

Абгарян Т.В.

магистрант

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации

Россия, Москва

ОСНОВНЫЕ ПРИЧИНЫ НЕУДАЧ СДЕЛОК M&A: СТРАТЕГИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

Аннотация. Актуальность исследования обусловлена тем, что значительный объем корпоративного капитала направляется на сделки слияний и поглощений, тогда как достижение заявленных синергетических эффектов остается неопределенным. Цель статьи — выявить сочетания стратегических факторов, которые наиболее устойчиво связаны с неудачей M&A, и предложить инструмент их предсделочной диагностики. Применены сравнительный кейс-анализ семи крупных публичных сделок, закрытых в 2015–2018 гг. и наблюдаемых по результатам до конца 2025 г., контент-анализ корпоративной отчетности и авторское балльное кодирование семи факторов риска. Установлено, что неудача чаще возникает не из-за одного изолированного просчета, а при одновременном накоплении завышенной оценки, слабой стратегической проверяемости синергии и недостаточного управления интеграцией и ответственностью. Предложенный индекс стратегической уязвимости может применяться советами директоров и инвестиционными комитетами как дополнительный фильтр до принятия решения о сделке.

Ключевые слова: корпоративная стратегия, слияния и поглощения, создание стоимости, синергия, due diligence, постслияционная интеграция, стратегический риск.

Abgaryan T.V.
Master's student
Financial University under the Government of the Russian Federation
Russia, Moscow

MAIN CAUSES OF M&A FAILURE: A STRATEGIC ANALYSIS

Abstract. The study is relevant because corporations allocate substantial capital to mergers and acquisitions while the realization of announced synergies remains uncertain. The article aims to identify combinations of strategic factors most consistently associated with M&A failure and to develop a pre-deal diagnostic tool. The research combines a comparative case analysis of seven major public transactions completed in 2015–2018 and observed through the end of 2025, content analysis of corporate disclosures, and an original scoring of seven risk factors. The findings show that failure usually results from an accumulation of overvaluation, weak strategic verifiability of synergies, and deficient integration governance rather than from a single isolated error. The proposed Strategic Vulnerability Index can serve as an additional decision filter for boards and investment committees before transaction approval.

Keywords: corporate strategy, mergers and acquisitions, value creation, synergy, due diligence, post-merger integration, strategic risk.

Введение

Слияния и поглощения (mergers and acquisitions, M&A) относятся к наиболее капиталоемким и труднообратимым стратегическим решениям. Посредством приобретения компания может ускорить выход на новый рынок, получить технологии, клиентскую базу, бренды и компетенции, которые потребовали бы многих лет органического развития. Однако та же скорость увеличивает цену ошибки: после закрытия сделки покупатель сталкивается не с абстрактным набором активов, а с иной системой стимулов, процессов, обязательств и ожиданий. Поэтому формальное

завершение юридической транзакции нельзя считать ее экономическим успехом.

В научной литературе отсутствует единый показатель результативности приобретения. Реакция рынка в коротком окне отражает ожидания инвесторов, бухгалтерское обесценение — пересмотр будущих денежных потоков, а операционные показатели — способность реализовать стратегический замысел. Zollo и Meier подчеркивают многоуровневый характер эффективности М&А, различая результат транзакции, интеграционный процесс и итог для объединенной фирмы [1]. Метааналитические исследования также показывают, что отдельные переменные редко объясняют исход сделки вне связи с контекстом [2]. Следовательно, содержательный анализ неудач должен объединять предсделочную логику и постсделочное исполнение.

Цель исследования — определить основные стратегические причины неудач М&А, установить характер их взаимодействия и разработать компактный инструмент предсделочной диагностики. Для достижения цели поставлены задачи: уточнить критерий неудачи; сформировать систему факторов риска; провести сопоставление крупных публичных сделок; выявить повторяющиеся сочетания факторов; предложить практические пороговые условия для инвестиционного решения. Научная новизна заключается в переходе от перечня причин к конфигурационной модели, где итог определяется накоплением взаимно усиливающих рисков и наличием отдельного «блокирующего» фактора.

Методы и материалы исследования

Исследование выполнено как сравнительный множественный кейс-анализ. Единицей анализа является завершенная сделка М&А. В выборку включены семь публично раскрытых транзакций значительного масштаба: Kraft Foods Group — H.J. Heinz (2015), Microsoft — LinkedIn (2016), Marriott — Starwood (2016), Verizon — Yahoo с последующим

объединением с AOL в Oath (2017), Amazon — Whole Foods Market (2017), AT&T — Time Warner (2018), Bayer — Monsanto (2018). Период закрытия сделок ограничен 2015–2018 гг., поскольку для оценки стратегического результата требуется не менее нескольких лет наблюдений; последствия отслеживались по отчетности и корпоративным событиям до 31 декабря 2025 г. Таким образом, временная рамка анализа охватывает 2015–2025 гг.

Отбор является целевым, а не вероятностным. Включались сделки, по которым доступны цена, стратегическое обоснование и последующие проверяемые события. В выборке представлены как случаи выраженного пересмотра стоимости или стратегии, так и сравнительные случаи без обнаруженного фундаментального разворота. Это уменьшает риск анализа только «провалов», хотя не превращает малую выборку в статистически репрезентативную. Источниками служили формы 10-K, 8-K и иные материалы SEC, годовые отчеты и официальные сообщения компаний, а также рецензируемые исследования M&A [1–14].

Неудача определялась как существенное недостижение исходной стратегической логики, подтвержденное хотя бы одним сильным наблюдаемым признаком: крупным обесценением приобретенного гудвила или нематериальных активов; отделением либо продажей ядра приобретенного бизнеса в течение приблизительно четырех лет; сохранением материальных обязательств, которые радикально изменили профиль риска и экономику сделки. Биржевая доходность не использовалась как единственный критерий, поскольку на нее влияют макроэкономические и отраслевые факторы. Аналогично, отсутствие обесценения не признавалось доказательством успеха, а рассматривалось вместе с продолжением стратегического владения и операционной динамикой.

Для авторского кодирования сформированы семь факторов: F1 — слабая стратегическая связность или непроверяемая логика создания

стоимости; F2 — завышенная цена и зависимость модели от оптимистичных предпосылок; F3 — недостаточная проверка скрытых юридических, технологических или коммерческих обязательств; F4 — несоответствие сложности интеграции управленческим возможностям; F5 — риск потери человеческого капитала и культурный конфликт; F6 — регуляторный и внешний риск; F7 — слабое управление реализацией синергии, включая отсутствие измеримых владельцев эффектов и независимого контроля. Каждый фактор оценивался по шкале 0–2: 0 — существенный сигнал не выявлен; 1 — умеренный либо частично компенсированный риск; 2 — сильный, подтвержденный раскрытиями и последующими событиями риск.

Индекс стратегической уязвимости сделки (ИСУ) рассчитывался как сумма баллов по семи факторам: $ИСУ = \sum F_i$, где $i = 1...7$. Диапазон составляет от 0 до 14 баллов. До анализа результатов были заданы интерпретационные зоны: 0–4 — низкая уязвимость; 5–8 — средняя; 9–14 — высокая. Индекс не является оценкой вероятности банкротства или точным прогнозом доходности. Его назначение — дисциплинировать обсуждение и сделать явными предпосылки, которые в стандартной модели могут быть распределены между финансовым, юридическим и операционным блоками.

Таблица 1 — Операционализация факторов стратегической уязвимости M&A

Код	Фактор	Признак высокого риска (2 балла)	Предделочный контроль
F1	Стратегическая связность	Синергия сформулирована общо; отсутствует причинная связь между активом и денежным потоком	Карта источников стоимости и альтернатив органического роста
F2	Цена и предпосылки	Премия оправдывается преимущественно отдаленными синергиями; низкий запас прочности	Сценарная DCF-модель, reverse DCF, порог отказа
F3	Due diligence	Материальные обязательства трудно оценимы или исключены из базовой модели	Независимая юридическая и коммерческая проверка, escrow/гарантии

Код	Фактор	Признак высокого риска (2 балла)	Предделочный контроль
F4	Интеграция	Требуется одновременная перестройка систем, процессов и бизнес-модели	План Day 1/100, ресурсная проверка, пилот интеграции
F5	Люди и культура	Ценность зависит от команд, но удержание и автономия не защищены	Карта критических ролей, retention-пакеты, культурная диагностика
F6	Регуляторная среда	Одобрение или будущая экономика зависят от спорных допущений	Сценарий remedies, long-stop date, право отказа
F7	Управление синергией	Нет владельцев эффектов, KPI и независимой постпроверки	Integration Management Office и stage-gate контроль

Источник: составлено автором на основе [1–6].

Результаты исследования

Кейс-анализ выявил четыре сделки с выраженными признаками стратегической неудачи и три сравнительных случая с более устойчивой логикой. В Kraft Heinz уже в результатах за 2018 г. были признаны неденежные убытки от обесценения на 15,4 млрд долл., включая 7,1 млрд долл. гудвила и 8,3 млрд долл. нематериальных активов [7]. Масштаб пересмотра указывает не просто на ухудшение конъюнктуры, а на недостаточный запас прочности исходной оценки брендов и способности модели сокращения затрат поддерживать долгосрочный рост. Стратегический риск состоял в подмене создания спроса операционной эффективностью: сокращения способны быстро улучшить маржу, но не гарантируют обновления продуктового портфеля и релевантности брендов.

Verizon объединила цифровые активы AOL и Yahoo в Oath, однако в 2018 г. признала обесценение гудвила медийного бизнеса на 4,6 млрд долл. [8]. Сумма пользовательских баз не превратилась в конкурентоспособную рекламную платформу без доказанного преимущества в данных, продукте и монетизации — проявился риск «арифметической синергии».

AT&T приобрела Time Warner ради вертикальной интеграции дистрибуции и контента, но в апреле 2022 г., менее чем через четыре года после закрытия, отделила WarnerMedia и объединила ее с Discovery [9]. Быстрый разворот отражает сочетание высокой цены, долга,

неоднородности бизнес-моделей и интеграционного контура, выходявшего за пределы управленческих преимуществ покупателя.

Bayer завершила приобретение Monsanto за 63 млрд долл. с учетом долга; чистый финансовый долг группы вырос до 44,697 млрд евро [10]. Массовые судебные требования показали, что формального раскрытия риска недостаточно: due diligence должен переводить хвостовой юридический риск в цену, структуру сделки и предельную экспозицию, иначе обязательство способно доминировать над промышленной синергией.

В сравнительной группе Microsoft сохранила заметную автономию LinkedIn и соединяла платформу с корпоративными продуктами постепенно. Выручка LinkedIn выросла на 28% в 2019 финансовом году и на 9% в 2025 финансовом году [11; 12]. Измеримый самостоятельный продукт, сетевой эффект и понятные точки комплементарности снизили необходимость немедленной полной интеграции.

Marriott завершила объединение со Starwood в 2016 г. [13], а Amazon приобрела Whole Foods Market в 2017 г. примерно за 13,2 млрд долл. [14]. Несмотря на высокую сложность, источники эффекта были наблюдаемы: масштаб сети, лояльность и закупки у Marriott; физическая сеть и омниканальность у Amazon. Эти кейсы не демонстрируют сопоставимого отказа от приобретенного ядра.

Сводное кодирование представлено в таблице 2. Оно отражает не абсолютную истинность каждого балла, а воспроизводимую аналитическую интерпретацию доступных данных. Для снижения ретроспективного смещения оценка опиралась на заранее определенные признаки из таблицы 1, а не на свободное объяснение каждого исхода.

Таблица 2 — Авторская оценка стратегической уязвимости исследованных сделок

Сделка	Год	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7	ИС У	Итоговая группа
Kraft–Heinz	2015	2	2	1	1	1	0	2	9	неудачная

Сделка	Год	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7	ИС У	Итоговая группа
Microsoft– LinkedIn	2016	0	1	0	1	1	1	0	4	сравнительная
Marriott– Starwood	2016	0	1	0	2	1	1	0	5	сравнительная
Verizon– Yahoo/Oath	2017	2	2	1	2	1	0	2	10	неудачная
Amazon– Whole Foods	2017	0	1	0	1	1	1	0	4	сравнительная
AT&T–Time Warner	2018	2	2	0	2	2	1	2	11	неудачная
Bayer– Monsanto	2018	1	2	2	1	1	2	2	11	неудачная

Примечание: F1–F7 соответствуют таблице 1; максимальный ИСУ — 14. Источник: составлено автором по данным [7–14].

Среднее значение ИСУ в группе четырех неудачных сделок составило 10,25 балла, в сравнительной группе — 4,33 балла. Разница 5,92 балла не интерпретируется как статистическая оценка эффекта из-за малого целевого массива, однако имеет аналитическое значение: случаи с крупным обесценением или быстрым стратегическим разворотом концентрируются в высокой зоне индекса. Во всех четырех неудачных кейсах фактор цены получил 2 балла, в трех из четырех столь же высоко оценены слабая стратегическая проверяемость и управление синергией. Следовательно, переплата опасна не изолированно: она становится критической, когда у покупателя отсутствует надежный механизм доказать и проконтролировать источник будущих денежных потоков.

Частотный анализ факторов дополнительно показывает, что F2 и F7 встречались на высоком уровне в 100% исследованных неудачных случаев. F1 получил высокий уровень в 75%, F4 — в 50%, а F3 — только в одном случае. Последнее не означает второстепенность due diligence. Напротив, Bayer–Monsanto демонстрирует «блокирующий» фактор: единичный экстремальный юридический риск способен изменить исход даже при промышленной комплементарности. Поэтому суммарный индекс должен дополняться правилом veto: оценка 2 по F3 или F6 при невозможности ограничить ущерб договорными средствами требует отдельного решения

совета директоров и не может компенсироваться низкими баллами по другим направлениям.

Полученные результаты позволяют выделить три механизма разрушения стоимости. Первый — стратегическая неподтвержденность: покупатель приобретает масштаб, но не конкретное преимущество. Второй — финансовое усиление ошибки: высокая цена и долг уменьшают время на адаптацию, поэтому умеренное отклонение от плана превращается в существенное обесценение. Третий — разрыв исполнения: синергия остается в презентации сделки, но не переводится в набор проектов, владельцев, сроков и ранних индикаторов. Эти механизмы взаимосвязаны. Неясная стратегия затрудняет выбор интеграционной модели; неопределенная интеграция делает синергию менее измеримой; завышенная цена увеличивает требуемый объем эффектов и стимулирует менеджмент игнорировать негативные сигналы.

На основе анализа предложен председельный протокол из двух уровней. На первом уровне инвестиционный комитет рассчитывает ИСУ по независимым заключениям стратегии, финансов, юридической функции, HR и руководителя будущей интеграции. Расхождение оценок не усредняется автоматически, а выносится в перечень неопределенностей. На втором уровне применяются пороги: 0–4 балла — стандартное рассмотрение; 5–8 — одобрение только при наличии детального плана снижения каждого риска; 9–14 — презумпция отказа либо пересмотра цены и структуры. Независимо от суммы действует veto для неограниченного юридического или регуляторного риска.

Ограничения исследования связаны с малым размером и целевым характером выборки, различиями отраслей, неполнотой раскрытий о плановых синергиях и невозможностью построить единый контрфактический сценарий. Балльное кодирование содержит экспертный компонент, а положительная классификация означает относительную

устойчивость, но не доказывает максимальную доходность. Дальнейшее исследование целесообразно расширить до 50–100 сделок, привлечь двух независимых кодировщиков, проверить межэкспертную согласованность и сопоставить ИСУ с трехлетней избыточной доходностью, ROIC относительно WACC и долей признанного обесценения.

Заключение

Проведенное исследование показывает, что основные причины неудач M&A образуют не линейный перечень, а взаимно усиливающуюся систему. Наиболее опасная конфигурация включает завышенную цену, слабую проверяемость стратегической синергии и отсутствие жесткого управления ее реализацией. Высокая интеграционная сложность и культурные различия усиливают данную конфигурацию, но не являются автоматически разрушительными: при родственности бизнес-моделей, сохранении критической автономии и ясном распределении ответственности они могут быть управляемы.

На выборке семи крупных публичных сделок средний индекс стратегической уязвимости составил 10,25 балла для случаев с существенным обесценением или стратегическим разворотом и 4,33 балла для сравнительной группы. Во всех неудачных случаях выявлена высокая зависимость результата от цены и качества управления синергией. Дополнительно установлен эффект блокирующего риска: материальные юридические или регуляторные обязательства не должны компенсироваться предполагаемыми преимуществами по другим направлениям, если максимальный ущерб нельзя ограничить.

Использованные источники

1. Zollo M., Meier D. What Is M&A Performance? // Academy of Management Perspectives. 2008. Vol. 22, No. 3. P. 55–77. DOI: 10.5465/amp.2008.34587995.

2. King D. R., Bauer F., Schriber S. A Meta-Analytic Integration of Acquisition Performance Prediction // Journal of Management Studies. 2021. Vol. 58, No. 5. P. 1198–1236. DOI: 10.1111/joms.12636.
3. Stahl G. K., Tung R. L. Towards a More Balanced Treatment of Culture in International Business Studies: The Need for Positive Cross-Cultural Scholarship // Journal of International Business Studies. 2015. Vol. 46. P. 391–414. DOI: 10.1057/jibs.2014.68.
4. Bauer F., Matzler K. Antecedents of M&A Success: The Role of Strategic Complementarity, Cultural Fit, and Degree and Speed of Integration // Strategic Management Journal. 2014. Vol. 35, No. 2. P. 269–291. DOI: 10.1002/smj.2091.
5. Graebner M. E., Heimeriks K. H., Huy Q. N., Vaara E. The Process of Postmerger Integration: A Review and Agenda for Future Research // Academy of Management Annals. 2017. Vol. 11, No. 1. P. 1–32. DOI: 10.5465/annals.2014.0078.
6. van Oorschot K. E., Akkermans H., Sengupta K., Van Wassenhove L. N. The Complexity of Post-Mergers and Acquisitions Integration: An Application of the Multiple Perspectives Approach // Global Strategy Journal. 2023. Vol. 13, No. 3. P. 595–618. DOI: 10.1002/gsj.1454.
7. The Kraft Heinz Company. Current Report on Form 8-K, February 28, 2019 [Электронный ресурс]. URL: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1637459/000163745919000020/february2019form8-k.htm> (дата обращения: 01.09.2026).
8. Verizon Communications Inc. Annual Report 2018, Exhibit 13 [Электронный ресурс]. URL: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/732712/000073271219000012/a2018q410-kxexhibit13.htm> (дата обращения: 01.09.2026).
9. AT&T Inc. / Warner Bros. Discovery Cost Basis Guide [Электронный ресурс]. URL:

<https://investors.att.com/stockholder-services/cost-basis-guide/worksheet/atandt-inc-wbd> (дата обращения: 01.09.2026).

10. Bayer AG. Bayer Completes Biggest Acquisition in Its History. 05.09.2018 [Электронный ресурс]. URL: <https://www.bayer.com/media/en-us/bayer-completes-biggest-acquisition-in-its-history/> (дата обращения: 01.09.2026).

11. Microsoft Corporation. Annual Report on Form 10-K for the Fiscal Year Ended June 30, 2019 [Электронный ресурс]. URL: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/789019/000156459019027952/msft-10k_20190630.htm (дата обращения: 01.09.2026).

12. Microsoft Corporation. Annual Report on Form 10-K for the Fiscal Year Ended June 30, 2025 [Электронный ресурс]. URL: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/789019/000095017025100235/msft-20250630.htm> (дата обращения: 01.09.2026).

13. Marriott International, Inc. Annual Report 2017 [Электронный ресурс]. URL: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1048286/000162828018001756/mar-q42017x10k.htm> (дата обращения: 01.09.2026).

14. Amazon.com, Inc. Whole Foods Market Acquisition, Exhibit 99.3 [Электронный ресурс]. URL: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1018724/000101872417000143/exhibit993.htm> (дата обращения: 01.09.2026).