

УДК 336.132.2

СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ КАК ИНСТРУМЕНТ СОЗДАНИЯ И РОСТА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Л.М. Рерих

Новосибирский государственный университет
экономики и управления «НИНХ»
E-mail: rl_nsk@ngs.ru

В статье анализируются тенденции развития мирового и российского рынков M&A, выясняются причины неэффективности сделок по слияниям и поглощениям, исследуются факторы создания и роста стоимости бизнеса в процессе интеграции. Особое внимание уделяется рассмотрению целей и особенностей стратегий интеграции, источникам операционной и финансовой синергии. Предложены показатели оценки эффективности сделок слияний и поглощений, использование которых позволит принимать обоснованные управленческие решения, увеличивающие стоимость объединенной компании и повышающие ее конкурентоспособность.

Ключевые слова: рынок слияний и поглощений, горизонтальная интеграция, вертикальная интеграция, стратегия диверсификации, конкурентные преимущества, синергетический эффект, показатели эффективности сделок слияний и поглощений, инвестиционная привлекательность компании.

MERGERS AND ACQUISITIONS AS AN INSTRUMENT OF CREATION AND GROWTH OF BUSINESS VALUE

L.M. Rerikh

Novosibirsk state university of economics and management
E-mail: rl_nsk@ngs.ru

The article analyzes trends in the world and Russian M&A (mergers and acquisitions) markets. Reasons for failure in mergers and acquisitions are explored. Creation and growth factors of business value in the integration process are examined. Particular attention is paid to the purposes and characteristics of integration strategies, as well as sources of operational and financial synergy. Performance measurements of mergers and acquisitions deals are suggested. Use of these measurements permits to make management decisions that increase the value of a merged company as well as its competitiveness.

Key words: mergers and acquisitions (M&A) market, horizontal integration, vertical integration, strategy of diversification, competitive advantages, synergistic effect, performance measurements of mergers and acquisitions deals, investment attractiveness of a company.

Возрастающая роль сделок по слиянию и поглощению (СиП) большинством ученых и практиков объясняется их возможностями влиять на создание стоимости бизнеса, повышение конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности объединенной компании.

Отечественный и зарубежный опыт слияний и поглощений свидетельствует о волнообразном характере активности данных процессов. Развитие рынка слияний и поглощений (M&A) принято описывать волнами либо этапами. Критерием для выделения таких этапов может служить сущность сделок и мотивы, которыми руководствуются их участники [11].

Так, в США в конце XIX в. произошли слияния в базовых отраслях – нефтяной, сталелитейной. Главной целью данных слияний была монополизация рынков и контроль над ценами, которые обеспечивали высокую прибыльность бизнеса. Большинство слияний осуществлялись по принципу горизонтальной интеграции.

В 1920-х гг. имели место слияния в более молодых, возникших к этому времени отраслях – коммуникационной, автомобильной. Цель слияний – формирование олигополистической формы финансовых и товарных рынков, достижение экономии на масштабах. Для этой волны рынка характерными становятся вертикальные слияния [9].

Третья волна рынка M&A 1960-х гг. характеризовалась формированием конгломератов (диверсифицированных компаний) в целях роста на рынках новой продукции, не связанной с основным бизнесом, что позволило наращивать стоимость компаний, уменьшая волатильность (изменчивость) их доходов. Жесткое антимонопольное законодательство ограничило горизонтальную и вертикальную интеграции. Однако для европейского рынка M&A данного периода характерно развитие горизонтальной интеграции, позволившей укрепить позиции компаний на мировом рынке M&A.

Специфика четвертой волны M&A 1980-х гг. проявилась в способе их финансирования: значительном использовании заемных средств. Такие присоединения получили специфическое название «выкуп с использованием финансового левериджа» (Leveraged Buyouts, LBO). В этот период впервые появились «мусорные облигации», обеспечивающие значительный приток финансовых ресурсов в ряд компаний [9]. Заметной становится тенденция враждебных поглощений.

Для 1990-х гг., пятой волны M&A, характерным является объединение транснациональных корпораций («сверхконцентрация» капитала) с целью обеспечения конкурентоспособности и сохранения стабильности в условиях глобализации экономики. Характерной чертой данного периода является активное использование долговых финансовых инструментов, а также рост числа слияний и поглощений в финансовой сфере.

На протяжении последнего десятилетия, которое можно отнести к шестой волне рынка M&A, наблюдался стремительный рост числа и стоимости сделок, также отмечается активное присутствие развивающихся стран на мировом рынке. Так, по данным агентства Thomson Reuters, в 2002 г. общий объем сделок составил 1,2 трлн \$, а в 2006 г. он вырос до 3,4 трлн \$.

Исключением стал 2008 г., когда объем мирового рынка M&A сократился на 29,6% по сравнению с 2007 г. и составил лишь 2,9 трлн долл. Основной причиной такого падения стал мировой финансово-экономический кризис, который вызвал трудности с финансированием сделок. В результате было отменено 1194 запланированные ранее сделки M&A [17].

В 2009 г. мировой рынок M&A продолжает падать. Так, рынок США демонстрирует снижение числа сделок на 38%. В Китае объем сделок упал на 25%, в Бразилии – на 93%. Годовой спад в Европе составил 29%, в Азиатско-Тихоокеанском регионе в целом – 12% [7].

Наблюдаемое падение объемов рынков M&A в кризисный период связано с уменьшением стоимости завершаемых трансакций и снижением доли успеш-

ных сделок, что касается числа инициированных сделок, то их, как правило, не становится меньше.

Так, впервые за всю историю современной экономики объемы сделок M&A в развивающихся странах в начале 2010 г. превысили показатели развитых стран Европы и США, достигнув 48% от мирового объема [1].

2000-е гг. стали периодом наиболее активного участия России на мировом рынке M&A, в этот период наблюдался рост сделок слияний и поглощений с российским участием как по объему, так и по их стоимости.

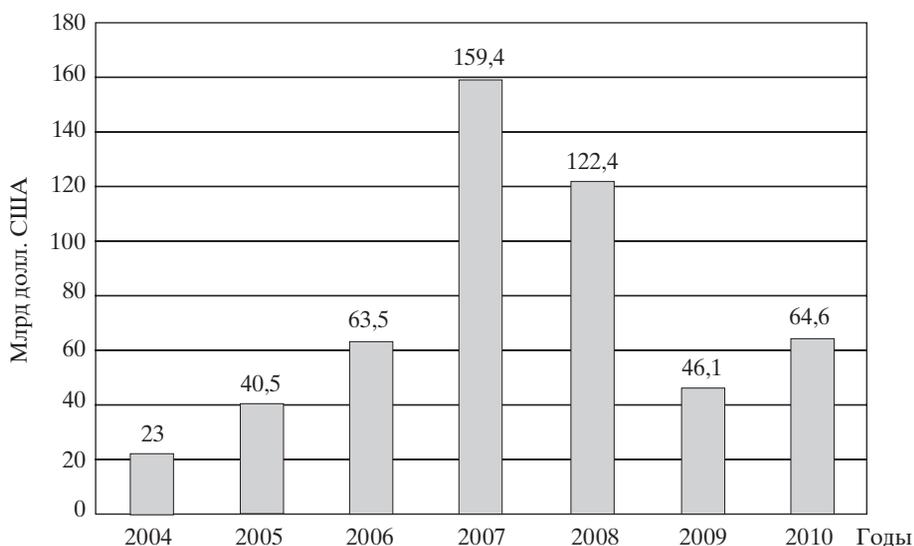
С 2004 по 2007 г. сумма сделок на российском рынке выросла с 23 млрд долл. США до 159,4 млрд долл., т.е. увеличилась в 7 раз [19]. В 2007 г. в России отмечалось достижение максимума не только по стоимостному объему совершенных сделок, но и по показателю объема рынка слияний и поглощений к ВВП – 9% против 6% ВВП годом ранее. Для развивающейся экономики этот показатель составляет 9–10% [20].

2008 и 2009 гг. характеризовались «сжатием» как мирового, так и российского рынков M&A вследствие кризисных явлений в экономике. Возросшие риски, обусловленные появлением «плохих» и низкокачественных активов на финансовых рынках, неопределенность перспектив развития оказывали негативное воздействие на активность процессов слияний и поглощений.

Сжатие российского рынка M&A в 2009 г. по стоимости составило 62% [19] и 40% по количеству сделок по сравнению с предыдущим годом.

Динамика стоимостных показателей рынка слияний и поглощений в России за период 2004–2010 гг. представлена на рисунке.

Несмотря на снижение активности на рынках M&A в период кризиса, сделки по слиянию и поглощению остаются мощным инструментом интеграции экономических процессов и наиболее востребованной формой реструктуризации бизнеса, направленной на расширение с целью обеспечения роста рыночной капитализации компаний.



Динамика рынка слияний и поглощений в России за 2004–2010 гг., млрд долл. [19]

Очевидна динамика восстановления рынка СиП в России уже в 2010 г.: было совершено 528 сделок с российским участием на 64,6 млрд долл. [18]. Прирост общего объема сделок к показателям 2009 г. составил 40%.

В настоящее время российский рынок М&А входит в десятку крупнейших рынков мира [9, с. 48]. Отечественные компании претендуют стать глобальными игроками, что предполагает взаимовыгодное и равноправное сотрудничество.

Среди стратегических целей сделок по СиП в России можно отметить преобладание вертикальной интеграции, особенно в нефтегазовой отрасли и металлургии (приобретение ОАО «НК ЛУКОЙЛ», сделки ОАО «Северсталь»).

Другой стратегией, которую разрабатывали участники российского рынка М&А, является приобретение внеоборотных активов. Согласно мнению экспертов, до 20% таких сделок совершались с целью «передела» собственности, так называемые «рейдерские захваты», что явилось одной из особенностей российского рынка М&А последних лет.

В настоящее время все больше российских компаний прибегают к механизму слияний и поглощений для реализации стратегии диверсификации (АФК «Система» выступает в качестве стратегического инвестора в различных отраслях от розничных услуг и медицины до банковских услуг и телекоммуникаций) [9].

Характеризуя перспективы развития российского рынка М&А, эксперты прогнозируют следующие его особенности:

- продолжение процессов оперативной и стратегической реструктуризации компаний;
- активизация рынка облигаций и IPO;
- поддержка государством системообразующих компаний и трансграничных М&А – проекты [6];
- рост числа дружественных слияний и присоединений;
- увеличение числа отраслей, вовлеченных в процессы М&А [9].

Сравнивая тенденции развития российского рынка М&А с международной интеграцией, можно сделать вывод, что он становится все более похожим на рынок развитых стран. Разница в том, что в мировой практике рынок М&А проходил этапы своего формирования последовательно, а российская экономика проходит их в более сжатые сроки.

В этой связи важно заметить, что в практике корпоративной деятельности компаний в странах с развитой рыночной экономикой концепция стоимостного мышления получила широкое распространение. В условиях изменчивости экономической среды финансовый менеджмент все чаще ориентирован на применение стоимостных критериев для оценки эффективности принимаемых решений, в том числе в отношении сделок по слиянию и поглощению.

Слияния и поглощения – не конечная цель преобразований, а средство достижения глобальной цели финансового менеджмента – роста стоимости компании, увеличивающей богатство акционеров.

Стратегия слияний и поглощений поддерживает и дополняет важную цель, связанную с увеличением стоимости для акционеров, поэтому они покупают и продают компании только в том случае, если сделка создает для них стоимость [15, с. 18].

Как показывает практика, главная причина реструктуризации компаний в форме слияний и поглощений кроется в стремлении получить и усилить синергетический эффект, т.е. взаимодополняющее действие активов двух или нескольких предприятий, совокупный результат которого намного превышает сумму результатов отдельных действий этих компаний. Синергия проявляется, когда две объединившиеся компании стоят больше, чем каждая в отдельности [4].

Большинством исследователей отмечено, что синергетический эффект возникает благодаря операционной и финансовой синергии [4, 5, 9, 11], источниками которых являются:

- экономия, обусловленная масштабами деятельности;
- комбинирование взаимодополняющих ресурсов;
- финансовая экономия за счет снижения транзакционных издержек;
- возросшая рыночная мощь из-за снижения конкуренции;
- взаимодополняемость в области НИОКР;
- получение налоговых льгот;
- диверсификация риска;
- интернационализация трасакций;
- выход на новые рыки и отрасли.

В экономической литературе отмечается возможность получения управленческой синергии вследствие экономии за счет создания новой более результативной системы управления объединенной компании [9, 13].

Заслуживает внимания, на наш взгляд, мнение об источниках синергии М. Сироуера, автора известного исследования в области слияний и присоединений «Западная синергия: как проигрывают компании в игре поглощения». М. Сироуер определил синергию как «повышение конкурентоспособности» «в связи с этим рост денежных потоков объединенной компании быстрее, чем этого могли бы достичь две компании не объединившись». Синергия, по его мнению, представляет собой увеличение эффективности деятельности объединенной фирмы сверх того, что две фирмы уже могут или должны выполнять как независимые. На управленческом языке синергия означает: конкурировать лучше, чем кто-либо когда-либо мог ожидать. Это означает увеличение конкурентного преимущества сверх того, которое необходимо фирмам, чтобы выжить на своих конкурентных рынках [16].

Опираясь на данное методологическое положение об источниках возникновения синергетического эффекта, а также учитывая практический опыт зарубежных стран последних лет, свидетельствующий о том, что «все крупнейшие сделки преследовали стратегические цели по укреплению существующих или приобретению новых конкурентных преимуществ» [12], нами выделены важнейшие факторы создания стоимости в сделках слияний и поглощений.

Итак, шанс на успех компания-покупатель имеет в том случае, когда сделка в целом демонстрирует реальный потенциал создания стоимости, прежде всего, за счет конкурентных преимуществ, создавая таким образом «синергетическую стоимость».

В рамках данного исследования под «синергетической стоимостью» мы понимаем «приращенную стоимость бизнеса объединенной компании, которая получена в результате реализации операционной, финансовой, управлен-

Таблица 1

Конкурентные преимущества как факторы создания стоимости в сделках СиП

Конкурентные преимущества, создающие стоимость	Финансовые показатели в результате реализации конкурентных преимуществ
Увеличение масштабов деятельности, связанное с расширением	Увеличение массы прибыли и финансовых резервов
	Сокращение условно-постоянных затрат
	Приращение чистого денежного потока
Увеличение доли рынка	Сокращение затрат на единицу выпускаемой продукции
	Увеличение массы и нормы прибыли
	Улучшение показателей ликвидности и финансовой устойчивости
Диверсификация производства	Приращение чистого денежного потока
	Улучшение показателей ликвидности и финансовой устойчивости
	Повышение эффективности вложений в основной капитал

ческой синергии путем укрепления существующих или создания новых конкурентных преимуществ».

Возобновление активности процессов СиП на российском рынке М&А является важным фактором увеличения капитализации компаний, необходимой для обеспечения конкурентоспособности российских предприятий и возможности противостоять экспансии иностранного капитала в условиях предстоящего вступления России в ВТО.

Первостепенное значение в этих условиях приобретает проблема оценки стоимости компаний для определения эффективности будущих сделок по слиянию и поглощению, так как ошибочная оценка может стать причиной не только неэффективного использования ресурсов, но и приведет к утрате конкурентных преимуществ объединенной компании, а значит к разрушению стоимости.

Учитывая тот факт, что в мировой и отечественной экономике фиксируется значительная доля сделок, которые не привели к росту стоимости, а значит, не материализовались предполагаемые синергетические эффекты, выяснение причин данного положения и выработка критериев эффективности сделок по СиП становится наиболее важной задачей.

Как показывают многие исследования, доля сделок М&А, которые не привели к созданию стоимости, достигала в отдельные годы 60% [3].

Согласно другим оценкам, только три сделки из десяти реализованных приносят добавочную стоимость их инициаторам в виде синергетических эффектов или укрепления рыночных позиций компании [8].

В то же время только две сделки из десяти инициированных имеют шансы на завершение, а остальные «разрушаются» в течение длительного процесса реализации транзакции, который может продолжаться от трех месяцев до нескольких лет.

По мнению экспертов, основные причины неудач заключаются в низком качестве подготовленности и проведении интеграции [9]. Также аналитики связывают со сделками СиП высокие риски вследствие неудовлетворительного выбора кандидатов на поглощение, непродуманности стратегий, завышения цен, недооценки потенциальных затрат и др. [7].

В табл. 2 представлены группы рисков процессов при осуществлении сделок СиП, причины их возникновения и последствия для компании.

Таблица 2

Группы рисков процессов при слияниях и присоединениях

Группа рисков	Причины возникновения	Последствия для компании
1	2	3
Кадровые	Спротивление персонала объединяемых структур новым организационным реалиям, неготовность к конструктивному сотрудничеству	<ul style="list-style-type: none"> • Потеря наиболее квалифицированных работников; • потеря клиентов, которые уходят с работниками компании; • увеличение затрат компании на выплаты выходных пособий, на поиск нового персонала
Квалификационные	Неспособность специалистов компании дать реальную оценку компании – цели, ее рыночного потенциала развития, отношений с клиентами, конкурентами и поставщиками	<ul style="list-style-type: none"> • Потеря доли рынка; • увеличение финансовых затрат у интегрированного объединения на поиски рынков сбыта, поставщиков; • появление незапланированных затрат для оплаты менеджеров, нанятых для осуществления процесса интеграции
Организационные	Наличие значительного количества иерархических уровней как между менеджерами, так и между оперативными сотрудниками. Размытость границ компетенции и ответственности не позволяет осуществлять контроль за исполнением процесса	<ul style="list-style-type: none"> • Затягивание процесса интеграции; • отсутствие контроля за процессом приводит к его отрицательному результату; • снижение управляемости и прозрачности
Стратегические	Отсутствие у компании стратегии процесса СиП	<ul style="list-style-type: none"> • Высокие затраты на проведение реорганизации; • низкие темпы проведения реобразований; • непонимание цели
Культурные	Нарушение характерных для данной организации систем связей, взаимодействий и отношений, осуществляющихся в рамках конкретной предпринимательской деятельности	<ul style="list-style-type: none"> • Конфликты и трения в течение интеграции; • сопротивление эффективному объединению бизнеса; • уход сотрудников из компании
Финансовые	Незапланированное увеличение затрат на проведение процесса СиП. Отсутствие каналов финансирования данных затрат. Снижение капитализации объединенной компании	<ul style="list-style-type: none"> • Высокие убытки компании, не покрываемые доходами от деятельности интегрированного объединения; • увеличение налоговых отчислений объединенной компании; • увеличение расходов в виде платы за привлеченный капитал

Окончание табл. 2

1	2	3
Информационные	Отсутствие выбранного пути ИТ-интеграции	<ul style="list-style-type: none"> • Высокие издержки на процесс интеграции; • нарушение процесса обмена информацией, в результате неспособность принятия оперативных решений
Операционные	Неэффективное объединение звеньев производственного процесса; каналов доставки товаров/услуг; рисков	<ul style="list-style-type: none"> • Потеря части потребителей с утратой каналов реализации; • дискоординация производственного процесса; • убытки, связанные с ликвидацией какого-либо технологического звена интегрированной компании
Риски внешней среды	Изменения в тарифном, акционерном, налоговом, антимонопольном законодательстве в странах, компании которых осуществляют слияния или присоединения	<ul style="list-style-type: none"> • Ухудшение условий сделки, сказывающихся на финансовых результатах; • затягивание процесса СиП, что отражается на финансовых затратах и проявлении синергетического эффекта; • отмена сделки по СиП

Будучи по форме долгосрочными инвестициями сделки по СиП предполагают неопределенность и некий компромисс между риском и доходностью. В этой связи поиск критериев эффективности сделок по СиП осуществлялся нами в направлении выявления закономерностей инвестиционной привлекательности объединенной компании.

В ходе исследования инвестиционной природы СиП были выделены группы факторов, влияющие на увеличение денежного потока и выбор приемлемого уровня риска с точки зрения предпочтений инвестора, его собственного видения сделки, целей и возможностей повышения стоимости компании.

Во-первых, вероятность успеха СиП сильно зависит от эффективности основного бизнеса приобретающей компании. Компании, которые в своей деятельности демонстрируют финансовые результаты ниже среднеотраслевого уровня, добиваются меньших успехов, чем отраслевые лидеры. Компании-покупатели, чья рентабельность инвестированного капитала в течение пяти лет превышала среднеотраслевой уровень, чаще добиваются прироста цены акций после сделки, тогда как у отстающих компаний акции падают в цене [9, с. 46].

Во-вторых, большое влияние на исход сделки оказывают источники финансирования сделок. Исследования показали, что фирмы, специализирующиеся на выкупах за счет займа, продемонстрировали за 10-летний период доходность для акционеров более 35% [2].

В-третьих, наиболее успешными оказались сделки, когда приобретающие компании покупали более мелкие фирмы из смежных областей бизнеса [3]. Когда же компания-цель имела крупные размеры и принадлежала к несмежному бизнесу, доля успешных исходов составляла лишь 14%.

В-четвертых, эффект от проведения СиП имеет долгосрочный характер, так как затраты на проведение сделки осуществляются в определенный момент времени, а выгоды представляют собой некоторые ожидаемые величины в ограниченные промежутки времени в течение длительного периода [14].

В этой связи важным является приоритет долгосрочных ориентиров развития над стремлением извлечь краткосрочные выгоды. Усилия инвесторов должны быть направлены на повышение стратегической совместимости компании (стратегического соответствия), что увеличит вероятность реализации синергетического эффекта и повысит стратегическую привлекательность объекта. Стратегическое соответствие характеризует способность присоединяемой компании к соединению и долгосрочному совместному функционированию с приобретающей компанией. В такой постановке стратегическое соответствие отражает внутренний потенциал присоединения, способность генерировать стоимость в долгосрочной перспективе.

В-пятых, выявление специфических активов является важнейшим фактором формирования инвестиционного портфеля компании, а также непосредственной задачей для выявления и закрепления конкурентных преимуществ фирмы, снижения затрат, увеличения общей стоимости активов предприятия и разработки стратегии его развития и участия в сделках по слияниям и поглощениям. Актив определяется как специфичный, если его использование обеспечивает квазиренду, т.е. «превышение стоимости (актива) над доходом от его наилучшего альтернативного использования» [9, с. 45].

Таким образом, используя все возможности для оптимизации инвестиционного потенциала объединенной компании, инвесторы создают условия для привлечения капитала и максимизации дохода от его использования с минимальными для себя рисками, повышая в конечном счете инвестиционную привлекательность бизнеса.

Проект реальных инвестиций для предполагаемого поглощения включается в систему взаимодействия множества экономических, социальных процессов внешней среды как самостоятельный сложный системно-ориентированный объект. Определить потенциал и ограничения проекта невозможно без учета множества внешних и внутренних факторов. Подготовка инвестиционного проекта требует детального анализа и интегральной оценки всей технико-экономической и финансовой информации, определяющей параметры предполагаемого СиП. Управление проектом является многофакторным процессом и должно строиться на принципах системного подхода к анализу и принятию управленческих решений.

В условиях глобализации рынков и изменчивости экономической среды стоимость носит системный характер и является средством консолидации усилий компании и ресурсного потенциала для обеспечения ее конкурентоспособности и стратегической бизнес-устойчивости [10].

Имеются все основания полагать, что СиП на российском рынке способны создавать значительную стоимость. Как показывает практика, при успешном осуществлении сделок М&А возможен не только быстрый рост, выход на качественно новый уровень компании, но и возникновение новых отраслей.

Оценка целесообразности проведения М&А является одним из самых сложных видов анализа, так как обычно проводится в условиях недостатка информации и высокой неопределенности. Оценка потенциального эффекта от М&А тесно связана с оценкой стоимости объединенной компании.

В рамках данного исследования нами предложены ключевые показатели эффективности сделок по слиянию и поглощению, представленные в табл. 3.

Таблица 3

Ключевые показатели эффективности сделок по слиянию и поглощению

Типы эффективности сделок СиП	Ключевые системы создания стоимости	Ключевые показатели эффективности сделок СиП
Стратегическая эффективность	Разработка конкурентной стратегии	Показатели эффективности разработанной стратегии
	Проектные системы (инновационная, инвестиционная)	Показатели инновационной и инвестиционной привлекательности
Операционная эффективность	Процессные системы	Показатели эффективности управления бизнес-процессами
	Объектные системы	Показатели эффективности операционной деятельности
Финансовая эффективность	Объектные системы	Показатели эффективности финансовой деятельности
Управленческая эффективность	Институциональные системы	Соответствие организационной структуры (культуры) целям конкурентной стратегии

На заключительном этапе анализа необходимо оценить обобщающие ключевые показатели, такие как размер выгоды от М&А, вероятность достижения результата, время получения выгод.

Итак, принятие решения о целесообразности сделок по слиянию и поглощению базируется на прогнозе вероятности достижения численного значения некоего ключевого результирующего показателя, например «синергетической стоимости».

Точная оценка эффективности сделок дает бесспорные конкурентные преимущества за счет консолидации финансовых, научно-технических, трудовых и других ресурсов и реализации на этой основе синергетического эффекта.

Литература

1. Александров В. Глобальный рынок М&А: «развитые» отстают // Слияния и поглощения. 2010. № 3. С. 83–85.
2. Анслиндер П., Коупленд Т. Рост за счет поглощений. Стратегия роста / Пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. С. 65–88.
3. Бекье М. Путеводитель по слияниям // Вестник McKinsey. 2003. № 32(4). С. 5.
4. Владимирова И.Г. Слияния и поглощения компаний // Менеджмент в России и за рубежом. 1999. № 1. С. 27–48.
5. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Пер. с англ. 7-е изд. М.: Альпина Паблишер, 2011. С. 929–931.
6. Зайков А., Кривошапов О. М&А 2009: «общественная собственность» и корпоративные конфликты // Слияния и поглощения. 2010. № 1–2. С. 9–22.
7. Зыкова И.В., Сазонов П.М. Риски слияний и поглощений компаний: особенности и группировка // Безопасность бизнеса. 2011. № 1. С. 6–10.
8. Корсовский А.А. Слияния и поглощения: как добиться желаемого результата // Финансовые и бухгалтерские консультации. 2010. № 6. URL: http://www.fbk.ru/library/publishing_library/280379/573327/
9. Кудина М.В. Возможности роста компании за счет слияний и присоединений // Финансы и кредит. 2010. № 4 (388). С. 42–52.

10. Кудина М.В. Теория стоимости компании / М.В.Кудина. М.: Форум, ИНФРА-М, 2010. С. 4–5, 84–85.
11. Новиков А.В., Новикова И.Я. и др. Оценка инвестиционной стоимости компании / Отв. ред. М.В.Лычагин; Ин-т экономики и организации промышленного производства СО РАН, НГУЭиУ, НИИХ. Новосибирск: ИЭОПП СО РАН, 2009. С. 71.
12. Прахалад К., Хамел Г. Конкуренция за будущее. Создание рынков завтрашнего дня. М.: Олимп-Бизнес, 2005. С. 40.
13. Черкашина Т.А., Захарченко Е.С. Определение синергической стоимости предприятий при реструктуризации // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2011. № 35 (77). С. 40–46.
14. Шевченко И.В., Волков Ю.В. Проблемы оценки эффективности сделок слияний и поглощений в посткризисный период экономического развития России // Финансы и кредит. 2010. 30 (414). С. 11–16.
15. Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Пер. с англ. М.: Альпина Паблишер, 2004. С. 18.
16. Sirower Mark L. The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game (New York: The Free Press, 1997, 2000). P. 20, 29.
17. Mergers & Acquisitions Review, Fourth quarter 2008 // Thomson Reuters.
18. АК&М. Информационное агентство. URL: <http://www.akm.ru/rus/ma>
19. <http://www.rcb.ru/ol/2010-01/42080>
20. <http://www.ma-jurnal.ru> // Эксперты о рынке М&А и о роли журнала в его формировании // Слияния и поглощения. 2011. № 6 (100). С. 6.

Bibliography

1. Aleksandrov V. Global'nyj rynek M&A: «razvitye» otstajut // Slijanija i poglowenija. 2010. № 3. P. 83–85.
2. Anslinzher P., Kouplend T. Rost za schet poglowenij. Strategija rosta / Per. s angl. M.: Al'pina Biznes Buks, 2008. P. 65–88.
3. Bek'e M. Putevoditel' po slijanijam // Vestnik MsKinsey/ 2003. № 32(4). P. 5.
4. Vladimirova I.G. Slijanija i poglowenija kompanij // Menedzhment v Rossii i za rubezhom. 1999. № 1. P. 27–48.
5. Damodaran A. Investicionnaja ocenka: Instrumenty i metody ocenki ljubyh aktivov / Per. s angl. 7-e izd. M.: Al'pina Pablisher, 2011. P. 929–931.
6. Zajkov A., Krivoschapov O. M&A 2009: «obwestvennaja sobstvennost'» i korpkonflikty // Slijanija i poglowenija. 2010. № 1–2. P. 9–22.
7. Zyкова I.V., Sazonov P.M. Riski slijanij i poglowenij kompanij: osobennosti i gruppirovka // Bezopasnost' biznesa. 2011. № 1. P. 6–10.
8. Korsovskij A.A. Slijanija i poglowenija: kak dobit'sja zhelaemogo rezul'tata // Finansovyje i buhgalterskie konsul'tacii. 2010. № 6. URL: http://www.fbк.ru/library/publishing_library/280379/573327/
9. Kudina M.V. Vozmozhnosti rosta kompanii za schet slijanij i prisoedinenij // Finansy i kredit. 2010. № 4 (388). P. 42–52.
10. Kudina M.V. Teorija stoimosti kompanii. M.: Forum, INFRA-M, 2010. P. 4–5, 84–85.
11. Novikov A.V., Novikova I.Ja. i dr. Ocenka investicionnoj stoimosti kompanii / Otв. red. M.V. Lychagin; In-t jekonomiki i organizacii promyshlennogo proizvodstva SO RAN, NGUJeU, NINH. Novosibirsk: IJeOPP SO RAN, 2009. P. 71.
12. Prahalad K., Hamel G. Konkurencija za buduwee. Sozdanie rynekov zavtrashnego dnja. M.: Olimp-Biznes, 2005. P. 40.
13. Cherkashina T.A., Zaharchenko E.S. Opredelenie sinergicheskoy stoimosti predpriyatij pri restrukturizacii // Finansovaja analitika: problemy i reshenija. 2011. № 35 (77). P. 40–46.
14. Shevchenko I.V., Volkov Yu.V. Problemy ocenki jeffektivnosti sdelok slijanij i poglowenij v postkrizisnyj period jekonomicheskogo razvitija Rossii // Finansy i kredit. 2010. 30 (414). P. 11–16.

15. *Jevans Frjenk Ch., Bishop Djevid M.* Ocenka kompanij pri slijanijah i poglowenijah: Sozdanie stoimosti v chastnyh kompanijah / Per. s angl. M.: Al'pina Pablsher, 2004. P. 18.
16. *Sirower Mark L.* The Synergy Trap: How Companies Lose the Acguisition Game (New York: The Free Press, 1997, 2000). P. 20, 29.
17. Mergers & Acquisitions Review, Fourth quarter 2008 // Thomson Reuters.
18. AK&M. Informacionnoe agentstvo. URL: <http://www.akm.ru/rus/ma>
19. <http://www.rcb.ru/ol/2010-01/42080>
20. <http://www.ma-jurnal.ru> // Jeksperty o rynke M&A i o roli zhurnala v ego formirovanii // Slijanija i poglowenija 2011. № 6 (100). P. 6.