and Acquisitions: Reconsidering the Relatedness Hypothesis. *Strategic Management Journal*, 1988, vol. 9, iss. S1, pp. 71–78. doi: 10.1002/smj.4250090708
38. Barney J.B. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 1991, vol. 17, iss. 1, pp. 99–120. doi: 10.1177/014920639101700108
39. Barney J.B. *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. Pearson, 2010, 512 p.
40. Foss N.J., Iversen M. Promoting Synergies in Multiproduct Firms: Toward a Resource-based View. Copenhagen Business School IVS/CBS Working Papers, 1997, no. 97-12.

41. Iversen M. Competitive Advantage through Intrafirm Synergies. URL: https://www.researchgate.net/profile/Jens_Christensen4/publication/268276749_Competitive_Advantage_through_Intrafirm_Synergies/links/550c4ca20cf2ac2905a3bfb0.pdf
42. Iversen M. Synergies and Sustainable Competitive Advantage. URL: <http://openarchive.cbs.dk/bitstream/handle/10398/7236/wp00-7.pdf?sequence=1>
43. Markides C.C., Williamson P.J. Related Diversification, Core Competences and Corporate Performance. *Strategic Management Journal*, 1994, vol. 15, iss. S2, pp. 149–165. doi: 10.1002/smj.4250151010
44. Endovitskii D.A., Lyubushin N.P., Babicheva N.E. [Resource-based economic analysis: Theory, methodology, practice]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic Analysis: Theory and Practice*, 2013, no. 38, pp. 2–8. (In Russ.)

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.