

*На правах рукописи*

**Джигоев Михаил Владимирович**

**РАЗВИТИЕ ИНСТРУМЕНТАРИЯ ОЦЕНКИ  
ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНТЕГРАЦИОННЫХ  
ПРОЦЕССОВ В ПРОМЫШЛЕННОСТИ**

08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством: экономика, организация и управление предприятиями, отраслями, комплексами (промышленность).

Автореферат  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Москва  
2012

Работа выполнена на кафедре «Экономика и антикризисное управление» ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации».

- Научный руководитель** кандидат экономических наук, доцент  
**Крюкова Ольга Георгиевна**
- Официальные оппоненты:** доктор экономических наук, профессор  
**Рагулина Юлия Вячеславовна**  
НОУ ВПО «Московская академия  
предпринимательства при Правительстве Москвы»,  
проректор по научной работе
- кандидат экономических наук, доцент  
**Моргунова Наталья Владимировна**  
ФГБОУ ВПО «Владимирский государственный  
университет имени Александра Григорьевича и  
Николая Григорьевича Столетовых», профессор  
кафедры «Менеджмент»
- Ведущая организация** **ФГБОУ ВПО «Российский университет  
дружбы народов»**

Защита состоится 12 декабря 2012г. в 12-00 часов на заседании диссертационного совета Д 505.001.05 на базе ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: Ленинградский проспект, д. 49, ауд. 214, Москва, 125993.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», по адресу: Ленинградский проспект, д. 49, кабинет 203, Москва, 125993.

Автореферат разослан 09 ноября 2012 года. Объявление о защите диссертации и автореферат диссертации 09 ноября 2012 года размещены на официальном сайте Высшей аттестационной комиссии при Министерстве образования и науки Российской Федерации по адресу <http://vak.ed.gov.ru> и на официальном сайте ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»: <http://www.fa.ru>

Ученый секретарь совета Д 505.001.05,  
д.э.н., профессор

Р.Н. Федосова

## **I. Общая характеристика работы**

### **Актуальность исследования**

Непременным условием сбалансированного функционирования промышленного предприятия является его неуклонное расширение; простое воспроизводство, как правило, весьма кратковременно, после чего наступает труднопреодолимое сокращение производства и спад. Этим можно объяснить постоянное создание новых предприятий в составе крупных фирм, покупку эффективных производств, что в интегрированной форме обеспечивает равномерное расширенное воспроизводство и предупреждение морального износа в осуществляемом процессе производства. Расширенное воспроизводство можно квалифицировать как условие экономической устойчивости промышленного предприятия.<sup>1</sup>

Высокая зависимость экономики от экспортных цен на сырьевые и полусырьевые продукты, существенное отставание темпов развития перерабатывающих отраслей, прежде всего, машиностроительных производств, отсталая технологическая база производства – как результат – низкая конкурентоспособность несырьевых секторов экономики, серьезные диспропорции в объемах внешнего и внутреннего финансирования экономического роста. Приток капитала из-за рубежа финансировал до 15% общего объема инвестиций в основной капитал<sup>2</sup>.

В Программе антикризисных мер Правительства Российской Федерации отмечается, что «России для выхода из кризиса и обеспечения долгосрочного устойчивого развития необходимо найти внутренние источники развития»<sup>3</sup>. Таким источником должна стать траектория инновационного роста, что определено в качестве важнейшей цели Концепции социально-экономического развития России до 2020 г.<sup>4</sup>

Для развития предприятий промышленности, перехода на инновационный путь развития необходимы значительные финансовые ресурсы, но их источники ограничены из-за низких объемов поступлений денежных средств от операционной деятельности, низкой капитализации бизнеса, ограниченного доступа к рынкам капитала. Многим предприятиям отечественной промышленности пришлось искать дополнительные источники привлечения финансовых ресурсов. В результате появилась необходимость и сложились возможности для осуществления интеграционных процессов, прежде всего, реализации сделок по слияниям предприятий.

Интеграционные процессы, прежде всего, сделки слияний и поглощений (M&A) позволяют увеличивать стоимость предприятий, следовательно, и их инвестиционную привлекательность, создавать эффективные бизнес–процессы, формировать уникальные

---

<sup>1</sup> Попов Р.А. Антикризисное управление. – М.: Высшая школа, 2006. С. 178.

<sup>2</sup> Набиуллина Э.С. Прогноз социально-экономического развития РФ на 2009 г. и плановый период 2010 и 2011 гг. М.: Минэкономразвития, август 2008 г.

<sup>3</sup> Сорокин Д.Е. Какой будет траектория развития экономики России? «Эффективное антикризисное управление» №1 (60), 2010г., С. 51.

<sup>4</sup> Программа антикризисных мер Правительства РФ на 2009 год // Российская газета. Федеральный выпуск. № 4872 от 20.03.2009г. <http://www.rg.ru/2009/03/20/programma-antikrisis-dok.html>

конкурентные преимущества, консолидируясь именно с тем предприятием, которое наилучшим образом подходит для этих целей, создавать условия для дальнейшего развития бизнеса.

Период с начала 2007 г. и до 2011 г. оказался непростым для осуществления сделок М&А. После двукратного падения в 2009 г. и последующей стабилизации рынок приблизился к пиковым значениям 2007-2008 гг. Согласно данным аналитического портала Mergers.ru, российский рынок М&А продолжает расти и в стоимостном выражении составил в 2011 году \$90,3 млрд. при 1070 завершенных сделках.<sup>5</sup>

Согласно исследованию КПМГ, доля успешных сделок М&А хотя и увеличилась за последние годы до 31 % (с 27 % в 2007 году), до сих пор остается крайне низкой.<sup>6</sup> Все больше руководителей предприятий признаются, что проведенные ими сделки по слиянию/поглощению в итоге привели к уменьшению стоимости предприятия. Говорить о достижении синергического эффекта в подобных ситуациях не приходится. В какой-то степени это связано с недостаточной разработкой методологических и прикладных аспектов этих процессов. В то же время для определенной части инвесторов кризис стал реальной возможностью поправить свое положение и вывести свой бизнес на новый уровень.

Возрастают требования к методике анализа интеграционных процессов, критериям, на основании которых определяется успешность сделки. Предприятиям приходится прилагать больше усилий, чтобы убедить заинтересованных лиц в перспективности интеграции.

Объективная целесообразность проведения интеграционных сделок в современных российских условиях, с одной стороны, и крайне низкая их эффективность – с другой, обуславливают актуальность данного исследования. Необходимо дальнейшее совершенствование инструментария оценки эффективности интеграционных процессов в промышленности, прежде всего, сделок слияний и поглощений (М&А).

### **Степень научной разработанности проблемы.**

Проблемы интеграции являются одними из самых актуальных в настоящее время. В таких объединениях многие исследователи видят один из путей выхода российской экономики из кризисного состояния. Такие выводы можно сделать по результатам изучения и обобщения исследований российских и зарубежных авторов, таких, как: С. Авдашева, В. Антонов, А. Амсен, С. Батчиков, И.Беляева, Ю. Винслав, С. Глазьев, В.Горшенин, В. Дементьев, Т.Долгопятова, Э. Доллан, А. Жданов, Б. Ерзнкян, В. Ивантер, И. Ичиро, Т. Келлер, Г. Клейнер, Г.Константинов, И. Корнеева, Д.Львов,

<sup>5</sup> Обзор аналитического портала Mergers.ru «М&А в России: Ожидаемые результаты и взаимные ожидания» [www.mergers.ru/market/process/review\\_95.html](http://www.mergers.ru/market/process/review_95.html).

<sup>6</sup> Международное исследование КПМГ «Новый старт: как заключать удачные сделки в трудные времена», 2011г. <http://www.kpmg.com/ru/ru/pages/default.aspx>.

М. Мильнер, А. Мовсесян, С. Могилевский, О. Осипенко, Я. Паппэ, Н. Псарева, А. Радыгин, Л. Русакова, Б. Смитиенко, Э. Уткин, В. Цветков, М. Эскиндаров, А. Яковлев, Е. Ясин и многих других.

Наиболее значительные работы, посвященные анализу процессов слияний и поглощений, а также факторов, влияющих на успешность сделки по интеграции, представлены трудами Р. Брейли, А.А. Бубенец, В. Хорна, Т.Дж. Галпина, С.В. Гвардина, П.А. Гохана, Д.А. Ендовицкого, Н.Б. Рудык.

С позиций экономической теории проблемы интеграции как фактора внешнего развития предприятий рассматривали А. Смит, А. Маршалл, Д. Рикардо, Д. Грейм, М.Н. Клемент, С. Майерс, М. Портер, О. Уильямсон, Р. Пиндайк, Р.Г. Фаулер, Р. Коуз, С.Р. Хиггинс.

Среди ученых, исследовавших преимущества и недостатки слияний и поглощений российских предприятий с позиций теории антикризисного управления, можно выделить И.А. Бланка, М.А. Федотову, С.Е. Кована, А.Н. Ряховскую, Л.П. Мокрову.

Проблемы в области оценки и управления стоимостью рассматривали Д. М. Бишоп, С.В. Валдайцев, А.Г. Грязнова, Т.В. Крамин, Т.А. Молиборг, Д. Хардинг.

Отмечая большой вклад отмеченных ученых в развитие проблем интеграции, тем не менее, следует заметить, что такие важнейшие аспекты интеграционных процессов, как аналитическое обоснование их целесообразности, эффективности, исследование их ключевых преимуществ при объединении отечественных промышленных предприятий, использование методик комплексной оценки эффективности слияния / поглощения, а также совершенствование интеграционных процессов в системе управления промышленных предприятий, недостаточно глубоко освещены в экономической литературе. Актуальность и недостаточная разработанность указанных проблем определили выбор цели и задач диссертационного исследования.

#### **Цель исследования.**

Целью диссертационного исследования является совершенствование методического обеспечения интеграционных процессов в промышленности.

В соответствии с целью исследования в диссертации были поставлены и решены следующие задачи:

1. Конкретизировать экономическую сущность и раскрыть специфику сделок слияний и поглощений, выступающих в качестве базисной составляющей интеграционных процессов предприятий российского промышленного сектора;
2. Выявить стратегические преимущества механизма слияния и поглощения;
3. Расширить систему показателей финансовой диагностики и оценки эффективности слияния / поглощения промышленных предприятий;
4. Сформировать на основе комплементарного подхода методику оценки

эффективности интеграционных процессов и на основе данной методики провести предынтеграционный анализ слияния (поглощения) реально действующих российских предприятий;

5. Разработать рекомендации по совершенствованию организационно-экономического механизма слияний и поглощений.

**Объект исследования** – промышленные предприятия на предынтеграционном этапе слияния (поглощения).

**Предмет исследования** – методический аппарат обеспечения процессов слияний и поглощений в промышленности.

**Теоретической и методологической основой исследования** послужили фундаментальные труды отечественных и зарубежных ученых в области реструктуризации, интеграции промышленных предприятий, в т.ч. слияний и поглощений; антикризисного управления и оценки бизнеса, управления стоимостью, результатами деятельности, анализа эффективности. Объективность и достоверность положений и выводов исследования обеспечиваются совокупностью используемых инструментов и научных методов – системного, сравнительного и экономико-статистического анализа, синтеза, моделирования и абстрагирования.

**Информационной базой диссертационного исследования** являются исследования отечественных и зарубежных ученых и специалистов, сведения федеральной и территориальной статистики, законодательные акты и нормативно-правовые акты министерств и ведомств РФ, публикации научной и периодической печати, электронные источники информации, материалы и рекомендации международных семинаров и научно-практических конференций, пресс-релизы и сайты компаний.

**Научная новизна исследования** заключается в теоретическом обосновании и методическом обеспечении интеграционных процессов в промышленности.

Новыми являются следующие научные результаты:

1. Конкретизирована экономическая сущность и раскрыта специфика сделок слияний и поглощений, выступающих в качестве базисной составляющей интеграционных процессов предприятий российского промышленного сектора. Использование интеграционных механизмов подразумевает не только выход промышленного предприятия из кризиса, это и обеспечение непрерывности производственного процесса, бизнеса в целом, создание условий для его дальнейшего развития. Преимущество авторского подхода состоит в том, что полученные на его основе результаты более детально характеризуют сущность, особенности, цели и задачи подобных видов сделок, позволяют учесть способы и методы, путем которых происходит подобное объединение, а также комплексно оценить изменения, происходящие с объединяемыми предприятиями в результате интеграции.

2. Выявлены стратегические преимущества механизма слияния и поглощения, реализация которых позволяет не только нивелировать кризисные ситуации, но и повысить эффективность финансово-хозяйственной деятельности промышленного предприятия. Доказано, что стратегической целью интеграции является достижение данных преимуществ.
3. Расширена система показателей финансовой диагностики и оценки эффективности слияния / поглощения промышленных предприятий. Представленная система показателей построена в рамках теории антикризисного управления предприятиями, она важна в качестве основы для оценки эффективности деятельности промышленного предприятия и выбора оптимальной стратегии дальнейшего развития. Данная система показателей обеспечивает повышение качества анализа эффективности интеграционных процессов промышленных предприятий, позволяет принимать взвешенные решения относительно целесообразности проведения сделки M&A (на прединтеграционном этапе сделки) либо относительно ее фактической эффективности (на постинтеграционном этапе), является основой предлагаемой методики оценки эффективности интеграции.
4. На основе комплементарного подхода сформирована методика оценки эффективности интеграционных процессов, апробирована при проведении прединтеграционного анализа слияния (поглощения) реально действующих российских предприятий.
5. Разработаны и научно обоснованы рекомендации по совершенствованию организационно-экономического механизма слияний и поглощений. Предложенные направления основаны на приоритете долгосрочных ориентиров развития (а не стремлении извлечь краткосрочные выгоды), который должен соблюдаться руководством объединяемых промышленных предприятий.

#### **Область исследования.**

Содержание диссертации и выносимые на защиту научные результаты соответствуют п. 1.1.17 «Теоретические и методологические основы мониторинга развития экономических систем народного хозяйства»; п.1.1.28 «Проблемы реструктуризации отраслей и предприятий промышленности» Паспорта специальности 08.00.05 - Экономика и управление народным хозяйством: экономика, организация и управление предприятиями, отраслями, комплексами (промышленность) (экономические науки).

**Практическая значимость результатов исследования.** Основные положения, выводы и рекомендации диссертации направлены на развитие интеграционных процессов с целью расширения бизнеса, повышения его устойчивости и конкурентоспособности.

Разработанные в диссертации рекомендации по оценке эффективности

интеграционных процессов и повышению эффективности сделок слияний и поглощений позволяют сочетать интересы различных сторон.

Основные теоретические положения и материалы диссертации могут использоваться в учебном процессе в рамках курсов «Экономика фирмы», «Теоретические основы антикризисного управления», магистерских программ «Управление инновациями и предпринимательство», «Управление финансовой устойчивостью компаний».

#### **Апробация результатов исследования.**

Основные положения и результаты диссертационного исследования докладывались, обсуждались и получили положительную оценку на: II Международном научном студенческом конгрессе: «Слияния и поглощения как инструмент антикризисного управления» (Москва, Финансовый университет, 2011г.); Круглый стол в рамках Международной школы молодых исследователей (ISYR) - «Летняя академия - 2010»: «Антикризисное бизнес-регулирование - необходимое условие развития экономики» (Москва, Финансовый университет, 2010 г.);

Указанные результаты, выводы и основные положения диссертации используются в практической работе Управления реструктуризации ООО «СпецМонолитСтрой» и служат методологической составляющей развития финансово-хозяйственной деятельности, позволяющей существенно повысить эффективность интеграционных процессов в промышленной отрасли, снизить риски наступления финансово-экономического кризиса и предотвратить стратегические ошибки в развитии бизнеса.

Результаты исследования используются кафедрой «Экономика и антикризисное управление» ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в преподавании учебных дисциплин «Стратегические альянсы в бизнесе» и «Теория антикризисного управления предприятиями».

Внедрение результатов исследования подтверждено соответствующими документами.

**Публикации.** Результаты диссертационного исследования опубликованы в 5 научных работах общим объемом 2,22 п.л. (весь объем авторский), в т.ч. четыре работы авторским объемом 1,72 п.л. в журналах, определенных ВАК Минобрнауки России.

**Структура и объем работы.** Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка литературы (134 источника) и 9 приложений. Объем основной части диссертации составляет 176 страниц машинописного текста, содержит 15 таблиц, 3 диаграммы.



## II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

**Во введении** обоснована актуальность темы исследования, определены цели, задачи, объект и предмет исследования, сформулирована научная новизна, показана практическая значимость результатов работы.

В первой главе – **«Теоретическое обоснование интеграционных процессов российских промышленных предприятий»** конкретизирована экономическая сущность сделок M&A, предложены авторские определения понятий слияние и поглощение, классификация способов интеграции, исследованы внешние и внутренние факторы, влияющие на цели, задачи, способы, характер и динамику соответствующих процессов; выявлены ключевые преимущества интеграционных процессов как стратегии развития российских промышленных предприятий; выявлено положительное значение интеграционных процессов в развитии российского промышленного сектора.

Проанализировав разрешенные российским законодательством формы реорганизации, можно утверждать, что при присоединении, разделении, выделении и слиянии компаний происходит изменение активов предприятия. Следовательно, эти четыре формы реорганизации акционерного общества одновременно являются формами реструктуризации компании.

Существуют различные точки зрения на цели и задачи интеграции. Мы согласны с позицией, в соответствии с которой слияние и поглощение представляют собой часть глобальной стратегии развития предприятия, а также форму его реорганизации, направленной на повышение стоимости бизнеса. Это неперемнная составляющая в определении экономической сущности указанных процессов. Однако наряду с данными обстоятельствами M&A, несомненно, могут и должны приносить определенные выгоды, в том числе и финансовые, для собственников и участников объединяемого бизнеса. С этой точки зрения, слияние и поглощение целесообразно рассматривать как определенное инвестиционное решение, направленное на получение финансовых выгод. Именно такой комплексный подход наиболее полно отражает экономическое содержание и назначение данных интеграционных процессов, а соответственно, и возможности их использования в той или иной экономической ситуации.

Помимо этого, необходимо обратить внимание на то, что слияние и поглощение различаются между собой лишь юридическим статусом преобразованного в результате реорганизации предприятия (в первом случае оно получает новый юридический статус, а во втором – сохраняет юридический статус одного из объединяемых предприятий). Имущество (активы) и собственный капитал при этих формах реорганизации у объединившихся предприятий остаются одинаковыми по своим размерам. Следовательно, с позиций антикризисного управления эти две формы можно считать

идентичными – различия при их объединении носят только организационно-правовой характер.

В рамках данного исследования механизм слияний и поглощений рассматривается исключительно с экономических позиций, а именно с позиций ожидаемых финансово-экономических результатов. Поэтому в рамках данной работы предлагается отождествлять понятия «слияние» и «поглощение».

На основе анализа существующих в научной литературе точек зрения на определение категорий «слияние» и «поглощение» предложен следующий авторский подход:

✓ Слияние и поглощение, с одной стороны, представляют собой форму реорганизации предприятия, направленную на достижение и решение стратегических целей и задач, ориентированных на динамичное поступательное развитие, повышение стоимости и эффективности бизнеса, с другой стороны – это инвестиционное решение, направленное, прежде всего, на достижение финансового эффекта (прибыли) за счет использования интеграционных механизмов.

Именно подобный комплексный подход к определению сущности M&A принят в качестве основы проводимого исследования интеграционных инструментов и применяется в дальнейшем уже в системе управления промышленными предприятиями. Преимущество данного подхода состоит в том, что он более детально характеризует сущность, особенности, цели и задачи подобных видов сделок, позволяет учесть способы и методы, путем которых происходит подобное объединение, а также более комплексно оценить изменения, происходящие с объединяемыми предприятиями в результате интеграции.

На основе анализа существующих целей и задач интеграции предлагается следующая классификация способов интеграций промышленных предприятий:

- жесткая. В данном случае интеграция проходит в форме полного слияния/поглощения промышленного предприятия;
- умеренная. Происходит получение корпоративного контроля через механизм покупки контрольного пакета акций (долей);
- мягкая. Объединение происходит ради достижения стратегических целей на основе договора; без организационно–правовых изменений.

Данная классификация в отличие от рассмотренных ранее классификаций отражает относительно новые для российских промышленных предприятий корпоративные механизмы развития бизнеса, дополняет классификацию, предложенную П.П. Лапшиным и А.Е. Хачатуровым. Основное внимание в данной классификации уделено механизму объединения.

В ходе исследования сделок M&A установлено, что процесс интеграции – сложное, многомерное явление, в каждом конкретном случае уникальное. Он

формируется под воздействием внешних и внутренних факторов.

Внешние факторы можно отнести к трем уровням:

Макроуровень:

- общее состояние экономики;
- уровень развития финансовой сферы деятельности государства, ее институциональной среды;
- уровень инфляции (диспропорция спроса и предложения);
- уровень развития кредитной системы страны<sup>7</sup>;
- административные барьеры.

Мезоуровень:

- степень развития отрасли, уровень конкуренции, существующей в ней;
- барьеры входа в отрасль.

Микроуровень:

- структура производственной цепочки;
- специфика производства с позиции таких параметров, как уникального сырья.

Однако оценки только внешних факторов при разработке теоретико-методологической базы анализа процессов слияний и поглощений недостаточно. Особого внимания заслуживает группа внутренних факторов, которые оказывают существенное влияние на результаты сделок М&А. Среди основных внутренних факторов предлагается выделять:

- финансовое состояние предприятия (и потенциального приобретателя, и цели) с позиций кредитоспособности, финансовой устойчивости;
- состояние имущественного комплекса предприятия (прежде всего производственных фондов);
- тип производства;
- активность и заинтересованность собственника в управлении предприятием;
- состояние внутреннего контроля на предприятии;
- профессионализм работников;
- положительная динамика котировок акций;
- технологические возможности, инновационность производства, преимущества перед конкурентами;
- территориальное расположение предприятия относительно крупных промышленных, финансовых центров, источников сырья, населенных пунктов.

Анализ воздействия внешних и внутренних факторов играет важную роль в оценке эффективности интеграционных процессов, именно их влияние создает

---

<sup>7</sup> Струченкова Т.В. Движение капитала в условиях финансовой глобализации // Банковское дело. 2004. № 1. С. 25–27.

предпосылки, определяет современные особенности и преимущества применения интеграционных механизмов, обуславливает результат, успешность использования интеграционных инструментов для решения стратегических целей и задач промышленного предприятия, повышения его конкурентоспособности и финансовой устойчивости кризисным воздействиям.

Особое значение и актуальность интеграционные процессы приобретают в кризисных ситуациях, посткризисной экономике. Сделки M&A можно рассматривать как инструмент управления, который оказывает позитивное влияние на российский промышленный сектор:

- является индикатором промышленного развития страны, а структура подобных сделок отражает характерные черты современного промышленного развития;
- служит инструментом формирования класса эффективных собственников промышленных предприятий;
- формирует крупных игроков мирового уровня, способных противостоять экспансии зарубежных промышленных предприятий на российский рынок;
- способствует повышению конкурентоспособности национальной промышленности;
- создает условия для внедрения прогрессивных технологий и разработок, что способствует инновационному развитию промышленных предприятий, реализации крупных инвестиционных программ в направлениях, приоритетных для всей отечественной промышленности;
- предполагает привлечение квалифицированных трудовых ресурсов;
- обеспечивает рост налоговых поступлений за счет увеличения масштабов деятельности промышленных предприятий, что увеличивает возможности государственной поддержки промышленной индустрии;
- способствует повышению качества ведения бизнеса (в том числе общего уровня менеджмента и прозрачности бизнеса);

Следует особо подчеркнуть, что использование интеграционных процессов подразумевает не только выход промышленного предприятия из кризиса, но и обеспечение непрерывности производственного процесса, бизнеса в целом, создание условий для его дальнейшего развития. С этих позиций интеграция представляет собой механизм обеспечения стабильного и непрерывного функционирования промышленного предприятия, выполнения комплекса соответствующих мер, направленных на предупреждение и прогнозирование кризисов, реализацию мероприятий превентивного характера, применение особых антикризисных технологий при проведении профилактических мероприятий, своевременное предупреждение и распознавание

кризисных явлений<sup>8</sup>.

В данной работе исследованы и обоснованы преимущества сделок слияний и поглощений в качестве инструмента интеграции промышленных предприятий, позволяющего не только нивелировать кризисные ситуации, но и повышать эффективность финансово-хозяйственной деятельности промышленного предприятия (рисунок 1). Данные преимущества можно назвать стратегическими целями проведения интеграции.



Рисунок 1. Основные стратегические преимущества M&A промышленных предприятий в РФ.

Таким образом, слияния и поглощения предполагают разнообразные преимущества. Промышленное предприятие в современных российских условиях может выбрать для себя наиболее подходящую стратегию с минимальными потерями. Для выбора наилучшего варианта необходимо тщательное исследование не только состояния предприятия, но и влияние внутренних и внешних факторов, а также учет возможных вариантов развития. В конечном счете, именно на основе всестороннего анализа и обоснования возможностей получения тех или иных преимуществ должно приниматься взвешенное решение о необходимости или актуальности использования

<sup>8</sup> Ряховская А.Н. Трансформация антикризисного управления в антикризисное бизнес-регулирование // Эффективное антикризисное управление. Научно-практический журнал. – М.: «Экономика и практика», 2011. № 2. С. 102-107.

соответствующих форм интеграции.

Во второй главе – **«Разработка методологической основы оценки эффективности интеграции промышленных предприятий в условиях кризиса»** – разработана и предложена методика анализа промышленных предприятий при интеграции; сформирована и обоснована система показателей, необходимая для проведения финансовой диагностики предприятий – участников М&А. С целью совершенствования процесса финансовой диагностики представленную систему показателей предложено дополнить следующими показателями: коэффициент финансовой устойчивости, коэффициент маневренности, балансовая стоимость одной акции, чистая прибыль на одну обыкновенную акцию, текущая норма доходности, дивидендная норма доходности. Сформирована и обоснована система показателей, необходимая для оценки эффективности интеграции промышленных предприятий. С целью совершенствования оценки эффективности М&А представленную систему показателей предложено дополнить следующими показателями: максимальная премия к цене сделки, оптимальная премия к цене сделки, затратоемкость объединения, модифицированная экономическая добавленная стоимость, премия к финансовому риску предприятия–поглотителя. Предложена методика оценки эффективности слияния / поглощения, потенциальных результатов интеграции в современных экономических условиях, выявлены ее основные преимущества.

В любых экономических условиях, на любой фазе экономического цикла процесс управления должен содержать элементы антикризисного управления. Содержание антикризисного управления, его роль в системе управления могут меняться в зависимости от стадии развития экономического субъекта. Необходимость применения антикризисных технологий различными субъектами в стабильных условиях рыночной экономики обусловлена наличием жесткой конкуренции как на внутреннем, так и на внешнем рынках.<sup>9</sup>

Практика призывает, что наличие интегрированных структур смягчает кризисные процессы во входящих в них производственных предприятиях. И напротив, даже довольно крупные (с численностью персонала 5-10 тыс. человек) разрозненные (разобщенные) промышленные фирмы претерпевают острые кризисные процессы (кратные сокращения объемов сбыта и численности персонала, катастрофически высокие задолженности по платежам и др.). Это указывает на необходимость активизации интеграционных процессов в российской промышленности.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Ряховская А.Н. Трансформация антикризисного управления в антикризисное бизнес-регулирование // Эффективное антикризисное управление. Научно-практический журнал. – СПб.: «Экономика: наука и практика», 2011. № 2. С. 102-107.

<sup>10</sup> Попов Р.А. Антикризисное управление. М.: «Высшая школа», 2006. С. 179-180.

В условиях современной нестабильной экономической конъюнктуры, а также влияния кризисных факторов, поставивших российские промышленные предприятия в очень сложное положение, конечной целью интеграции должно стать быстрое становление нового сильного предприятия, выход из кризисных ситуаций, обновление бизнеса, переход на новый жизненный цикл предприятия. Руководству предприятия необходимо реализовать целый комплекс антикризисных мер, направленных на успешное проведение всех интеграционных процедур, начиная от прединтеграционной подготовки предприятий и заканчивая постинтеграционным контролем финансово-хозяйственной деятельности интегрированной структуры. Особо акцентируем внимание, что именно от эффективности реализации поставленных задач напрямую будет зависеть эффективность всего интеграционного процесса промышленных предприятий, а соответственно, и дальнейшие его перспективы.

Антикризисные стратегии промышленного предприятия существенным образом отличаются от обычных. Это объясняется их весьма высоким динамизмом, ресурсной жесткостью и повышенной результативностью как в позитивном плане, так и в негативном. Принятие интеграционных решений в границах антикризисного управления предполагает необходимость строгой выверенности действий, основанной на глубоком анализе динамического состояния промышленного предприятия. Это обусловлено высокой изменчивостью системы в зависимости от относительно малых градиентов приращения управленческих усилий.<sup>11</sup>

Основываясь на соответствующих подходах, считаем, что процесс управления интеграционными процессами промышленных предприятий должен состоять из следующих основных этапов:

- I. Формулировка финансовых целей и задач, решаемых в процессе интеграции предприятия;
- II. Финансовая диагностика предприятия–партнера по интеграции;
- III. Разработка финансового механизма обеспечения интеграции предприятия;
- IV. Выбор формы финансирования процесса интеграции;
- V. Оценка эффективности интеграции;
- VI. Подготовка финансового раздела проекта (бизнес–плана) и программы интеграции;
- VII. Реализация мероприятий финансового раздела программы интеграции;
- VIII. Контроль реализации мероприятий финансового раздела программы интеграции.

Предлагаемый подход к построению процесса управления промышленным

---

<sup>11</sup> Попов Р.А. Антикризисное управление. М.: «Высшая школа», 2006. С. 183.

предприятием при его интеграции направлен на эффективное проведение процедуры объединения, позволяет рассматривать все аспекты сделки между участвующими сторонами комплексно и системно. Использование методов антикризисного управления, на наш взгляд, позволяет повысить качество анализа и, соответственно, эффективность сделки M&A.

Интеграцию промышленных предприятий необходимо рассматривать как совместный инвестиционный проект предприятий – участников сделки, обеспечивающий прирост их рыночной стоимости после консолидации. Такой подход позволяет применять для оценки эффективности интеграции промышленных предприятий те же методы и показатели, которые используются при оценке эффективности реальных инвестиционных проектов.

Выявлены и предложены факторы, определяющие систему показателей интеграционного анализа:

- направление интеграции;
- размер предприятий – участников интеграции;
- цели интеграции.

В число постоянных целей финансовой диагностики промышленного предприятия входят оценка и прогнозирование возможности его вхождения в кризисное состояние. При равновесном функционировании предприятия такая цель носит в основном прогностно-аналитический характер, а на этапе кризиса приобретает черты ограниченной по срокам, а зачастую и краткосрочной стратегии.<sup>12</sup>

В данном исследовании разработана и обоснована система показателей финансовой диагностики промышленных предприятий – участников сделки M&A. В ее основе – показатели внешнего финансового анализа, наиболее часто используемые для финансового анализа объединяемых промышленных предприятий, как неплатежеспособных, так и платежеспособных, в целях оценки угроз потери платежеспособности. Показатели внешнего финансового анализа базируются на данных финансовой отчетности, используются в том числе для оценки инвестиционной привлекательности предприятия–цели и носят ретроспективный характер.

В экономическом анализе слияний и поглощений отсутствует понятие эталонной системы показателей, все зависит от характера, направления и вида интеграции. В рамках данного исследования предложена «базовая» модель, которую можно модифицировать в зависимости от особенностей сделки, информационного обеспечения, целей и задач интеграции, уровня рисков и т.д. В рамках данного

---

<sup>12</sup> Попов Р.А. Антикризисное управление. М.: «Высшая школа», 2006. С. 188.



исследования были введены дополнительные показатели, направленные на более полное и обоснованное построение системы показателей финансовой диагностики промышленных предприятий – участников интеграции.

С целью совершенствования процесса финансовой диагностики представленную «базовую» систему показателей предложено дополнить следующими показателями: коэффициент финансовой устойчивости, коэффициент маневренности, балансовая стоимость одной акции, чистая прибыль на одну обыкновенную акцию, текущая норма доходности, дивидендная норма доходности.

Представленная система показателей построена в рамках теории антикризисного управления предприятиями и позволяет оценить финансовое состояние промышленного предприятия в динамике, она важна в качестве основы для оценки эффективности деятельности промышленного предприятия и выбора оптимальной стратегии дальнейшего развития.

Предложенная система показателей финансовой диагностики в наибольшей степени эффективна на прединтеграционном этапе экономического анализа слияния / поглощения. По итогам ее проведения можно сделать обоснованный и взвешенный вывод относительно перспективности подобной интеграции, ее привлекательности для стратегического развития бизнеса.<sup>13</sup>

Одна из главных конечных целей сделок слияния/поглощения промышленных предприятий – достижение синергического эффекта, то есть в результате объединения двух или более предприятий образуется одно, характеризующееся более высокими показателями эффективности деятельности.

Специфика слияний и поглощений промышленных предприятий состоит в дополнительных по сравнению с покупкой простого актива параметрах сделки, которые необходимо учитывать при прогнозировании чистых денежных поступлений от интеграции:

- поступления, связанные с синергией от интеграции;
- расходы на организацию сделки;
- расходы, связанные с интеграцией промышленных предприятий после объединения.

Важным моментом в экономическом анализе слияний и поглощений промышленных предприятий является выбор ставки дисконтирования. Согласно общепринятым принципам корпоративных финансов, считается, что стоимость

---

<sup>13</sup> Джиоев М.В. Совершенствование системы показателей экономического анализа М&А // Эффективное антикризисное управление. Научно-практический журнал. СПб.: «Экономика: наука и практика», 2011. № 5. С. 98-102.

привлекаемого для инвестиций капитала – это требуемый инвесторами размер доходности инвестируемого проекта. Как минимум, стоимость капитала должна равняться доходности, которая может быть получена от инвестиции с эквивалентным риском, эту ставку также называют барьерной.

Превалируют два подхода при выборе ставки дисконтирования, используемой для оценки приобретаемого предприятия: средневзвешенная цена капитала WACC или барьерная ставка. Суть расхождения заключается в том, нужно ли брать в качестве дисконтирования WACC приобретаемого предприятия или приобретающего. Несмотря на то, что последняя версия имеет слабую теоретическую поддержку, ее чаще используют на практике. Когда используется барьерная ставка приобретателя со значением ниже, чем WACC приобретаемого предприятия, приобретатель заключает сделку с более высокой степенью риска денежных потоков, чем риск, соответствующий ее собственной WACC. Наоборот, когда барьерная ставка приобретающего предприятия выше WACC приобретаемого, покупатель может переоценить прогнозируемый синергический эффект вследствие занижения стоимости приобретаемого предприятия.

В рамках данного исследования при анализе эффективности сделки слияния/поглощения российских промышленных предприятий предлагается использовать метод дисконтирования денежных потоков (DCF), который базируется на одной из фундаментальных основ корпоративных финансов: стоимость активов сегодня – это текущая стоимость денежных потоков, которые будут получены от этих активов в течение их экономической жизни, дисконтированных по определенной ставке, соответствующей рискам этого предприятия.

Ключевой момент в определении текущей стоимости предприятия – выбор ставки дисконтирования. На сегодняшний день отсутствует единая точка зрения относительно того, какой показатель следует выбирать в качестве данной ставки (обзор методик широко освещен в работах К. Феррис, Б. Пешеро Пети<sup>14</sup>). В практике анализа эффективности слияний и поглощений промышленных предприятий при использовании метода DCF применяют два подхода к определению ставки дисконтирования, используемой для оценки приобретаемого предприятия: WACC (средневзвешенная стоимость капитала) приобретаемого предприятия и WACC приобретающего предприятия (барьерная ставка). Сравнительная характеристика этих подходов представлена в следующей таблице.

---

<sup>14</sup> Феррис К. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении / К. Феррис, Б.Пешеро Пети. М.; СПб.; Киев: Вильямс, 2005.

Таблица 1.

Сравнительная характеристика альтернативных подходов в выборе ставки дисконтирования при определении PV приобретаемого предприятия.

Ставка дисконтирования	Достоинство подхода	Недостаток подхода
WACC приобретаемого предприятия	Наиболее точно отражает средний риск приобретения. На ее базе оценивается PV акций на рынке капитала	По мнению инвесторов, следует использовать только WACC приобретающего предприятия, поскольку добавочная стоимость для акционеров может быть создана только в случае, если их капитал инвестируется с доходностью не ниже доходности их собственного капитала
WACC приобретающего предприятия (барьерная ставка)	Представляет собой крайнее значение доходности, с точки зрения инвестора	Попытка инвестировать в недооцененные активы. Однако если WACC приобретателя выше WACC предприятия–цели, то риск денежных потоков возрастает. PV предприятия–цели может оказаться занижена, синергический эффект завышен. Если WACC приобретателя ниже WACC предприятия–цели, то наоборот. Показатель синергии занижается

Анализ данных таблицы 1 позволяет сделать вывод о том, что оба подхода к выбору ставки дисконтирования имеют свои достоинства и недостатки.

На сегодняшний день основной, наиболее распространенной является точка зрения, что более обоснованным является дисконтирование денежных потоков предприятий – каждого по своей ставке, то есть WACC приобретающего предприятия – для его денежных потоков; WACC приобретаемого предприятия – для его денежных потоков<sup>15</sup>. Такой подход позволяет учесть средние риски каждого из участников M&A, избежать завышения (занижения) стоимости приобретаемого предприятия, а следовательно, и синергического эффекта. При этом инвесторы придерживаются позиции, что целесообразно использовать WACC только приобретающего предприятия. В работе сделана попытка реализовать оба подхода, для того чтобы выявить и сравнить разницу в полученных результатах.

<sup>15</sup> Ендовицкий Д.А. Экономический анализ слияний и поглощений компаний: научное издание / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева. – М.: КНОРУС, 2010. С. 263–270..

В рамках разработки и обоснования системы показателей оценки эффективности сделки слияния / поглощения промышленных предприятий предложено включить в нее следующие показатели:

- синергический эффект;
- текущая стоимость предприятия;
- ставка дисконтирования;
- стоимость привлечения акционерного капитала (цена собственного капитала), рассчитываемая по методике CAPM;
- максимальная премия к цене сделки;
- оптимальная премия к цене сделки;
- затратно-экономическая экономия объединения;
- модифицированная экономическая добавленная стоимость (для предприятия–поглотителя);
- премия к финансовому риску предприятия–поглотителя;
- чистая приведенная стоимость слияния предприятий.

Предложенная система показателей совершенствует качественную составляющую анализа эффективности интеграционных процессов промышленных предприятий, позволяет принимать взвешенные решения относительно целесообразности проведения сделки М&А (на прединтеграционном этапе сделки) либо относительно ее фактической эффективности (на постинтеграционном этапе), является основой предлагаемой методики оценки эффективности интеграции.

Анализ эффективности М&А основан на сравнении выгод и издержек от проведения интеграции, т. е. в самом общем виде данный подход может быть выражен формулой

$$\mathcal{E}_{\text{M\&A}} = \text{Выгоды}_{\text{M\&A}} - \text{Издержки}_{\text{M\&A}}, \quad (1)$$

где  $\mathcal{E}_{\text{M\&A}}$  – экономическая эффективность сделки слияния/поглощения;

Выгоды<sub>М&А</sub> – преимущества, получаемые от интеграции предприятий в форме слияния/поглощения

Издержки<sub>М&А</sub> – затраты, связанные с интеграцией предприятий в форме слияния/поглощения.<sup>16</sup>

То есть интеграция промышленных предприятий оценивается положительно в том случае, когда выгоды от ее проведения (например, экономические, социальные, экологические) превосходят величину издержек, связанных с проведением М&А. Если же расчетный эффект от проведения интеграции предприятий не будет положительным ( $\mathcal{E}_{\text{M\&A}} \leq 0$ ), ожидаемые результаты достигнуты не будут, а соответственно, объединение

<sup>16</sup> Бочаров В.В. Практикум по экономическому анализу в коммерческих организациях / В.П. Бочаров, Л.И. Гусева. Воронеж: Изд-во Воронежского государственного университета, 2010.

предприятий является нецелесообразным.

Существует несколько подходов к формированию информационной базы анализа эффективности интеграции промышленных предприятий: можно использовать ретроспективные данные по обоим предприятиям (что соответствует концепции затратного подхода к оценке стоимости предприятия) либо взять за основу перспективные данные (концепция доходного подхода)<sup>17</sup>. В первом и во втором случае недостаток – вероятность искажения результатов. В рамках решения этого вопроса в работе используется практика проведения анализа на основе дисконтирования денежных потоков, генерируемых предприятиями – участниками М&А (перспективный анализ), поскольку решение об интеграции является стратегическим, ориентированным на будущее. При этом, следует отметить, позиция сторонников первого подхода в условиях российской действительности также является обоснованной (учитывая высокую неопределенность будущей экономической конъюнктуры в нашей стране, отсутствие стабильности), но высокий уровень инфляции, а также непринятие к учету в статическом анализе перспектив развития предприятий отрицательно сказываются на достоверности полученных в ходе ретроспективного анализа данных. Данные подходы применяются прежде всего к оценке стоимости предприятия. Эта информация является основной для аналитика М&А, поскольку на ее базе осуществляется расчет эффективности сделок слияния/поглощения показателя, который, как было отмечено нами ранее, на предынтеграционном этапе М&А используется и в оценке инвестиционной привлекательности приобретаемого предприятия.

В работе предлагается следующий базовый алгоритм анализа эффективности сделок по слиянию/поглощению промышленных предприятий, основанный на представленной в работе системе показателей оценки эффективности сделок М&А.

1. Определение эффекта синергии.
  - 1.1. Выбор ставки дисконтирования.
  - 1.2. Дисконтирование денежных потоков по ставке WACC.
  - 1.3. Расчет текущей рыночной стоимости предприятий.
  - 1.4. Расчет  $PV_{A+B}$  без учета синергии.
  - 1.5. Расчет  $PV_{A+B}$  с учетом синергии.
2. Определение эффективности М&А промышленных предприятий на основе разработанных показателей.

Показатели прогнозируемого эффекта и эффективности могут быть использованы и в оценке инвестиционной привлекательности предприятия – цели М&А. Можно сказать, что инвестиционная привлекательность целевого предприятия для инвестора имеет два аспекта: «привлекательность» предприятия и «привлекательность» сделки по

---

<sup>17</sup> Ендовицкий Д.А. Экономический анализ слияний и поглощений компаний: научное издание / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева. – М.: КНОРУС, 2010. С. 264.

интеграции с данным предприятием. В работе представлен механизм определения эффекта и эффективности планируемой сделки M&A. Он может быть использован самостоятельно (в перспективном или ретроспективном анализе результативности интеграция), а может быть включен в схему анализа инвестиционной привлекательности предприятия – цели M&A. В этом и заключается системность экономического анализа слияний/поглощений промышленных предприятий с позиций антикризисного управления.

Представленная методика анализа эффективности сделок слияния/поглощения промышленных предприятий позволяет провести оценку потенциальных результатов в современных экономических условиях. Можно выделить следующие сильные стороны предложенной методики:

- результативность M&A определяется на основе перспективного анализа и метода дисконтирования денежных потоков. То есть за основу взято предположение о том, что текущая стоимость предприятия – это приведенная к настоящему моменту стоимость денежных потоков, генерируемых данным предприятием в течение ее экономической жизни, дисконтированных по определенной ставке, соответствующей рискам этого предприятия. Данный подход соответствует общей концепции инвестирования;
- методика позволяет определить два важных для стратегического анализа момента: во–первых, расчетным путем установить, будет ли получена какая–либо выгода от проведения сделки M&A (синергический эффект, общий для объединяемых предприятий); во–вторых, спрогнозировать эффективность сделки непосредственно для предприятия, ее инициировавшего и взявшего на себя большую часть расходов.

Особенно следует выделить такой аспект реализации данной методики, как выбор ставки дисконтирования. Ставка дисконтирования может существенно повлиять на прогнозируемые результаты M&A, которые в свою очередь являются базой для принятия решения о целесообразности сделки.

Предложенная методика может являться базовой, так как позволяет оценить основные перспективы слияния/поглощения промышленных предприятий, ее целесообразно использовать на предынтеграционном этапе сделок M&A. Данный этап наиболее важен с точки зрения стратегического развития предприятия, так как именно на этом этапе принимается решение об экономической целесообразности интеграции предприятий в форме слияний и поглощений.

В третьей главе – **«Применение и развитие интеграционных инструментов в целях повышения устойчивости промышленных предприятий»** проведена оценка эффективности интеграции российских промышленных предприятий на основе предложенной методики; разработаны и обоснованы направления совершенствования интеграционных инструментов промышленных предприятий, актуальные и

эффективные в современных российских условиях.

На основе представленной во 2 главе методики проведена оценка эффективности интеграции российских промышленных предприятий, что имеет особую практическую значимость, т.к. позволило прийти к аргументированному и обоснованному заключению о целесообразности проведения М&А для реально действующих предприятий.

Перспективный анализ эффективности сделки позволяет сделать ряд важных выводов:

- прогнозируется синергический эффект (в зависимости от выбранной ставки дисконтирования его оценка: 751 824 тыс. руб. (по варианту 1); 901 591 тыс. руб. (по варианту 2), что составляет: в первом случае – 55% стоимости приобретаемого предприятия; во втором – 89%);
- согласно расчетам, экономическая добавленная стоимость в результате проведения М&А для ОАО «Фирма» должна составить: 467 943,2 тыс. руб. (для варианта 1) и 681 473,6 тыс. руб. (для варианта 2);
- прогнозируемое значение  $NPV_{M\&A}$  положительно: 563 273 тыс. руб. (для варианта 1) и 394 178 тыс. руб. (для варианта 2);
- значение показателя «затратоемкость объединения» – 0,2 (для обоих вариантов расчета), что свидетельствует о значительном превышении показателя «эффект интеграции» над показателем «текущая стоимость дополнительных расходов на интеграцию»; выгоды в несколько раз превышают издержки;
- не прогнозируется увеличения барьерной ставки, роста финансового риска (премия к финансовому риску для ОАО «Фирма» – 0%);
- оптимальные прогнозируемые границы ценообразования для анализируемой сделки: для варианта 1 – от 0 до 155% от текущей рыночной стоимости ОАО «Завод»; для варианта 2 – от 0 до 187% от текущей рыночной стоимости ОАО «Завод».

На основе данной информации можно заключить, что сделка по поглощению ОАО «Завод» для ОАО «Фирма» прогнозируется как достаточно эффективная.

Учитывая высокую оценку прогнозируемой эффективности сделки для предприятия ОАО «Фирма», на прединтеграционном этапе можно сделать общий вывод о целесообразности проведения М&А для предприятия–поглотителя.

Эффект от проведения слияний и поглощений носит долгосрочный характер. Поэтому важным моментом является приоритет долгосрочных ориентиров развития над стремлением извлечь краткосрочные выгоды, который должен соблюдаться руководством сливающихся промышленных предприятий.

Основной проблемой при проведении подобных процедур является тот факт, что среди проводимых в последнее время сделок по слияниям и поглощениям достаточно велика доля неудачных, неэффективных, приводящих впоследствии к распаду объединенного предприятия.

Как показывает практика, при реализации сделок слияния и поглощения существенно возрастает роль таких направлений, как организационно-управленческие, психологические, социальные, культурные и др. Все эти направления трудно оценить количественно. Для повышения их роли разрабатываются и применяются новые инструменты. Основная цель – не допустить кризисных ситуаций, сбоев, отрицательных эффектов. Данные инструменты разработаны и применялись преимущественно в зарубежной практике.

В ходе исследования компанией КПМГ были опрошены руководители отечественных промышленных предприятий с целью выяснения изменений, которые будут внесены ими при следующем случае интеграции.<sup>18</sup> Результаты данного исследования представлены в диаграмме 1.



Источник: Международное исследование КПМГ «Новый старт: как заключать удачные сделки в трудные времена», 2011г.

Большинство участников опроса отметили необходимость тщательного исследования при осуществлении сделок слияний и поглощений.

В результате исследования проблемных ситуаций в сделках М&А разработаны основные направления совершенствования интеграционных инструментов российских промышленных предприятий как в стратегическом плане, так и в плане реализации конкретного проекта:

- быстрая реализация интеграционных задач;
- промышленные предприятия с определенной стратегией интеграции, четким планом

<sup>18</sup> Международное исследование КПМГ «Новый старт: как заключать удачные сделки в трудные времена», 2011г. <http://www.kpmg.com/ru/ru/pages/default.aspx>.



и руководством, ответственным за его успех, более успешны в реализации изменений в новых компаниях;

- промышленные предприятия, своевременно реализующие в рамках интеграции эффекты синергии в отношении расходов, оказываются в более выгодном положении в период спада экономической активности, так как общая структура расходов таких предприятий более подготовлена к меньшим поступлениям и снижению доходной части;
- расстановка приоритетов и сосредоточенность на основных задачах;
- подготовка ко «дню номер один»;
- своевременная коммуникация со всеми заинтересованными сторонами;
- четкая структура управления интеграцией;
- системный подход к управлению интеграцией;
- приоритет долгосрочных ориентиров развития над стремлением извлечения краткосрочных выгод;
- использование новых возможностей, а именно применение техники медиации и участие эскроу-агента в сделках;
- своевременное выявление «культурных проблем», связанные с сотрудниками и их взаимодействием, структурными преобразованиями, с целью их нивелирования;
- формирование корпоративной культуры, при которой сотрудники старались бы эффективнее трудиться и выполнять задачи, поставленные перед новым объединенным предприятием;
- удержание наиболее талантливых сотрудников обоих предприятий и использование практики индивидуального наставничества;
- строгое выполнение финансовых и операционных задач;
- бюджетирование;
- управление издержками по проекту в целях снижения себестоимости продукции, ABC анализ, а также соответствующая политика в области амортизации;
- оптимизация расчётов с поставщиками и покупателями;
- применение современных способов финансирования;
- минимизация возможных налоговых рисков.

В основе предложенных направлений – приоритет долгосрочных ориентиров развития над стремлением извлечь краткосрочные выгоды, который должен соблюдаться руководством объединяемых промышленных предприятий.

Таким образом, в диссертационном исследовании предложен авторский подход к сущности сделок M&A, позволяющий на практике оценить перспективы, целесообразность и эффективность интеграции промышленного предприятия; даны практические рекомендации по совершенствованию методики оценки эффективности

интеграционных процессов, позволяющие успешно использовать механизмы М&А для формирования новых условий функционирования и развития бизнеса.

**В заключении** диссертационной работы обобщены научные результаты исследования, сформулированы основные научные выводы, предложения и рекомендации, вытекающие из содержания диссертации.

### **III. Публикации по теме диссертации**

Статьи в периодических научных изданиях, определенных Высшей аттестационной комиссией министерства образования и науки Российской Федерации:

1. Джиоев М.В. Оценка эффективности слияния / поглощения российских предприятий [текст] / М.В. Джиоев // Вестник Северо-осетинского государственного университета им. К.Л. Хетагурова. Общественные науки. - 2011. - № 2. С. 266 – 272. (0,6 п.л.).
2. Джиоев М.В. Роль интеграции в системе антикризисного управления предприятием [текст] / М.В. Джиоев // Вестник Северо-осетинского государственного университета им. К.Л. Хетагурова. Общественные науки. – 2011. - № 1. С. 218 – 222. (0,4 п.л.).
3. Джиоев М.В. Инструменты повышения эффективности интеграционных процессов // Эффективное антикризисное управление. 2010, № 3 (62). С. 80-82. (0,32 п.л.).
4. Джиоев М.В. Совершенствование системы показателей экономического анализа М&А // Эффективное антикризисное управление. 2011. № 5 (68). С. 98-102. (0,4 п.л.).

Статья в другом научном издании:

5. Джиоев М.В. Пути повышения эффективности слияний и поглощений российскими компаниями // Финансовое оздоровление организаций в условиях мирового кризиса: Сборник научных статей профессорско-преподавательского состава / Под ред. А.Н. Ряховской - М.: ИПКГосслужбы, 2009. С. 107-116. (0,5 п.л.).