

Федеральное государственное автономное образовательное учреждение  
высшего образования  
«Южный федеральный университет»

*На правах рукописи*

Кандаурова Дина Юрьевна

# ФОРМИРОВАНИЕ ФИНАНСОВОЙ СТРАТЕГИИ КОНСОЛИДАЦИИ ОРГАНИЗАЦИЙ В СОСТАВЕ ГОСКОРПОРАЦИЙ

5.2.4. Финансы

ДИССЕРТАЦИЯ  
на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Научный руководитель.

Чараева Марина Викторовна,  
доктор экономических наук, доцент

Ростов-на-Дону – 2026

## Оглавление

Введение .....	4
Глава 1 Теоретико-методические основы финансовой консолидации организаций в составе госкорпораций.....	
1.1 Научные парадигмы финансовой консолидации организаций в составе госкорпораций .....	18
1.2 Факторы формирования финансовой стратегии консолидации организаций .....	32
1.3 Анализ отечественного и международного опыта финансовой консолидации крупных промышленных групп/холдингов .....	48
Глава 2 Методический базис разработки финансовой стратегии консолидации организаций в составе госкорпораций .....	
2.1 Процесс оценки влияния финансовых рисков как основа принятия стратегических финансовых решений о консолидации организаций в составе государственных корпораций.....	67
2.2 Особенности принятия стратегических инвестиционных решений при финансовой консолидации организаций в составе государственных корпораций .....	84
2.3 Разработка алгоритма формирования финансовой стратегии консолидации организаций в составе госкорпораций .....	101
Глава 3 Комплекс научно-практических рекомендаций по оценке финансовой стратегии консолидации организаций в составе госкорпораций .....	
3.1 Систематизация показателей оценки эффективности финансовой стратегии консолидации организаций в составе государственных корпораций .....	117
3.2 Разработка методики оценки финансового синергетического эффекта от консолидации организаций .....	133
3.3 Предложения по минимизации финансовых рисков консолидации.....	145

Заключение .....	155
Список литературы .....	158
Приложение А Подходы отечественных авторов к классификации процессов финансовой консолидации хозяйствующих субъектов.....	185
Приложение Б Расчетные данные .....	188
Приложение В Сценарный анализ проекта ГК «Ростех» и АО «Вертолеты России» .....	190
Приложение Г Расчет коммерческого, социального, бюджетного, экономического эффектов от консолидаций .....	191

## Введение

**Актуальность темы исследования.** Формирование финансовой стратегии консолидации организаций в составе госкорпораций является сложным и многогранным процессом. Эффективная финансовая стратегия позволяет достичь поставленных целей и повысить результативность деятельности организаций.

Актуальность исследования обусловлена необходимостью эффективного управления развитием государственных корпораций, поскольку они играют важную роль в экономическом развитии страны. Консолидация организаций в составе госкорпораций позволяет достичь синергетического эффекта, повысить конкурентоспособность и улучшить финансовые показатели организаций, а также обеспечить высокий уровень физической и информационной безопасности корпораций, сократить расходы на защитные мероприятия и увеличить их эффективность. В условиях сложной геополитической обстановки, введенных против России санкций, консолидация дает возможность диверсифицировать свободные средства на иные, более важные направления, усилив роль Российской Федерации на мировой арене. Процесс консолидации требует разработки финансовой стратегии, которая учитывает финансовое положение, возможности и финансовые риски организаций. Таким образом, данное исследование позволит комплексно подойти к формированию финансовой стратегии консолидации организаций в составе госкорпораций, а также выявить инструментарий оценки ее эффективности.

Несмотря на наличие ряда научных трудов по разработке финансовой стратегии консолидации организаций в составе госкорпораций, целый ряд задач остается нерешенным и требует разработки и совершенствования инструментов, что предопределяет актуальность настоящего исследования.

**Степень разработанности темы исследования.** Консолидация организаций в составе госкорпораций является одним из ключевых

инструментов реализации государственной политики в различных сферах экономики. Эффективное управление финансовыми ресурсами государственных корпораций в процессе консолидации играет важную роль в обеспечении финансовой устойчивости и достижения стратегических целей на макроуровне.

Исследованию роли финансовой стратегииделено внимание таких ученых как Бажин И.И., Бланк И.А., Довгань Л.Е., Кох Р., Мизюк Б.М., Немцов Б.Д., Шифрин М.Б. и другие. В их работах рассматриваются отдельные аспекты влияния стратегии (в том числе и финансовой) на обеспечение эффективного развития предприятий.

Архипова Т.В., Сурков Я. И., Юнусова Э.Г. и другие уделили внимание роли финансовой стратегии для развития госкорпораций и факторам экономической устойчивости государственных корпораций.

Финансовая стратегия предприятия обеспечивает решение вопросов самостоятельности организаций, ответственности за результат своей деятельности, ориентации в финансовых потенциалах и перспективах, оценки финансового состояния других хозяйствующих субъектов. В научных трудах зарубежных и отечественных исследователей таких как Баранов В.В., Бланк И.А., Бочаров В.В., Гаврилов В.В., Иванов И.В., Каплан Р., Нортон Дж., Оводков Д.А., Уилен Т., Хангер Дж., Чараева М.В. раскрыто экономическое содержание финансовой стратегии и доказано, что существуют различные подходы к определению ее сущности.

Сущность такого понятия, как консолидация организаций, а также ее основные формы рассмотрены в научных трудах отечественных и зарубежных ученых, в частности: Валиевой Ф.И., Ермольчика В.В., Федоровой А.В., Гермогентовой М.Н., Радыгина А.Д., Решетниковой Т.В., Энтова Р. и др. Особенности и формы процедуры слияния в российской практике, а также цели объединения предприятий, преимущества и недостатки этой процедуры представлена в работах Игнатишина Ю.В., Ионцева М.Г., Гарифуллина Ф.Ф. Вопросы сущности процессов слияния и поглощения как стратегий

управления компаниями в рыночных условиях, четкие дефиниции данных понятий, их правовой контекст, основные цели, мотивы, формы, механизмы, проблемы и трудности отражены в работах Даниловой М.С.

Роль формирования синергетического эффекта в процедуре слияния и поглощения и его суть раскрываются в трудах Зимина В.В., Касьяненко Т.Г., Смэтсона Я.Х., Хакена Г. Вопросам определения величины синергетического эффекта, возникшего вследствие процедуры интеграции, исследования синергетических эффектов посвящены работы: Вэлсона Д.Ф., Гарифуллиной Ф.Ф., Дафта Р., Зимаковой Л.А., Коха Л.В., Сергеевой Т.В., Фадейкиной Н.В., Фема Э.Ф., Шевякина О.Р., Юлдашева О.

Финансовый менеджмент как вид профессиональной деятельности заключается в принятии решений, направленных на достижение целей организации путем эффективного использования всей системы финансовых отношений и ресурсов. В данной области общетеоретические вопросы исследовались многими учеными, в том числе Бакулиной А.А., Брусовым П.Н., Диденко В.Ю., Жуковым П.Е., Каменевой Е.А., Лукасевичем И.Я., Лисицыной Е.В., Чараевой М.В. В работах авторов рассмотрены различные аспекты финансового менеджмента: уточнена сущность и функции, проведена структуризация разделов, систематизированы основные цели и механизмы их достижения, инструменты, используемые в системе финансового менеджмента, основные формы и виды анализа финансового состояния предприятия, а также обоснована экономическая целесообразность реализации проектов для различных субъектов экономики.

В последние годы усиливаются роль и значение грамотного финансового управления компанией. Знание современных корпоративных финансов существенно снижает риски компаний и повышает их финансовую устойчивость. Вопросы в данной теме широко изучены в трудах Бакулиной А.А., Тазихиной Т.В., Федотовой М.А., Хотинской Г.И., Шохина Е.И., Эскиндарова М. А. и многих других. Среди ведущих отечественных экономистов, в чьих работах отражены исследования относительно общих

тенденций развития и эффективности корпоративного управления можно отметить: Васюткина Л.В., Опарина С.И., Попкова С.Ю. и др. Существенный вклад в развитие вопросов корпоративного управления, безусловно, вносят и зарубежные ученые, среди которых выделяются работы Берле А., Гордона Дж., Эрхард М.

Роль государственных корпораций, определение системы и видов госкорпораций, вопросы перспективы существования и развития их в дальнейшем освещали в своих работах: Богданов Е.В., Губанов А.В., Долинская В.В., Ершова И.В., Лазарев В.В., Семенов А.В., Циммерман Ю.С. и другие. Отдельные аспекты функционирования государственных корпораций представлены в трудах Кузьмина А.А., Андреева В.К., Нетесова Д.Н., Устинова Р.Е. и другие.

Анализ трудов отечественных и зарубежных исследователей показывает, что на сегодняшний день практически отсутствуют разработки в области формирования финансовой стратегии консолидации организаций в составе госкорпораций, а также недостаточно освещены вопросы разработки финансовой стратегии для госкорпораций. Следует констатировать не полностью сформированный методический каркас принятия стратегических финансовых решений в процессе консолидации, связанный с отсутствием концептуальных основ для исследования детерминант формирования финансовой стратегии консолидации организаций в составе госкорпораций. Теоретико-методический базис, а также научные подходы к оценке результатов реализации финансовой стратегии в госкорпорациях с ракурса приращения финансовых результатов за счет синергетического эффекта до конца не проработаны, что оставляет простор для дальнейших теоретических и практических разработок и предопределяет постановку цели и задач исследования, выбор объекта и предмета.

**Целью исследования** является разработка научно-практических предложений с использованием интегрального подхода к формированию финансовой стратегии консолидации организаций в составе госкорпораций,

включая систематизацию теоретического базиса консолидации и трансформацию методического инструментария с ракурса достижения синергетического эффекта от принятия стратегических финансовых решений.

В соответствии с поставленной целью в диссертационном исследовании необходимо решить следующие **задачи**:

- обобщить теоретический базис финансовой консолидации в составе госкорпораций через призму принятия стратегических финансовых решений и предложить типологию процессов по объекту, механизму, пространственному охвату и целям, показав их операционализацию в институциональном контексте;
- определить факторы формирования финансовой стратегии консолидации: обосновать критерии включения и структурировать факторы на внешние и внутренние; раскрыть механизм параметризации элементов финансовой стратегии через функциональные контуры финансового менеджмента и логическую последовательность ее формирования;
- обосновать включение в комплекс финансовых показателей ряда дополнительных индикаторов для оценки как рисков финансово-хозяйственной деятельности в целом, так и финансовых рисков, в частности, и планирования финансовых результатов консолидации в составе госкорпораций;
- разработать методику оценки синергетического эффекта консолидации организаций в составе госкорпораций как методический базис определения интеграционных эффектов в связке с конечными финансовыми результатами при принятии стратегических финансовых решений;
- предложить комплекс научно-практических рекомендаций по оценке эффективности проекта консолидации через призму финансовой стратегии консолидации для количественной диагностики результативности консолидации организаций в составе госкорпораций.

**Объектом исследования** является финансово-хозяйственная деятельность организаций, входящих в состав госкорпораций.

**Предметом исследования** выступает финансовая стратегия консолидации организаций в составе госкорпораций, ориентированная на обеспечение устойчивых финансовых результатов от процедуры консолидации.

**Область исследования диссертации** соответствует п. 15 «Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент» Паспорта научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

**Методология и методы исследования.** При выполнении исследования в качестве теоретической базы использовались труды российских и зарубежных авторов в области формирования финансовой стратегии консолидации организаций в составе госкорпораций, что послужило основой для анализа и синтеза теоретических положений, а также разработки комплекса научно-практических рекомендаций по принятию стратегических финансовых решений в процессе консолидации. Методологическая основа исследования построена на выделении специфики консолидации организаций в составе госкорпораций, формировании теоретико-методического базиса, исходя из особенностей принятия стратегических финансовых решений при разработке финансовой стратегии, что позволило определить такой предметный фокус, который обеспечивает связку теории и практики с решением важной научно-экономической задачи — выявлением детерминант эффективной консолидации на основе использования авторского алгоритма принятия стратегических финансовых решений в контуре государственных корпораций.

Практическая часть диссертационной работы опирается на комплекс общенаучных и специальных методов: индукцию и дедукцию, анализ и синтез, обобщение данных, а также методы статистики и комплексного экономического анализа. В прикладном блоке используются финансовый и инвестиционный анализ (коэффициентный, вертикально-горизонтальный, сравнительный), структурно-факторный анализ, сценарное моделирование и

анализ чувствительности, стресс-тестирование, методы экспертных оценок. Для проверки результативности финансовой стратегии консолидации в составе госкорпораций и количественной верификации синергетического эффекта применяются система показателей эффективности, анализ денежных потоков консолидированной группы и сопоставление «до/после» с отраслевым бенчмаркингом, а также картирование и оценка финансовых рисков.

**Информационную базу исследования** составили законы и нормативно-правовые акты Российской Федерации, регулирующие деятельность государственных корпораций, корпоративное управление и финансовое планирование; официальная статистическая отчетность Федеральной службы государственной статистики; открытые данные и материалы с официальных сайтов государственных корпораций (ГК «ВЭБ.РФ», ГК «Ростех», Агентство по страхованию вкладов, ГК «Росатом» и др.) и Министерства финансов РФ; финансовая отчетность и корпоративные отчеты исследуемых организаций; а также научные монографии, публикации в рецензируемых периодических изданиях и аналитические материалы профильных информационных порталов по рассматриваемой проблематике.

**Научная новизна** исследования заключается в использовании интегрального подхода к формированию финансовой стратегии консолидации организаций в составе госкорпораций в части классификации процессов консолидации, систематизации определяющих факторов, обобщении показателей как единой измерительной системы через призму предложенной методики оценки синergии, отражающей разнотипные финансовые эффекты в приросте чистой прибыли, что совокупно обеспечивает возможность оценить синергетический эффект от принятия стратегических финансовых решений как важное условие повышения финансовой устойчивости государственных корпораций – ключевых участников развития российской экономики.

### **Положения, выносимые на защиту:**

- обобщены теоретические основы финансовой консолидации организаций в составе государственных корпораций: впервые разработана следующая классификация процессов финансовой консолидации по ключевым признакам - по объекту (капитал, денежные потоки, финансовые результаты), по механизму (организационная, учетная, договорная; режимы контроля: полный, совместный, значительное влияние) с увязкой с методами отражения и оценки в отчетности (полная/пропорциональная консолидация, метод долевого участия), по пространственному охвату (национальная, транснациональная) и по целевому назначению (стабилизационная, инвестиционно-развивающая, импортозамещающая); которая позволяет, в отличие от существующих, увязать формы консолидации с методами их отражения и оценки, учитывать внутренние и внешние предпосылки получения выгод, ориентированные на рост синергии и конечных финансовых результатов. (С. 22-24; 30-32);
- предложена система факторов формирования финансовой стратегии консолидации в госкорпорациях: факторы идентифицированы и структурированы на внешние и внутренние по критериям включения - релевантность к параметрам стратегии, измеримость и управляемость. В отличие от существующих перечней факторов, предложенная система задает формализованные критерии включения, трактует санкционные и отраслево-технологические детерминанты как частные виды внешних факторов, выстраивает иерархическую модель «внешняя среда → корпоративная стратегия → внутренние факторы → финансовая стратегия» с прямым влиянием на функции финансового менеджмента и их ключевые показатели, что позволяет количественно увязать изменения факторов с управлеченческими решениями, обеспечить адаптивную перенастройку стратегии в ходе консолидации и ввести воспроизводимый мониторинг ее финансовых результатов (С. 43-46);

– выявлен и обоснован комплекс финансовых показателей для оценки финансовых рисков и планирования результатов консолидации в составе госкорпораций как единая система взаимосвязанных показателей с пороговыми значениями, весами для агрегирования, регламентом расчета и сценарной чувствительностью. В отличие от традиционных - включает не только стоимостные критерии, но и индикаторы денежных потоков (конверсия прибыли до налогообложения в денежный поток, коэффициент покрытия процента/долга), рентабельность капитала, долговую устойчивость и ликвидность, показатели синергетического эффекта (финансового, бюджетного и социально-экономического, экономии издержек, прирост выручки), что дает возможность провести комплексную диагностику результативности консолидации, минимизировать влияние финансовых рисков, обосновать долгосрочную конкурентоспособность и бюджетный эффект (С. 81-82; 106-115);

– разработана и апробирована методика оценки синергетического эффекта от объединения организаций в составе госкорпораций как методический базис формирования сбалансированной финансовой стратегии консолидации и нивелирования практики измерения эффективности финансовой составляющей процесса консолидации в госкорпорациях нефинансовыми индикаторами, что позволяет formalизовать перевод разнотипных эффектов в сопоставимые финансовые метрики, задать пороговые значения и регламент мониторинга в разрезе финансовой стратегии. Новизна методики заключается в том, что впервые системные эффекты консолидации: экономический, коммерческий, социальный и бюджетный (ранее рассматриваемые разрозненно) методически связаны с финансовым результатом – приростом чистой прибыли, что позволяет обеспечить количественную оценку синергии, представить универсальный инструмент финансового обоснования и планирования финансовой стратегии консолидации для практического применения в госкорпорациях (С. 133-139);

– сформирован комплекс научно-практических рекомендаций, включающий систематизацию показателей для оценки эффективности консолидации, разработку методики расчета финансового синергетического эффекта с выделением его источников и учетом интеграционных издержек, а также интегральный показатель прироста чистой прибыли, способствующий объединению экономических, бюджетных и социальных результатов, что позволяет перейти от декларативного описания выгод к качественной диагностике результативности консолидации организаций в составе госкорпораций (С. 143; 147).

**Теоретическая значимость работы** заключается в формировании целостной теоретической конструкции финансовой консолидации организаций в составе и с учетом специфики госкорпораций.

Теоретические результаты исследования состоят:

– в разработке классификации процессов финансовой консолидации по объекту (капитал, денежные потоки, финансовые результаты), механизму (организационная, учетная, договорная; режимы контроля: полный, совместный, значительное влияние) в увязке с методами отражения в отчетности (полная/пропорциональная консолидация, метод долевого участия), а также по пространственному охвату и целевому назначению, что обеспечивает сопоставимость форм консолидации с методами их учета и оценки и ориентирует процесс на достижение конечных финансовых результатов;

– в построении системы факторов формирования финансовой стратегии консолидации, структурированной на внешние и внутренние по формализованным критериям включения (релевантность параметрам стратегии, измеримость, управляемость) и интегрированной в иерархическую модель «внешняя среда → корпоративная стратегия → внутренние факторы → финансовая стратегия», что позволяет количественно связать изменения факторной среды с решениями финансового менеджмента и ключевыми

метриками результата (ликвидность, долговая устойчивость, стоимость капитала, профиль платежей).

**Практическая значимость работы** состоит в высоком потенциале использования представленных научно-практических рекомендаций в рамках решения поставленных в работе задач, в том числе: -алгоритма формирования финансовой стратегии консолидации организаций в составе госкорпораций; - методики принятия стратегических финансовых решений в процессе консолидации; - методики оценки эффективности реализации финансовой стратегии консолидации организаций; - инструментария определения синергетического эффекта от консолидации организаций в части расчета системных эффектов (экономического, финансового, бюджетного). Отдельные положения диссертации в части выстраивания стратегических финансовых отношений между организациями внутри госкорпорации на основе декомпозиции их роли в финансовых результатах могут быть применимы в деятельности госкорпораций в процессе реализации финансовой стратегии.

**Степень достоверности, аprobация и внедрение результатов исследования.** Степень достоверности результатов исследования обусловлена обоснованным выбором теоретических и методологических основ, применением современных аналитических и статистических методов, а также использованием достоверных источников информации: нормативно-правовых актов Российской Федерации, финансовой отчетности госкорпораций, данных официальной статистики и сведений из корпоративных источников. Проведенная обработка и анализ статистических и фактологических материалов таких госкорпораций как ГК «Ростех», ГК «Росатом», ГК «Роскосмос» обеспечили объективность полученных выводов и рекомендаций, а применение сравнительного, структурного, факторного анализа повысило надежность и релевантность результатов исследования.

Апробация результатов работы реализована в формате докладов (обсуждений) на конференциях различного уровня: на Международной научно-практической конференции «Кооперация науки и общества как инструмент модернизации и инновационного развития» (г. Екатеринбург, Агентство международных исследований, 15 декабря 2023 г.), на X Международной научно-практической конференции «Актуальные проблемы и перспективы развития государственного и муниципального управления» Межвузовский круглый стол «Финансы для новой модели экономики России» (г. Москва, Финансовый университет, 25 декабря 2024 г.), на III Международной научно-практической конференции профессорско-преподавательского состава, молодых ученых, практических работников и студентов «Зеленая экономика: курс на устойчивое развитие в современных условиях» (г. Ростов-на-Дону, Южный федеральный университет, 28 марта 2024 г.), на V Международной конференции «Технологии менеджмента в современной экономике: тенденции и перспективы» (г. Ростов-на-Дону, Южный федеральный университет, 13-15 марта 2025 г.).

Материалы диссертации используются в практической деятельности:

Государственной корпорации «Ростех», а именно в ее дочерней организации ООО «ТехСити Девелопмент»: в финансово-экономической деятельности Общества применяются разработанные в диссертации методические подходы к формированию финансовой стратегии в условиях интеграции и консолидации активов в рамках реализации инвестиционно-строительных проектов Госкорпорации «Ростех». Внедрены рекомендации по анализу и оценке синергетических эффектов при взаимодействии с другими организациями Корпорации, что позволяет повысить точность финансового планирования и обоснованность инвестиционных решений. По материалам исследования при разработке бизнес-планов и финансовых моделей новых проектов используется предложенный автором инструментарий для оптимизации структуры капитала и управления денежными потоками консолидируемых участников проекта. Выводы и основные положения

диссертации используются в практической работе Общества, способствуют повышению эффективности управления финансами в рамках реализации комплексных девелоперских проектов и обеспечивают соответствие финансовой стратегии Общества общим стратегическим целям Государственной корпорации «Ростех»;

Казначейства России в рамках осуществления контроля за целевым и эффективным расходованием бюджетных средств, направляемых на поддержку госкорпораций, применяются разработанные в диссертации подходы к анализу финансовых стратегий консолидируемых структур. Также используются рекомендации автора по оценке влияния консолидационных процессов на финансовую устойчивость получателей бюджетных средств и прозрачность их финансовой отчетности. По материалам исследования внедрен предложенный в диссертации инструментарий для мониторинга ключевых финансовых показателей госкорпораций, находящихся в процессе реструктуризации и консолидации активов. Выводы и основные положения диссертации используются в практической работе Казначейства России и способствуют повышению эффективности контроля за расходованием бюджетных средств и обеспечению прозрачности финансовых потоков в секторе государственных корпораций;

ПАО «Дальневосточное морское пароходство». Разработанные в диссертации концептуальные положения, методические подходы и практические инструменты адаптированы и внедрены в работу профильных подразделений Корпорации, отвечающих за финансовую политику, корпоративное управление и процессы консолидации активов и дочерних организаций. В практику Корпорации интегрированы следующие результаты: методика разработки финансовой стратегии консолидации, включающая этапы диагностического анализа, критерии целесообразности консолидации, сценарное моделирование и целевые показатели эффективности; инструментарий оценки синергетического эффекта и экономической целесообразности консолидации, предусматривающий расчет ожидаемой

экономии затрат, прироста доходов и эффектов от налоговой и операционной интеграции, что способствовало повышению качества управленческих решений при объединении организаций, улучшению прогнозирования финансовых показателей и снижению рисков интеграции.

Материалы диссертации используются кафедрой «Теории и технологий в менеджменте» ФГАОУ ВО «Южный федеральный университет» в преподавании учебных дисциплин «Финансовый менеджмент: продвинутый уровень», «Взаимодействие государственных финансов и бизнеса», «Организация финансовой работы в корпорации», «Устойчивое финансирование корпораций» в рамках реализации магистерской программы «Финансовый менеджмент» (направление 38.04.02 Менеджмент).

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

**Публикации.** Основные положения и результаты исследования отражены в 12 научных работах общим объемом 8,20 п.л. (в том числе авторский объем – 6,07 п.л.), опубликованных в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

**Структура и объем** определены целью, задачами и логикой исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, 4 приложений и списка литературы из 204 наименований. Текст диссертации изложен на 199 страницах, содержит 10 рисунков и 42 таблицы.

## Глава 1

### Теоретико-методические основы финансовой консолидации организаций в составе госкорпораций

#### 1.1 Научные парадигмы финансовой консолидации организаций в составе госкорпораций

В современных условиях функционирования корпоративного сектора особое значение приобретает вопрос консолидации финансовых результатов деятельности организаций, входящих в состав государственных корпораций. Усиление требований к финансовой прозрачности и эффективности обуславливает актуальность проблемы обеспечения достоверности и полноты информации, используемой для принятия управленческих решений на уровне государственной корпорации.

В условиях динамичной и нестабильной экономической среды предприятия вынуждены оперативно реагировать на трансформации внешних факторов, что приводит к модификации их бизнес-процессов. В частности, компании, характеризующиеся неустойчивым финансовым состоянием, стремятся повысить свою финансовую стабильность посредством консолидации деловой активности.

Целесообразно уточнить основные исследовательские характеристики финансовой консолидации организаций в составе госкорпораций в части: выявления предпосылок для получения выгод и преимуществ, понятийного аппарата, классификации (существующей и предложенной для текущего исследования), форм и методов, целей и особенностей.

Тенденция к консолидации компаний подразумевает существование определенных предпосылок для получения финансово-экономических и социальных выгод и преимуществ. Эти предпосылки могут быть как внешними, обусловленными макроэкономическими и регуляторными

факторами, так и внутренними, связанными с потребностями бизнеса в повышении операционной эффективности и конкурентоспособности.

В экономической теории и практике термин «консолидация» (от лат. *consolidatio* — укрепление, объединение) обозначает процесс объединения отдельных хозяйствующих субъектов, ресурсов или результатов деятельности для достижения большей устойчивости, эффективности и управляемости в рамках единой организации или группы [46].

Консолидация – процесс (акт, операция) трансформации структуры или состава некоторой системы, приводящий к уменьшению числа составных частей, повышению ее компактности, эффективности, надежности или долговечности [70]. В таблице 1 проведен анализ понятия «консолидация» в трудах российских и зарубежных ученых.

Таблица 1 – Анализ трактовок понятия «консолидация» в трудах российских и зарубежных ученых

Автор	Понятие консолидации
Иванов Е. С.	Консолидация бизнеса (Business Consolidation) — это процесс объединения двух и более независимых компаний, функциональных областей и/или продуктовых линий
Руденко М. Н.	Консолидация предпринимательских структур – это их объединение или слияние
Койка К. А.	Консолидация (лат. <i>consolidatio</i> – укрепление, сращивание) – это объединение, интеграция, сплочение, слияние двух или нескольких компаний
Ижевский В. Л.	Консолидационные процессы представляют собой процессы объединения нескольких бизнес-единиц для реализации различных бизнес-целей
Ижевский В. Л.	Процессы объединения отдельных компаний в структуры более высокого порядка, рост и расширение компаний в рамках данных структур здесь и далее обозначены как «консолидационные процессы» или просто «консолидация»
Ижевский В.Л.	Процессы объединения отдельных компаний в экономические структуры различных типов – консолидационные процессы
Сенчагов В. К.	Консолидация финансовых ресурсов – это процессы координации, слияния и объединения финансовых возможностей государства, банков и других субъектов рынка, направленные на реализацию национальных интересов, целей и стратегий долгосрочного устойчивого развития страны. Консолидация – это не механическое объединение ресурсов субъектов рынка и государства, она основывается на сохранении жизнеспособности и ответственности каждого звена новых образований за выполнение свойственных им функций

Источник: составлено автором на основе источников [3; 129; 140].

Финансовая консолидация компаний представляет собой объективно обусловленный процесс интеграции хозяйствующих субъектов, направленный на повышение их конкурентоспособности и устойчивости в условиях динамично развивающейся рыночной среды. Ее необходимость проистекает из комплекса экономических, финансовых, управлеченческих и стратегических аспектов, которые делают объединение бизнесов не просто желательным, а зачастую критически важным для долгосрочного развития предприятий.

Следует отметить, что финансовая консолидация в настоящем исследовании понимается не как синоним юридической реорганизации, а как достижение состояния, при котором по группе организаций формируется единая финансовая позиция и консолидированная финансовая отчетность, отражающая совокупные активы, обязательства, доходы, расходы и денежные потоки группы в соответствии с действующими стандартами (международные стандарты финансовой отчетности (далее – МСФО), национальные стандарты) [15].

Такое состояние может быть результатом как реорганизации в формах, предусмотренных ст. 57 ГК РФ, так и сделок по объединению бизнеса, сопровождающихся признанием объединения по правилам IFRS 3 «Объединения бизнесов» [187].

Классификация процессов финансовой консолидации представляет собой значимый этап в исследовании теоретических основ данного процесса.

В зависимости от характера интеграции компаний выделяют консолидационные процессы вертикального, горизонтального и конгломератного типа [15].

Горизонтальная консолидация – представляет собой интеграцию предприятий однородной отраслевой принадлежности, функционирующих на идентичных этапах производственного процесса. Основная цель данной стратегии заключается в расширении рыночной доли.

Вертикальная консолидация – процесс консолидации компанией нескольких продуктовых линий, находящихся на различных этапах производственного цикла, с целью расширения своего рыночного потенциала.

Конгломератная консолидация – данное объединение представляет собой конгломерат организаций, функционирующих в разнообразных секторах экономики (выход на новые рынки, не охваченные текущей деятельностью консолидатора).

По способу изменения структуры группы выделяют такие консолидационные процессы, как:

слияние – процесс интеграции двух или более компаний для создания новой, объединенной компании;

поглощение – сделка, в рамках которой одна компания приобретает контроль над другой, полностью или частично.

По соотношению покупателя и цели можно выделить следующие типы консолидации: прямая – присоединение компании-цели к компании-консолидатору; обратная – присоединение компании-консолидатора к компании-цели (применяется для выхода компаний на фондовый рынок путем приобретения компании, представленной на бирже, для налоговых целей или при желании сохранить известный бренд); создание нового юридического лица [119].

По национальной принадлежности объединяемых компаний выделяют национальные и транснациональные слияния [126]:

национальные слияния – объединение компаний, находящихся в рамках одного государства;

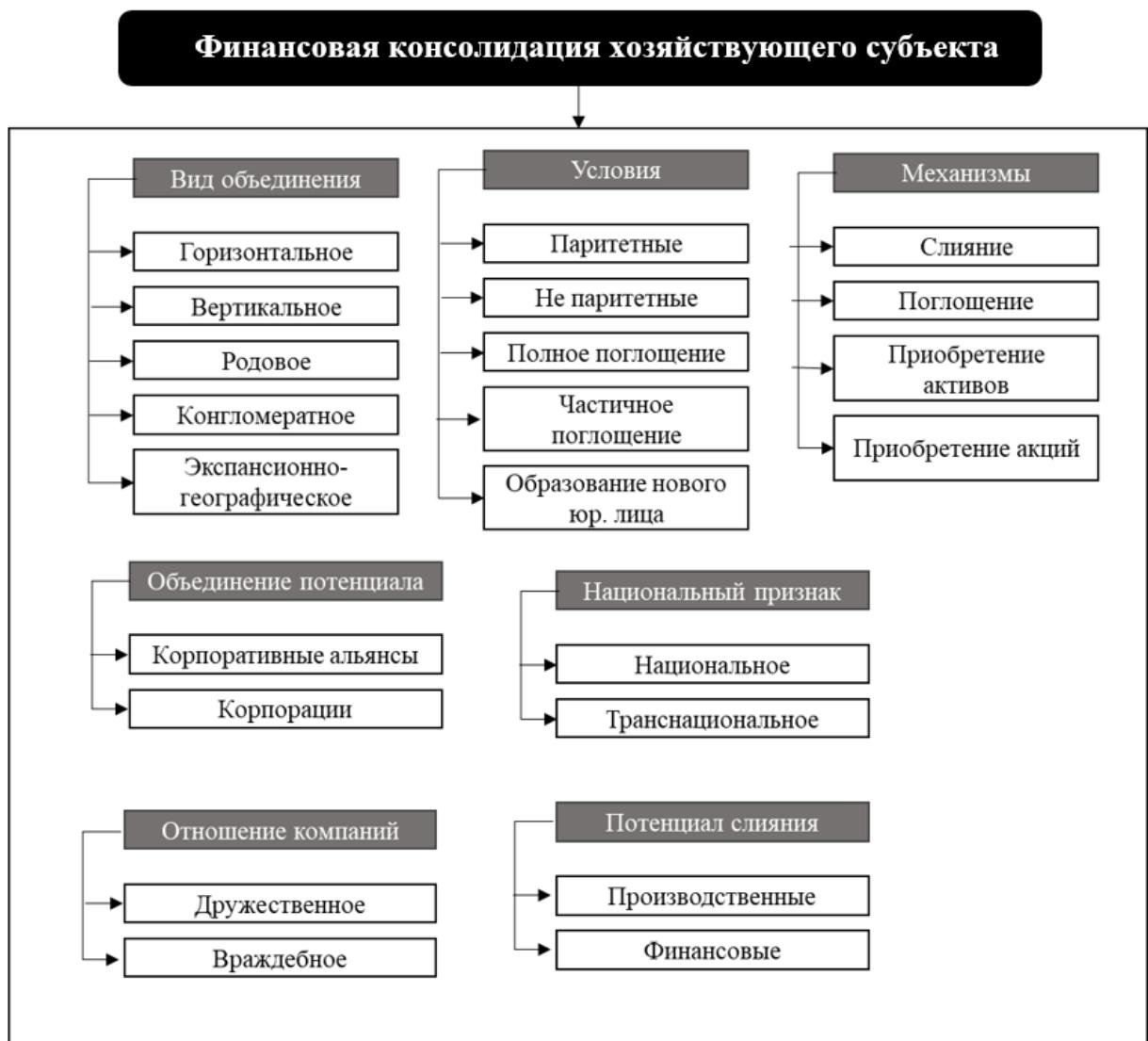
транснациональные слияния – слияния компаний, находящихся в разных странах.

Важно отметить, что на данный момент не существует единого подхода к классификации процессов финансовой консолидации. Отсутствие единого подхода к классификации может быть связано с разнообразием целей, форм и

методов консолидации, а также с различиями в правовых и экономических условиях в разных странах и отраслях.

Обобщенные подходы отечественных и зарубежных авторов к классификации процессов финансовой консолидации хозяйствующих субъектов представлены в приложении А.

На основании представлений отечественных авторов о видах и формах финансовой консолидации хозяйствующих субъектов сформирована более полная классификация, отражающая все аспекты слияния на рисунке 1.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Классификация процессов финансовой консолидации хозяйствующих субъектов

Анализ показывает, что сделки по слиянию и поглощению могут иметь различную направленность, внутреннюю или внешнюю, дружественную или нет, а также могут быть финансированы в денежной форме или с использованием ценных бумаг. В каждом конкретном случае принятие решения о сделке требует детального анализа ее структурирования, практической реализации, возможных рисков и преимуществ.

Результаты процесса консолидации могут принимать различные формы, включая следующие [22]:

- 1) ассоциация – форма интеграции, представляющая собой договорное объединение физических или юридических лиц, направленное на достижение общей, как правило, некоммерческой цели;
- 2) картель – объединение финансово и производственно независимых организаций в монополистическую структуру;
- 3) конгломерат – форма консолидации, представляющий собой монополистический союз, сформированный организациями, осуществляющими деятельность в различных отраслях экономики;
- 4) концерн – форма объединения промышленных компаний, сохраняющих свою финансовую и юридическую самостоятельность;
- 5) корпорация – одна из форм интеграции, представляющая собой экономическое объединение, учредители которого обладают правом членства;
- 6) метакорпорация – стратегический альянс, формирующий многонациональные и транснациональные корпорации;
- 7) пул – временное объединение организаций, при котором финансовые результаты деятельности его участников аккумулируются в едином фонде и распределяются между ними в соответствии с заранее согласованными условиями;
- 8) синдикат – объединение хозяйствующих субъектов, специализирующихся на производстве однородной продукции, созданное с целью обеспечения коллективного сбыта данной продукции через единую торговую сеть;

9) финансово-промышленная группа – объединение промышленных предприятий с финансовыми учреждениями на основе установленных между ними отношений экономического и финансового взаимодействия;

10) холдинг – консолидированная структура, состоящая из материнской организации и сети контролируемых компаний.

Самыми распространенными являются следующие методы консолидации:

1) метод полной консолидации (приобретения). Данный метод консолидации предполагает специфическую форму интеграции компаний, при которой одна компания получает контроль над другой. В рамках этой структуры одна компания функционирует как материнская, а другая — как дочерняя;

2) метод пропорциональной консолидации. Применяется в ситуациях совместного контроля над предприятием в случаях, когда материнская компания совместно с другими инвесторами владеет предприятием на равных или близких к равным долях (как правило, 50% на 50%). Этот метод часто используется в рамках совместных предприятий или партнерств, где отсутствует единоличный контроль;

3) метод долевого участия, при котором доля участия в ассоциированном предприятии первоначально признается по фактической стоимости, а затем подлежит корректировке на произошедшие после приобретения изменения в доле участника совместного предприятия в чистых активах совместно контролируемого предприятия.

Финансовая консолидация играет ключевую роль в управлении государственными корпорациями.

Согласно Федеральному закону от 12.01.1996 № 7-ФЗ (ред. от 13.12.2024, с изм. от 23.11.2007) «О некоммерческих организациях», государственной корпорацией признается не имеющая членства некоммерческая организация, учрежденная Российской Федерацией на основе имущественного взноса и созданная для осуществления социальных,

управленческих или иных общественно полезных функций. Государственная корпорация создается на основании федерального закона.

Формирование государственных корпораций характеризуется рядом существенных аспектов. Каждая корпорация учреждается с конкретными целями на базе государственного капитала и осуществляет свою деятельность в соответствии с утвержденной стратегией развития.

Финансовая консолидация организаций в составе госкорпораций – это процесс объединения нескольких организаций под управлением одной государственной корпорации. Этот процесс может включать в себя слияние, поглощение или создание совместных предприятий.

В настоящем исследовании термин «консолидация организаций в составе государственной корпорации» используется как экономическая категория, описывающая формирование и углубление интеграции группы компаний, концентрацию контроля над активами, объединение денежных потоков и выработку единой финансовой политики. С правовой точки зрения, такая консолидация реализуется через предусмотренные ст. 57 Гражданского кодекса Российской Федерации формы реорганизации юридических лиц: слияние, присоединение, разделение, выделение, преобразование, а также их комбинированные варианты.

Кроме того, консолидация может осуществляться посредством сделок по приобретению долей (акций), не сопровождающихся реорганизацией, но приводящих к изменению структуры корпоративного контроля и расширению периметра группы лиц.

Функционирование консолидированной группы компаний представляет собой процесс взаимодействия между участниками в рамках единой финансовой стратегии развития.

На основе вышеизложенного можно выделить цели финансовой консолидации для госкорпораций:

1) достижение синергетического эффекта. При объединении частей в систему возникает новое свойство – эмерджентность, то есть системный

эффект, присущий только целому и выступающий содержанием синергии; в нашей логике он раскладывается на взаимосвязанные компоненты: операционный (экономия издержек за счет масштаба и загрузки мощностей, стандартизация процессов, оптимизация цепочек поставок), коммерческий (расширение рынков и продуктовой линейки, перекрестные продажи, укрепление ценовой позиции), финансовый (снижение стоимости капитала, эффект налогового щита, централизация казначейства и высвобождение оборотного капитала), инвестиционный (исключение дублирования капитальных вложений, совместное использование инфраструктуры и НИОКР), управлеченческий и технологический (повышение качества управления, ускорение переноса технологий и внедрения инноваций), а для госкорпораций дополнительно — бюджетно-социальный (прирост налоговых поступлений, занятость, локализация) [47];

2) повышение конкурентоспособности. Консолидация позволяет объединить ресурсы и усилия для борьбы с конкурентами, оптимизировать бизнес-процессы и повысить качество продукции или услуг. Это делает корпорации более устойчивыми на рынке и способными эффективно противостоять внешним вызовам;

3) обеспечение высокого уровня физической и информационной безопасности. Консолидация может способствовать созданию централизованных систем безопасности, которые обеспечивают более высокий уровень защиты от внешних и внутренних угроз. Это включает в себя как физическую защиту объектов, так и защиту информационных систем;

4) сокращение расходов на защитные мероприятия и повышение их эффективности. Объединение ресурсов и усилий позволяет более рационально планировать и реализовывать защитные меры, что повышает общую эффективность системы безопасности;

5) оптимизация использования ресурсов и повышение эффективности их распределения;

6) снижение издержек и повышение общей экономической эффективности деятельности;

7) укрепление финансовой дисциплины и повышение прозрачности финансовых потоков. Эффективная и прозрачная финансовая консолидация способствует повышению инвестиционной привлекательности государственной корпорации. Это может привлечь дополнительные финансовые ресурсы, что, в свою очередь, стимулирует развитие и рост корпорации;

8) создание условий для привлечения инвестиций и развития инновационных проектов;

9) эффективное управление финансовыми рисками. Консолидация позволяет осуществлять более глубокий и всесторонний анализ финансовых рисков;

10) оптимизация финансового планирования. Интеграция консолидированных данных позволяет осуществлять более точную оценку будущих финансовых потоков и потребностей. Это способствует повышению эффективности финансового планирования и бюджетирования, что, в свою очередь, обеспечивает рациональное управление финансовыми ресурсами и достижение стратегических целей организации.

Таким образом, финансовая консолидация играет важную роль для госкорпораций, поскольку позволяет получить более полное представление о финансовом состоянии всей группы компаний, оптимизировать финансовые потоки и снизить издержки, повысить эффективность управления и принятия решений, улучшить прозрачность и подотчетность перед акционерами и регуляторами.

Наличие тенденции к консолидации компаний предполагает определенные предпосылки получения финансово-экономических и социальных выгод и преимуществ. В период структурной трансформации российской экономики госкорпорациям необходимо перестраивать модель управления, опираясь на принципы рационального управления финансами.

Консолидация дает положительный долгосрочный эффект и является экономически целесообразной как для самой госкорпорации, так и для государственного сектора экономики.

Как было отмечено ранее, консолидация организаций и их активов в рамках государственных корпораций в России представляет собой уникальный экономический и управленческий феномен. Этот процесс кардинально отличается от классических рыночных слияний и поглощений (M&A), поскольку преследует иные цели и использует специфические механизмы, продиктованные государственной промышленной политикой. Выделим ключевые особенности данного процесса:

1) государственно-директивный характер инициации. В отличие от рыночных сделок, инициируемых частными акционерами в поисках синергии, консолидация в госкорпорациях является целенаправленным процессом, управляемым государством. Решения о передаче активов принимаются на высшем политическом уровне через указы Президента Российской Федерации, федеральные законы и постановления Правительства. Как отмечают исследователи, передача активов в виде имущественного взноса Российской Федерации является ключевым нерыночным механизмом, который формирует саму структуру этих образований [24]. Этот инструмент позволяет государству напрямую реструктурировать целые отрасли без проведения формальных процедур купли-продажи;

2) приоритет стратегических целей над коммерческими. Основной движущей силой консолидации являются не сиюминутные финансовые выгоды, а долгосрочные стратегические задачи государства (обеспечение национальной безопасности, достижение технологического суверенитета, реализация нацпроектов, финансовое оздоровление и реструктуризация и т.д.);

3) отраслевой масштаб и формирование вертикально-интегрированных структур. Консолидация носит не точечный, а массовый характер, охватывая целые промышленные секторы. В результате

госкорпорации трансформируются в гигантские отраслевые холдинги. Целью такой интеграции является выстраивание полного производственного цикла — от фундаментальных исследований и добычи сырья до выпуска конечной продукции и ее сервисного обслуживания. Подобная вертикальная интеграция рассматривается как способ повышения управляемости, контроля над цепочками поставок и оптимизации внутренней кооперации между десятками и сотнями предприятий [35]. В качестве примеров часто приводятся ГК «Росатом», объединившая всю атомную отрасль, и ГК «Ростех», консолидировавшая активы в машиностроении, ОПК и высокотехнологичных отраслях;

4) централизация управления и финансовых потоков. После формальной передачи активов начинается длительный процесс их фактической интеграции, ключевым элементом которого является централизация управления. Госкорпорация внедряет единые стандарты и процедуры, включая:

- централизованное казначейство для контроля над финансовыми потоками;
- единую систему закупок для повышения прозрачности и снижения издержек;
- общие корпоративные стандарты в области управления персоналом, ИТ и безопасности.

Эта модель позволяет усилить контроль над дочерними обществами, однако, как отмечается в ряде работ, она несет риски излишней бюрократизации и снижения операционной гибкости на местах [159];

5) сложности практической интеграции. Несмотря на формальную консолидацию, госкорпорации сталкиваются с серьезными вызовами при интеграции крайне разнородных активов. К ним относятся предприятия с устаревшей корпоративной культурой, различным технологическим уровнем (от передовых до убыточных), а также разной организационно-правовой

формой. Процесс их реальной интеграции требует огромных инвестиций и управленческих усилий, растягиваясь во времени.

Результаты проведенного анализа представим в таблице 2.

Таблица 2 – Ключевые отличия консолидации организаций в госкорпорациях от частного сектора

Особенность	Ключевое отличие от частного сектора
Инициатор	Государство (указы, законы), а не рынок
Цели	Стратегические и государственные, а не только коммерческая выгода
Механизм	Передача активов в качестве имущественного взноса, а не купля-продажа
Масштаб	Консолидация целых отраслей, а не отдельных компаний
Структура	Создание вертикально-интегрированных холдингов с полным циклом производства
Управление	Жесткая централизация финансов, закупок и корпоративных стандартов

Источник: составлено автором.

На основе проведенного анализа отличительных характеристик процессов консолидации организаций в государственных корпорациях и в частном секторе представляется возможным сделать вывод, что консолидация организаций в составе госкорпораций выступает инструментом государственной промышленной и финансовой политики. Ее основное назначение состоит не столько в локальной оптимизации финансовых результатов отдельных компаний, сколько в решении макроэкономических задач, которые представляются следующими: модернизации ключевых отраслей, обеспечении технологического суверенитета, концентрации ресурсов на приоритетных направлениях и создании условий для повышения эффективности отдельных предприятий в рыночных условиях.

Более того, анализ теоретических и прикладных источников, приведенных в данной главе, показывает, что при всей разработанности учетно-правового и организационного контуров консолидации (от МСФО-консолидации отчетности до корпоративно-правовых механизмов реорганизации) ключевые вопросы формирования финансовой стратегии остаются решенными фрагментарно: одни работы ограничиваются оценкой слияний и поглощений и разовым расчетом эффекта, игнорируя стоимостно-

ориентированную архитектуру целей консолидации; другие описывают казначейские практики и структуру капитала, но не увязывают их с факторной моделью внешних и внутренних детерминант; трети концентрируются на рисках, не переводя их в регламенты ковенант и процедур корректировки стратегии; наконец, практически отсутствуют методики, которые последовательно трассируют путь от источников синергии к измеримому финансовому результату объединенной группы и его мониторингу. Таким образом, комплексный подход, при котором цели и метрики, политика финансирования, инвестиционная дисциплина и риск-контур образуют единую, факторно-параметризованную систему принятия решений, в существующей литературе либо не представлен, либо изложен частями и без необходимой межблочной согласованности, что и обуславливает необходимость настоящего исследования.

Таким образом, данный параграф задал понятийно-категориальный каркас исследования финансовой консолидации в контуре государственных корпораций. Во-первых, обоснована необходимость уточнения таких предпосылок формирования процесса консолидации, как финансово-экономических и институциональных, что фиксирует границы предмета и объясняет, почему именно в госкорпорациях консолидация становится инструментом устойчивости и управляемости, а не только учетной процедурой. Во-вторых, проведена систематизация трактовок «консолидации», и предложено определение «финансовой консолидации организаций в составе госкорпораций» как целенаправленного объединения под управлением госкорпорации (через слияния, поглощения и иные формы), дополненное правовым контекстом Федерального закона от 12.01.1996 № 7-ФЗ (ред. от 13.12.2024, с изм. от 23.11.2007) «О некоммерческих организациях» для фиксации специфики публично-правового субъекта. Это уточнение снимает терминологическую коллизию между учетной и стратегической плоскостями анализа. В-третьих, обобщены и сопоставлены формы и результаты интеграции (ассоциации, картели, концерны, холдинги и

др.), и показано отсутствие единого подхода к их классификации. На данной основе предложена композиция классификационных признаков, релевантная финансам госкорпораций: по объекту консолидации (капитал/денежные потоки/финансовые результаты), по механизму (организационная, учетная, договорная; включая полный контроль, совместный контроль и значительное влияние — с увязкой с методами консолидации и методом долевого участия), по пространственному охвату (национальная/транснациональная) и по целевому назначению (стабилизационная, инвестиционно-развивающая, импортозамещающая). Такое структурирование устраняет методологический разрыв между стратегическими решениями и консолидированной отчетностью и создает базу для единообразной оценки синергетического, финансового и бюджетного эффектов в последующих главах.

## **1.2 Факторы формирования финансовой стратегии консолидации организаций**

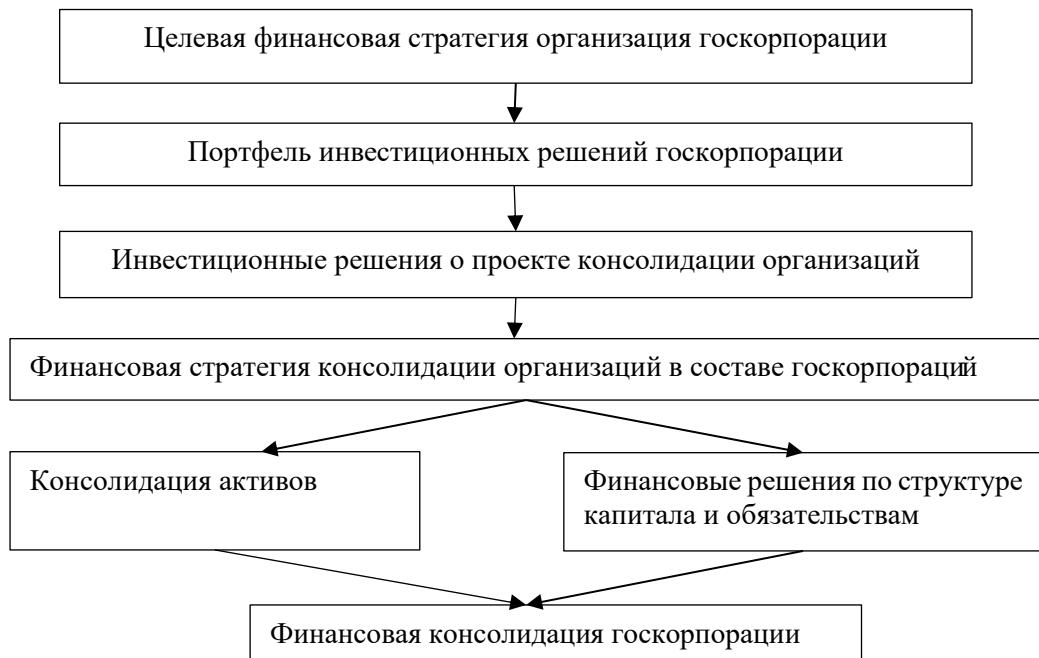
Прежде чем переходить к факторному анализу, необходимо концептуально зафиксировать, что понимается под финансовой стратегией в процедуре консолидации, поскольку именно корректная дефиниция финансовой стратегии определяет границы предмета, структуру последующих решений и правила оценки результата.

Так, финансовая стратегия консолидации представляет собой согласованную систему целевых ориентиров и совокупность принципов, которые обеспечивают привлечение и распределение ресурсов, выбор структуры финансирования, синхронизацию денежных потоков и управление финансовыми рисками, тем самым переводя интеграционные намерения в измеримый финансовый результат консолидированной группы [10].

Рассматривая сущность финансовой стратегии, следует отметить, что она строится на наборе ключевых элементов, который, с одной стороны, отражает стоимостную направленность стратегии и задает правила

финансирования, платежной дисциплины и инвестиционного отбора, а с другой, — встраивает процедуры риск-менеджмента и обеспечивает количественную верификацию результатов.

Для устранения терминологической неопределенности и прояснения соотношения уровней стратегических и проектных решений, связанных с консолидацией организаций в составе государственных корпораций, целесообразно представить их во взаимосвязанной иерархической форме. На рисунке 2 отражена иерархия целевой финансовой стратегии госкорпорации, инвестиционного решения о проекте консолидации организаций и финансовой стратегии консолидации организаций, соответствующая логике разделения инвестиционных и финансовых решений в современной теории корпоративных финансов.



Источник: разработано автором.

Рисунок 2 – Иерархия стратегических и проектных финансовых решений при консолидации организаций в составе государственной корпорации

Представленная схема позволяет разграничить три ключевых уровня принятия решений. На верхнем уровне находится целевая финансовая стратегия госкорпорации, задающая допустимый диапазон показателей

рентабельности, структуры собственного и заемного капитала, долговой нагрузки и ликвидности, а также общие ориентиры развития и приемлемый уровень финансовых рисков. Ниже формируется портфель инвестиционных решений, внутри которого принимается решение о целесообразности проекта консолидации организаций на основе расчетов чистой приведенной стоимости, внутренней нормы доходности, срока окупаемости и ожидаемого синергетического эффекта. Следующий уровень представлен финансовой стратегией консолидации как функциональным элементом целевой финансовой стратегии: она определяет источники и условия финансирования проекта, соотношение собственного и заемного капитала, предельный объем долговых обязательств, а также целевые значения ключевых финансовых коэффициентов - показателей рентабельности капитала, коэффициента покрытия процентов (соотношения финансового результата и расходов на обслуживание долга), коэффициентов долговой нагрузки и показателей ликвидности. В совокупности решения по консолидации активов и изменению структуры капитала приводят к финансовой консолидации госкорпорации, понимаемой как сформированная консолидированная финансовая позиция с интегрированными денежными потоками, активами и обязательствами и консолидированной отчетностью, отражающей достигнутые значения рентабельности, долговой устойчивости и ликвидности.

В рамках представленной иерархии ключевые элементы финансовой стратегии консолидации представляют собой следующие метрики [125]:

### 1) Цели консолидации.

Именно целевые ориентиры определяют ключевые ориентиры интеграции: пока не зафиксированы стоимостные цели и финансовые пороги (долговая нагрузка, показатели ликвидности), любые решения об объединении остаются декларативными, тогда как консолидация предполагает перераспределение ресурсов, изменение структуры капитала и управлеченческих полномочий; следовательно, нужны формальные критерии,

по которым можно отсеивать неэффективные инициативы, корректировать темп интеграции и доказывать достижение синергии.

## 2) Принципы стратегии.

Комплексность, системность, гибкость, ориентация на результат, прозрачность и подотчетность образуют базис, без которого консолидация превращается в набор разрозненных мероприятий. Следует отметить, что данный элемент является критически важным поскольку он сохраняет целостность стратегической модели при изменении внешних параметров (ставки, инфляция, регуляторные требования): варьируются сценарии и бюджеты, но не меняются критерии добросовестности, сопоставимости и приоритизации, а значит, сохраняется воспроизводимость управленческих выводов.

## 3) Политика финансирования и структура капитала.

Консолидация почти всегда сопровождается инвестиционными и долговыми решениями, причем стоимость капитала и ковенантные ограничения определяют предельную глубину интеграции и скорость достижения эффектов; поэтому выбор источников (собственный капитал, долговые инструменты, проектное/внутригрупповое финансирование), целевые ориентиры по левериджу и WACC, а также правила поддержания ковенант являются основным ядром стратегии.

## 4) Управление рисками.

Неопределенность курсов, ставок, спроса и регуляторных требований при консолидации возрастает, поскольку интеграция расширяет периметр рисков и усиливает взаимозависимости, следовательно, идентификация, количественная оценка, сценарное моделирование и стресс-тесты должны быть встроены в стратегию, для обеспечения синергетической эффекта от консолидации.

Следует отметить, что именно данный набор ключевых элементов позволяет, с одной стороны, превратить интеграционные гипотезы в план-графики с бюджетами и лимитами, а с другой — вернуть результаты в контур

управления через систему метрик и триггеров. Практически это означает, что выбор структуры капитала и условий заимствований производится под заданные целевые пороги доходности и долговой устойчивости. Более того, риск-контур позволяет не только выявить слабые стороны консолидации, но и предписывает масштабы и очередность корректировок для достижения синергетического эффекта.

Вместе с тем, даже методологически стройная архитектура стратегии остается параметрически незаполненной, поскольку конкретные значения порогов доходности и леверида, ковенант ликвидности и триггеров корректировок, а также приоритеты бюджетного распределения не могут задаваться произвольно, но должны выводиться из совокупности детерминант — от макроэкономических и регуляторных ограничений до внутренней структуры собственности, устойчивости денежных потоков и операционной зрелости участников объединенной группы; следовательно, для того чтобы превратить каркас стратегии в настраиваемую систему управлеченческих решений, требуется явная идентификация факторов, установление направлений их воздействия и калибровка элементной базы стратегии с учетом измеряемой силы влияния каждого фактора.

Выявление и анализ факторной зависимости при разработке финансовой стратегии консолидации в составе государственных корпораций представляются принципиально важными, так как именно совокупность факторов во многом определяет направление и результативность интеграционных процессов. В условиях многоуровневой структуры госкорпораций и высокой зависимости от внешних макроэкономических и институциональных условий, целесообразно использование именно факторного анализа, позволяющего не только классифицировать детерминанты по внутренним и внешним источникам, но и проследить их количественное и качественное влияние на итоговые финансовые показатели. Такой методологический акцент обеспечивает возможность не ограничиваться общей констатацией эффектов консолидации, а выявлять

причинно-следственные связи, корректировать финансовые управленческие решения в зависимости от силы и направления воздействия факторов, а также соотносить выбранные стратегии с потенциальным уровнем синергии, финансовой устойчивости и бюджетного результата.

Формирование финансовой стратегии консолидации — это сложный процесс, на который влияет множество взаимосвязанных факторов. Их можно условно разделить на две большие группы: внутренние (зависящие от самой группы компаний) и внешние (условия окружающей среды).

Проведем подробный разбор указанных факторов [123]:

### I Внутренние факторы

Это факторы, которые находятся под контролем менеджмента группы компаний и определяются ее внутренним состоянием.

1) Стратегические цели и этап жизненного цикла группы. Финансовая стратегия является производной от общей корпоративной стратегии.

– Стадия роста и экспансии: если группа нацелена на захват рынка, слияния и поглощения (M&A), то финансовая стратегия будет сфокусирована на привлечении капитала (кредиты, выпуск акций), реинвестировании прибыли и агрессивной инвестиционной политике.

– Стадия зрелости: для стабильной группы компаний главной целью становится повышение операционной эффективности, оптимизация издержек и максимизация денежного потока. Стратегия смещается в сторону управления ликвидностью, выплаты дивидендов и снижения долговой нагрузки.

– Стадия реструктуризации или кризиса (цель — выживание): стратегия будет направлена на сокращение расходов, продажу непрофильных активов, реструктуризацию долгов и централизацию контроля над финансами для предотвращения банкротства.

2) Структура группы и степень контроля. Характер взаимосвязей внутри холдинга напрямую влияет на финансовую модель.

– Степень владения: полный контроль (100% дочерние компании) позволяет жестко централизовать финансовые потоки. При наличии совместных предприятий или миноритарных акционеров стратегия должна быть более гибкой и учитывать интересы партнеров.

– Степень централизации управления. Существует выбор между двумя моделями:

а) *жесткая централизация (единое казначейство)*: головная компания управляет всеми финансовыми потоками, забирая излишки у одних «дочек» и перераспределяя их другим. Это повышает контроль, но может демотивировать дочерние компании;

б) *децентрализация*: дочерние компании обладают финансовой самостоятельностью, а головная компания выполняет лишь контрольные функции. Это повышает гибкость, но создает риски потери контроля.

– Географическая диверсификация. Международные холдинги сталкиваются с валютными рисками, различиями в налоговом законодательстве и правилах вывода капитала, что усложняет финансовую стратегию.

3) Финансовое состояние и диверсификация портфеля активов. Текущее здоровье компаний группы — основа для планирования.

– Рентабельность и долговая нагрузка: наличие «дойных коров» (высокоприбыльных «дочек») и «собак» (убыточных) определяет возможность внутреннего перераспределения средств. Высокий совокупный долг ограничивает возможности для инвестиций.

– Однородность активов: если все компании работают в одной отрасли, они подвержены одинаковым рискам. Диверсифицированный холдинг (компании из разных отраслей) более устойчив, и его финансовая стратегия может быть более рискованной.

– Качество активов: наличие ликвидных активов, которые можно быстро продать или заложить, повышает финансовую гибкость группы.

4) Корпоративная культура и система управления. Человеческий и технологический факторы играют ключевую роль.

– Прозрачность и подотчетность: нежелание менеджмента дочерних компаний раскрывать реальное финансовое положение может саботировать любую стратегию.

– Уровень автоматизации (IT-инфраструктура): наличие единой ERP-системы, позволяющей видеть финансовые показатели всей группы в режиме реального времени, является технологической основой для эффективной консолидации. Без этого управление превращается в хаос.

– Квалификация менеджмента: компетентность финансового директора и его команды определяет способность разработать и реализовать сложную консолидированную стратегию.

## II Внешние факторы [27]

Это факторы внешней среды, которые группа компаний не может контролировать, но обязана учитывать.

1) Макроэкономическая среда. Глобальные и национальные экономические условия задают «правила игры».

– Стоимость капитала: уровень процентных ставок (ключевая ставка ЦБ) напрямую влияет на стоимость заемных средств и привлекательность инвестиционных проектов.

– Уровень инфляции: высокая инфляция обесценивает прибыль и требует внедрения механизмов хеджирования.

– Стабильность валютного курса: для экспортёров и импортёров колебания курсов являются одним из главных финансовых рисков.

– Общая экономическая конъюнктура: рост или спад ВВП, уровень потребительского спроса влияют на выручку и прибыльность всех компаний группы.

2) Нормативно-правовая среда. Законодательство формирует жесткие рамки для финансовых операций.

– Налоговое законодательство: правила налогообложения прибыли, НДС, налога на имущество, а также наличие правил о контролируемых иностранных компаниях и трансфертном ценообразовании напрямую формируют финансовую стратегию.

– Валютное регулирование: ограничения на движение капитала, обязательная продажа валютной выручки и другие требования усложняют управление финансами в международных холдингах.

– Антимонопольное законодательство: ограничения на слияния и поглощения могут помешать реализации стратегии роста.

3) Состояние финансовых рынков. Доступность внешних источников финансирования — критический фактор.

– Развитость фондового рынка: возможность проведения IPO/SPO для привлечения акционерного капитала.

– Емкость рынка облигаций: возможность привлекать долгосрочное финансирование через выпуск корпоративных бондов.

– Доступность банковского кредитования: условия, на которых банки готовы кредитовать крупные холдинги.

4) Отраслевая специфика и конкуренция. Положение дел в конкретной отрасли.

– Уровень конкуренции: в высококонкурентных отраслях маржинальность низка, что требует жесткой стратегии по контролю над издержками.

– Капиталоемкость: отрасли, требующие больших постоянных инвестиций (металлургия, энергетика), нуждаются в стратегии, ориентированной на долгосрочное планирование капитальных затрат.

– Цикличность отрасли: сезонные или циклические колебания спроса требуют создания резервов и гибкого управления ликвидностью.

Таким образом, все описанные выше факторы можно свести в таблице 3 с указанием их влияния на финансовую стратегию.

Таблица 3 – Сводная таблица факторов

Категория	Факторы	Влияние на стратегию
Внутренние	Стратегические цели	Определяет направленность: рост, эффективность или выживание
	Структура и контроль	Задает модель управления: централизованная или децентрализованная
	Финансовое состояние	Ограничивает или расширяет возможности для инвестиций и маневра
	Корпоративная культура и ИТ	Определяет возможность практической реализации стратегии
Внешние	Макроэкономика	Влияет на стоимость денег, риски и общую прибыльность
	Законодательство	Устанавливает обязательные правила игры (налоги, регулирование)
	Финансовые рынки	Определяют доступность и стоимость внешнего финансирования
	Отрасль и конкуренция	Формируют требования к управлению издержками и инвестициями

Источник: составлено автором на основе [11].

Эффективная финансовая стратегия консолидации всегда является результатом комплексного анализа и баланса всех факторов, приведенных выше.

Понимание зависимости между этими факторами — ключ к разработке жизнеспособной стратегии. Факторы не существуют в вакууме; они образуют сложную, динамическую систему, где изменение одного элемента вызывает цепную реакцию в других. И как раз эту факторную зависимость можно представить в виде иерархической модели, где одни факторы являются основополагающими (задают «правила игры»), а другие — производными.

В основе всего лежит корпоративная стратегия группы, которая сама формируется под давлением внешней среды, а финансовая стратегия является инструментом для ее достижения. На рисунке 3 предлагается следующая схема.



Источник: разработано автором.  
Рисунок 3 – Схема финансовой стратегии

Схема показывает, как внешние, неконтролируемые факторы задают общую рамку, которая влияет на выбор корпоративной стратегии. В свою очередь, эта стратегия определяет требования к внутренним ресурсам, которые также накладывают свои ограничения. Финансовая стратегия является итоговым продуктом, синтезирующим все эти влияния.

Уровень 1: Основополагающие внешние факторы (Контекст). Это глобальные условия, которые группа не может изменить, но к которым обязана адаптироваться.

1) Макроэкономические условия и рыночная конъюнктура. Именно они задают «цену капитала» и общий уровень деловой активности. Влияние прослеживается в следующем: фактор верхнего уровня, определяющий

поведение прочих детерминант. Повышение ключевой ставки удорожает заемное финансирование и усиливает долговую нагрузку; спад экономической активности сокращает выручку; высокая волатильность ограничивает деятельность на рынках капитала и затрудняет реализацию корпоративной стратегии.

2) Регуляторная среда. Совокупность норм налогового, валютного и антимонопольного права формирует жесткие институциональные рамки. Влияние прослеживается в следующем: задает допустимую конфигурацию группы (включая правила трансфертного ценообразования и контролируемых сделок), напрямую воздействует на финансовую модель через налоговую базу и режимы, а также определяет доступные механизмы привлечения и репатриации капитала.

**Вывод.** Внешняя среда представляет собой базовый слой финансовой стратегии: она калибрует уровень риска и доступность ресурсов, тогда как внутренние финансовые управленческие решения лишь адаптируются к заданным ограничениям.

**Уровень 2: Стратегические внутренние факторы (Целеполагание).** Это выбор самой компании, сделанный с оглядкой на внешнюю среду.

1) Корпоративная стратегия (ориентации: рост, удержание позиции, антикризисное управление) — ключевой внутренний детерминант. Влияние прослеживается в том, что она предопределяет целевую архитектуру группы (нужны ли присоединения, покупка/продажа активов), параметры финансовой емкости (объем, сроки и источники привлечения средств) и модель корпоративного управления (степень централизации, регламенты контроля расходов и инвестиционной дисциплины). Иными словами, выбранный стратегический контур переводит внешние ограничения в конкретные организационно-финансовые решения.

**Уровень 3: Операционные внутренние факторы (Исполнение).** Это внутренние ресурсы и ограничения, которые определяют, насколько реалистична корпоративная стратегия.

1) Архитектура группы и ее фактическая финансовая позиция. Эти параметры образуют замкнутый контур взаимного влияния. Влияние прослеживается в следующем: текущая рентабельность, ликвидность и долговая нагрузка задают «потолок» стратегических амбиций (например, возможности финансировать M&A, реорганизации). Одновременно конфигурация периметра (наличие убыточных дочерних обществ, перекрывающихся функций, внутригрупповых разрывов по марже) напрямую формирует консолидированные показатели и устойчивость баланса.

2) Система управления и финансово-информационная инфраструктура группы. Это фактически «операционная среда» реализации финансовой стратегии. Влияние заключается в наличии унифицированной ИТ-платформы, регламентов бюджетирования и прозрачного контроля движений денежных средств определяет управляемость периметра и качество консолидированной отчетности. Дефицит компетенций управленческой команды или низкая прозрачность процессов способны нивелировать даже методически выверенную стратегию, повышая риски исполнения и издержки агента.

Далее, рассмотрим ключевые факторы, определяющие финансовую стратегию крупнейших российских государственных корпораций — ГК «Ростех», ГК «Росатом», ВЭБ.РФ и ГК «Роскосмос». Сопоставление проводится по стратегическим целям, структуре группы, влиянию внешней среды, правовым ограничениям и уровню конкуренции. Такой подход позволяет наглядно показать, что каждая корпорация имеет собственную специфику: ГК «Ростех» концентрируется на оборонном комплексе и технологическом суверенитете, ГК «Росатом» реализует долгосрочные капиталоемкие проекты в ядерной энергетике, ВЭБ.РФ выступает институтом развития и финансирует приоритетные национальные проекты, а ГК «Роскосмос» совмещает выполнение государственных программ с коммерческой деятельностью.

Выбор именно этих корпораций обусловлен их масштабом, значением для национальной экономики и высокой степенью зависимости от государственной политики: они демонстрируют разные модели взаимодействия с бюджетом, реализуют крупные инвестиционные программы и оказываются в фокусе санкционного давления. Таким образом, анализ их деятельности позволяет выявить типовые особенности и различия в формировании финансовой стратегии государственных корпораций в современных условиях.

Далее рассмотрим применение описанных выше факторов к финансовой стратегии госкорпораций и их влияние на финансовую стратегию, что отражено в таблице 4.

По итогам анализа факторной зависимости формирования финансовой стратегии консолидации организаций, была представлена каузальная архитектура формирования финансовой стратегии консолидации: внешняя среда, калибруя рамки допустимого, направляет корпоративную стратегию, которая, в свою очередь, задает фильтры и приоритеты для стратегических и операционных внутренних факторов, а те — уже совместно, через механизмы управления и координации, оформляются в параметры финансовой стратегии (целевые стоимостные ориентиры, параметры структуры капитала и финансирования); при этом показаны не только прямые, но и обратные связи, благодаря которым решение, однажды принятое на уровне стратегии группы, корректируется под воздействием накопленного внутреннего опыта и изменившегося контекста.

Таблица 4 – Сводная таблица по факторной зависимости

Фактор	Проявление у ГК «Ростех»	Проявление у ГК «Росатом»	Проявление у ГК «ВЭБ.РФ»	Проявление у ГК «Роскосмос»	Элементы и параметры финансовой стратегии
1	2	3	4	5	6
Стратегические цели	Оборона и техно-суворенитет. Реинвестирование прибыли	Глобальное лидерство в атомной сфере. Длинные капиталоемкие проекты	Институт развития. Финансирование нерентабельных нац. проектов. Прибыль не главное	Двойственная цель: госпрограмма и коммерция. Конфликт рентабельности и госнужд	Задают режим распределения прибыли и допустимую долговую нагрузку; определяют выбор источников и сроков финансирования; в оценке эффективности учитываются эффекты масштаба и социально-бюджетная отдача
Структура группы	Разнородные активы. Жесткая централизация и перекрестное субсидирование	Вертикальная интеграция. Оптимизация потоков внутри производственной цепочки	Портфель инвестиций и «токсичных» активов. Зависимость от докапитализации из бюджета	Консолидация убыточных заводов. Стратегия оздоровления и избавления от «непрофиля»	Определяет степень централизации казначейства и правила внутригрупповых расчетов; задает лимиты предполагает применение проектного финансирования под производственные цепочки
Внешняя среда (санкции)	Переориентация на внутренние и «дружественные» рынки капитала	Ограничения на импорт оборудования, поиск альтернативных поставщиков	Конкурирует не с банками, а с недоинвестированием в экономике	Сокрушительный удар от SpaceX, потеря доли рынка, вынужденная гонка технологий	В оценке эффективности — учет бюджетного эффекта и сценариев санкционного давления
Правовая среда	Законы о гособоронзаказе, секретности	Законы об атомной энергии, создание огромных резервов на безопасность	Работает по специальному ФЗ. Антикризисный инструмент Правительства	Зависимость от госпрограммы. Критический удар от санкций на компонентную базу	Обоссляет бюджеты и потоки целевого/ бюджетного финансирования

Продолжение таблицы 4

Фактор	Проявление у ГК «Ростех»	Проявление у ГК «Росатом»	Проявление у ГК «ВЭБ.РФ»	Проявление у ГК «Роскосмос»	Элементы и параметры финансовой стратегии
1	2	3	4	5	6
Конкуренция	Монополия внутри Российской Федерации, жесткая конкуренция на экспортных рынках	Глобальная конкуренция за контракты на строительство АЭС	—	—	Формирует ориентиры по доле рынка/ маржинальности и снижению удельной себестоимости; усиливает управление валютными и рыночными рисками предполагает ранжирование проектов по мультипликативному эффекту и коммерческой окупаемости

Источник: составлено автором.

Кроме того, в рамках анализа факторной зависимости определены уровни внутренней детерминации: стратегический слой (цели, архитектура владения, модель управления) описывает траекторию и правила игры, тогда как операционный слой (процессы, дисциплина исполнения, режим оборотного капитала и долговые ограничения) фиксирует исполнимость этой траектории и ее границы; тем самым устраняется смешение причин и ограничений, а управленические воздействия получают адресность. Более того, было введено временное измерение факторов — постоянные (структурные) и переменные (конъюнктурные) — что, с одной стороны, позволяет отделять то, что требует разовых институциональных решений, от того, что нуждается в сценарной настройке, а с другой — обосновывает последовательность действий при консолидации: от диагностики контекста к формированию корпоративного курса, затем к настройке внутренних блоков и, в итоге, к воплощению в финансовой стратегии, ориентированной на согласование целей государства и экономической целесообразности группы.

### **1.3 Анализ отечественного и международного опыта финансовой консолидации крупных промышленных групп/холдингов**

Финансовая консолидация крупных промышленных групп и холдингов представляет собой сложный процесс, требующий учета как международных стандартов, так и национальных особенностей ведения бизнеса. В мировой практике наибольшее распространение получили методы консолидации, регламентированные Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО, IFRS), в частности IFRS 10 «Консолидированная финансовая отчетность», IFRS 3 «Объединения бизнеса». Согласно этим стандартам, консолидация может быть полной (при контроле материнской компании), долевой (для совместных предприятий) или учитываться по методу участия (для ассоциированных компаний) [186].

Сделки M&A, совершаемые на российском рынке после введения санкций, можно разделить на два типа:

- 1) планируемые в соответствии с инвестиционной стратегией слияния и поглощения компаний с целью дальнейшей вертикальной или горизонтальной интеграции бизнеса;
- 2) вынужденная продажа российских активов иностранными компаниями, покидающими российский рынок.

Функционирование консолидированной группы компаний представляет собой процесс взаимодействия между участниками в рамках единой финансовой стратегии развития, направленный на получение дополнительных преимуществ и достижение синергетического эффекта, а также увеличение капитализации компаний.

Рынок слияний и поглощений в России, как и во всем мире, остается неотъемлемой частью экономической динамики. Несмотря на внешние и внутренние вызовы — санкционное давление, экономические спады, геополитическая нестабильность — сделки по покупке и объединению компаний продолжают заключаться ежегодно.

История показывает, что M&A-активность неизменно сопровождает любые экономические циклы. В периоды роста компании стремятся к расширению и консолидации, тогда как во времена кризисов сделки приобретают антикризисный характер: бизнес оптимизирует активы, выходит из непрофильных направлений и находит новые точки роста. Более того, сложные макроэкономические условия нередко создают возможности для стратегических инвесторов, способных приобретать активы на выгодных условиях.

В период с 2020 по 2024 год рынок слияний и поглощений в России демонстрировал нестабильную, но в целом положительную динамику.

В 2020 году объем сделок составил 39,7 миллиарда долларов США, что стало отправной точкой для анализа. В следующем году, 2021-м, объем увеличился на 15,4% и достиг 45,8 миллиарда долларов. Однако в 2022 году

произошло снижение на 6,9% до 42,6 миллиарда долларов. Среднегодовой темп роста объема сделок за период с 2020 года по 2024 год составил 1,2%, что указывает на постепенное восстановление после спада [105].

Количество сделок также претерпело значительные изменения. В 2020 году было зарегистрировано 463 сделки. В 2021 году их число увеличилось на 28,9% и достигло 597, что свидетельствует об активизации участников рынка после периода неопределенности. Однако в 2022 году этот показатель снизился на 14,1% до 513 [105].

Среднегодовой темп роста количества сделок за период с 2020 года по 2024 год составил 2,7%, что говорит о более активном росте числа сделок по сравнению с их общей стоимостью [96].

В рамках исследования был изучен опыт финансовой консолидации отечественных и зарубежных компаний таких стран, как: США, Германия, Франция, Италия, Нидерланды и Великобритания.

Следует выделить главные M&A-сделки, совершенные между российскими компаниями в 2021 году:

1) Нефтегазохимическая компания ООО «Сибур Холдинг» (далее - СИБУР) приобрела группу компаний «ТАИФ», в которую входят публичные компании татарской республики ПАО «Нижнекамскнефтехим» (далее - НКНХ) и ПАО «Казаньоргсинтез» (далее - КОС). Компании приняли решение объединить нефтехимические бизнесы, тем самым заняв лидирующие позиции как на внутреннем рынке нефтехимической продукции, так и в мире. СИБУР ожидает синергии от сделки в части закупок, маркетинга, R&D. Объединение должно позитивно отразиться на инвестиционной программе НКНХ и КОС. С момента официального объявления о сделке в конце апреля 2021 года рост акций КОС превышал 30%, бумаги НКНХ дорожали более чем на 7%. Основной рост бумаг произошел позже [96].

2) «Лента» приобрела региональные розничные сети ООО «Билла» (далее – Билла) в Москве и Московской области, а также розничные сети «Семья» в Перми и Пермском крае. Цена сделок составила 19,5 млрд руб. и 2,5

млрд руб. соответственно. Особенностью данной M&A-сделки стала трансформация магазинов под формат магазинов «Лента». Благодаря данным сделкам компания в долгосрочной перспективе переформатирует собственную розничную сеть, усиливая позиции в сегменте супермаркетов. Сделка позволила увеличить охват экспресс-доставки, которая является одной из ключевых точек роста группы. «Лента» начала активно принимать участие на рынке M&A после принятия стратегии развития [74].

3) Лесопромышленный холдинг ПАО «Сегежа Групп» (далее – Сегежа) в октябре 2021 г. объявил о покупке крупной сибирской лесопромышленной группы ООО «Интер Форест Русс» за \$515 млн. Благодаря данной сделке, компания «Сегежа» увеличила расчетную лесосеку на 86%, производство пиломатериалов и пеллет — на 133% и 154%, соответственно. Компания ожидает, что OIBDA консолидированного бизнеса вырастет на 38–45% к уровню Сегежи. Помимо расширения масштабов бизнеса, лесопромышленный холдинг получил доступ к рынкам Азии, благодаря более удобной логистике из Сибири, а также создал задел для реализации проекта «Сегежа Восток», в рамках которого планируется построить 1–2 целлюлозно-бумажных комбинатов. Новости о покупке ООО «Интер Форест Русс» повлекли за собой активный рост акций акции лесопромышленного холдинга «Сегежа». Максимальный показатель стоимости ценных бумаг – акции прибавили к стоимости 20% от ранней стоимости ценных бумаг [173; 198].

4) ПАО «Трубная металлургическая компания» (далее - ТМК) приобрело контрольный пакет акций группы ПАО «Челябинский трубопрокатный завод» (далее - ЧТПЗ) в марте 2021 г., выкупив 86,54% долю у основного владельца. Затем компания выкупила оставшиеся доли ЧТПЗ у инвесторов, тем самым, полностью консолидировав группу. В совокупности ЧТПЗ была оценена примерно в 97,3 млрд руб. Хозяйственная деятельность двух предприятий во многих направлениях пересекается, поэтому покупка является целесообразной и перспективной для ТМК. Сделка в долгосрочной перспективе должна обеспечить синергию в капитальных затратах группы, а

также в перспективе приведет к улучшению операционной рентабельности бизнеса и экономии на издержках. После объявления сделки выраженной реакции в акциях ТМК не наблюдалось, однако ценные бумаги ЧТПЗ увеличились в стоимости на 35% [109].

5) Из современной практики можно выделить и сделку по покупке сетью розничных магазинов ПАО «Магнит» (далее – Магнит) сети магазинов АО «Дикси Групп» (далее – Дикси) за 87,6 млрд руб. Благодаря M&A, «Магнит» усилил позиции в Москве и Московской области. Его доля рынка в регионе выросла с 3,8% до 8,2%, а в Санкт-Петербурге и Ленинградской области — с 9,9% до 17,2% [194]. Для сети розничных магазинов «Магнит» сделка представляет интерес с точки зрения усиления позиций в наиболее платежеспособных регионах, а также в разрезе расширения и масштабирования направления e-grocery (товары повседневного спроса). В соответствии с соглашением, «Магнит» приобрел DIXY Holding Limited, холдинговую компанию группы компаний, управляющих 2 438 магазинами у дома под брендом «ДИКСИ» и 39 суперсторами под брендом «Мегамарт». Большинство магазинов у дома расположены в Москве и Московской области (1 319 торговых точек), Санкт-Петербурге и Ленинградской области (438 торговых точек) [197]. Остальные магазины у дома находятся в Уральском федеральном округе. Большинство суперсторов расположены в Свердловской области (35 объектов), 4 магазина - в Тюменской области. Бизнес «ДИКСИ» продолжил функционировать как отдельное юридическое лицо, а магазины – работать под существующими брендами. Управляет бизнесом «ДИКСИ» менеджмент компании – «Магнит».

6) АФК «Система» Владимира Евтушенкова завершила в 2021 году объединение своих фармацевтических активов в единый холдинг «Биннофарм групп». Согласно сообщению АФК, в состав холдинга вошли ОАО «Синтез», где у корпорации и ВТБ 56,2% (оставшаяся доля у принадлежащей «Ростеху» компании «Нацимбио»), а также АО «Алиум». В последней «Системе», банку и консорциуму инвесторов принадлежит 85,6%, владельцы оставшихся долей

не раскрываются [198]. Таким образом новая компания объединила в себе пять предприятий: «Оболенское», «Биннофарм», у которой две производственные площадки, а также «Синтез» и «Биоком». По словам президента АФК «Система» Владимира Чирахова, консолидация необходима для того, чтобы холдинг стал «одним из лидеров» российского фармрынка.

Анализ крупнейших сделок 2021 года на российском рынке слияний и поглощений (M&A) показывает, что финансовая консолидация дает устойчивый эффект там, где стратегические мотивы — укрупнение мощностей и кооперации (ООО «Сибур Холдинг» и группа компаний «ТАИФ» с ПАО «Нижнекамскнефтехим» и ПАО «Казаньоргсинтез»), ускоренная экспансия форматов и каналов сбыта (ПАО «Лента» и ООО «Билла»/сети «Семья»; ПАО «Магнит» и АО «Дикси Групп»/DIXY Holding Limited), наращивание ресурсной базы (ПАО «Сегежа Групп» и ООО «Интер Форест Русс»), а также устранение дублирующих цепочек и экономия на масштабе (ПАО «Трубная металлургическая компания» и ПАО «Челябинский трубопрокатный завод»), — заранее переводятся в параметры финансовой стратегии: задаются контуры финансирования (выстраивается график капитальных вложений) и определяются приоритеты совместных закупок. При этом консолидация фармацевтических активов в «Биннофарм групп» (АФК «Система») демонстрирует, что эффект возникает не только от масштаба, но и от комплементарности портфелей, когда единая производственно-коммерческая модель снижает удельные издержки, ускоряет вывод продуктов и стабилизирует денежный поток.

Следует отметить, что в отраслях с высокой капиталоемкостью (ПАО «Сегежа Групп» после приобретения ООО «Интер Форест Русс») финансовая стратегия дополнительно фиксирует этапность проектов, последовательность запуска мощностей и политику долгосрочного финансирования, тогда как в розничной торговле (ПАО «Лента», ПАО «Магнит») решающее значение имеют скорость переформатирования магазинов, унификация операционных процессов и логистики, что переводится в быстро монетизируемые эффекты в

расходах на закупки, логистику и общехозяйственные издержки. В промышленном контуре (ПАО «Трубная металлургическая компания» — ПАО «Челябинский трубопрокатный завод») ключ к финансовому результату — в устраниении избыточных мощностей, унификации номенклатуры и консолидированном планировании капитальных ремонтов и инвестиций, что снижает финансовый рычаг.

Для практики государственных корпораций из этого следует, что стратегия консолидации должна проектироваться «от порогов к ресурсам»: сначала фиксируются допустимые границы доходности, долговой нагрузки и ликвидности, затем формируется портфель интеграционных инициатив — «быстрые» эффекты за счет стандартизации и совместных закупок, «средние» через оптимизацию цепочек поставок и логистики, «длинные» благодаря НИОКР и развитию продуктовой линейки.

Из числа сделок, совершенных между российскими компаниями в 2022 году, можно выделить:

- 1) Инвестиционная группа Kismet Capital Group приобрела независимого владельца антенно-мачтовых сооружений (вышек для установки оборудования сотовой связи) ГК «Русские Башни», сделка оценивается в \$448 млн [189].
- 2) Сеть гипермаркетов ООО «Лента» (далее – Лента) за \$297 млн приобрела онлайн-ритейлера «Утконос», в результате чего доля компании в онлайн-сегменте увеличилась до 11% [98].
- 3) С ноября 2022 года компании «Ленинск-Кузнецкий кирпичный завод» и «Копыловская керамика» вошли в состав группы заводов FURBAU. В декабре 2022 года холдинг «УралГлавКерамика», в состав которого входят Копейский и Коркинский кирпичные заводы, стал частью «FURBAU», крупнейшего производителя кирпича в Уральском и Сибирском регионах. Группа компаний «FURBAU» является одной из крупнейших на сегодняшний день в Российской Федерации и активно развивает свое присутствие в Уральском и Сибирском регионах [73].

Главные M&A-сделки, совершенные между российскими компаниями в 2024 году:

1) Группа компаний «Русагро», один из крупнейших производителей агропродукции, завершила сделку по приобретению конкурента — ГК «Агро-Белогорье», что позволит холдингу не только удвоить выпуск свинины, но и получить актив нового типа — наложенную мясопереработку и ее сбыт. 13 ноября ГК «Русагро» объявила о закрытии сделки по консолидации 100% долей ООО «ГК Агро-Белогорье». В состав ООО «ГК Агро-Белогорье» входит 20 свиноводческих комплексов, три комбикормовых завода, мясоперерабатывающее производство и земельный банк. Активы компании расположены в Белгородской области [95].

2) В ноябре 2024 года сообщалось, что группа агропредприятий (ГАП) «Ресурс», крупнейший производитель мяса птицы в России, приобрела 100% московского производителя колбас «Царицыно». В сделку вошли все активы «Царицыно», включая торговые марки и производственные мощности. Эксперты оценили стоимость активов «Царицыно» в 2,5–3 млрд рублей. «Царицыно» — одна из крупнейших мясоперерабатывающих компаний в России, выпускает около 500 наименований колбас. Группе принадлежат торговый дом и три завода в Москве и Московской области [62].

3) К новым акционерам перешел третий по величине в РФ «Алтайвагон» — «СДС-Холдинг» продал завод группе «Талтэк» [97]. «Алтайвагон» (Новоалтайск) входит в первую тройку вагоностроительных предприятий РФ (9,8 тыс. вагонов в 2022 году). Вагоностроители находятся на пике популярности и стоимости, поэтому вполне возможно, что для компаний это способ захеджировать свои риски. У «Талтэк» есть и грузовая база, и оперирование. В январе 2024 года сообщалось, что группа «Талтэк» купила «Алтайвагон» для расширения и укрепления своего вагонного бизнеса.

Также значительными являются на рынке сделок M&A:

1) Слияние ВТБ и ВТБ24 произошло 1 января 2018 года и привело к созданию финансовой структуры под названием ПАО «ВТБ». Целью слияния было достижение синергетического эффекта. По данным Банка России, выручка ВТБ до сделки равна 672 431 066 тыс.руб., после – 1 005 414 153 тыс.руб. Выручка ВТБ24 до сделки - 240 637 239 тыс.руб., показатели после сделки оценить не представляется возможным ввиду ликвидации организации [105].

2) В 2015 году «Газпром добыча Астрахань» и «Газпром добыча Оренбург», ранее напрямую подчинявшиеся ОАО «Газпром», перешли под управление ООО «Газпром переработка» [61]. В начале марта совет директоров ОАО «Газпром» принял решение о передаче 99 % пакетов акций дочерних предприятий — ООО «Газпром добыча Астрахань» и ООО «Газпром добыча Оренбург» — в пользу другой своей «дочки» ООО «Газпром переработка». Целью реформирования является повышение эффективности работы глобальной энергетической компании как вертикально интегрированной компании и оптимизация структуры управления основными видами деятельности на уровне дочерних обществ. Переход «Газпром добыча Оренбург» и «Газпром добыча Астрахань» под контроль «Газпром переработки» является плановым и связан с масштабным процессом консолидации перерабатывающих активов газового гиганта в рамках одного структурного подразделения.

3) Группа «Росхим» (ранее «Русский водород») внезапно стала одним из крупнейших игроков в химической отрасли России. В апреле 2023 года указом президента России Владимира Путина от 13.04.2023 № 279 «О развитии АО «Башкирская содовая компания», холдингу передали в доверительное управление государственный пакет акций (47%) Башкирской содовой компании (Стерлитамак). БСК — один из крупнейших в России производителей кальцинированной, пищевой и каустической соды, а также выпускает поливинилхлорид (ПВХ) [54]. В январе 2024 г. «Волжский оргсинтез» (Волгоградская область) перешел в управление к «Росхиму». Завод

выпускает кормовой метионин, N-метиланилин, сероуглерод, анилин, флотореагенты, сульфат натрия. В феврале 2024 г. «Росхим» стал управляющей организацией для «Метафракс Кемикалс» (Пермский край), одного из крупнейших производителей метанола и формалина в РФ [54].

После рассмотрения отечественного рынка слияний и поглощений следует проанализировать международный опыт на рынке сделок M&A.

1) Слияние между компаниями Bristol-Myers Squibb и Celgene было оглашено в январе 2019 года и было одним из крупнейших слияний в фармацевтической отрасли. Сделка была оценена примерно в \$74 миллиарда [174]. Основная цель слияния заключалась в создании сильной и инновационной фармацевтической компании с более широким портфелем продуктов и значительными исследовательскими и разработческими возможностями. Совместная компания стала одной из крупнейших в мире и стремилась к разработке новых лекарственных препаратов и терапевтических решений для различных заболеваний. Сделка была завершена в конце 2019 года после получения всех необходимых регуляторных одобрений. В результате слияния компания Bristol-Myers Squibb pc приобрела все акции Корпорации Celgene (далее Celgene), по состоянию на 2023 год, объединенная компания продолжает работу под названием Bristol-Myers Squibb pc. Слияние Bristol-Myers Squibb pc. и Корпорации Celgene имело значительное влияние на фармацевтическую отрасль, позволяя объединенной компании расширить свои исследовательские возможности, повысить эффективность операций и укрепить свою позицию на рынке.

2) Впервые информация о том, что два крупных автомобильных концерна – Fiat Chrysler Automobiles (далее FCA) и PSA Group (далее PSA) – планируют объединиться, появилась в конце октября 2019 года. Чуть позже обе стороны официально подтвердили это намерение, а в декабре того же года подписали соответствующий меморандум о взаимопонимании. Позднее, 4 января 2021 года, итalo-американский автопроизводитель Fiat Chrysler (FCA) и французская автомобилестроительная компания PSA Group объявили,

что инвесторы одобрили их слияние на сумму \$52 млрд. Слияние даст около 3,7 млрд евро синергетического эффекта в год при условии, что в результате сделки не будут закрыты производства [182]. Примерно 40% синергии будет достигнуто благодаря совмещению автомобильных платформ, семейств двигателей и высокотехнологичных компонентов при одновременном увеличении масштаба производства. Более двух третей машин будет выпускаться на двух платформах, примерно по 3 млн автомобилей в год на каждой. Это будут платформы для маленьких и для компактных/средних автомобилей PSA, уточняет Automotive News. Еще 40% экономии дадут совместные закупки, остальное — совместный маркетинг, IT, администрирование и логистика. Синергия даст положительный чистый денежный поток с первого года, примерно 80% синергии будет достигнуто к четвертому году, считают компании. Общая единовременная стоимость достижения синергии оценивается ими в 2,8 млрд евро [182]. Согласно годовому отчету Stellantis N.V., по состоянию на 31 декабря 2021 года синергетический эффект от сделки составил 3,2 млрд евро [183].

3) Еще одним примером сделки по слиянию и поглощению иностранных компаний, которая привела к образованию единой штаб-квартиры и количественному и качественному росту компаний, — это сделка между компаниями Royal Dutch Shell и BG Group. В 2015 году компания показала самое резкое падение выручки в годовом выражении за последние 13 лет. Слияние Royal Dutch Shell и BG Group было объявлено в апреле 2015 года и завершено в феврале 2016 года [199]. Эта сделка стала одной из крупнейших в нефтегазовой отрасли и привела к образованию единой штаб-квартиры в Лондоне, Великобритания. После слияния компании стали обладателями значительных нефтегазовых ресурсов и производственных активов по всему миру. Это позволило компании укрепить свои позиции на мировом рынке, увеличить добывчу и разработку нефтегазовых месторождений, а также расширить свой бизнес в области жидких природных газов (LNG) и добычи сланцевой нефти. Объединение ресурсов и опыта обеих

компаний привело к увеличению операционной эффективности, снижению затрат и увеличению прибыльности бизнеса. Кроме того, компании получили доступ к новым рынкам и клиентам, что способствовало дальнейшему росту и развитию. Слияние Royal Dutch Shell и BG Group стало примером успешной интеграции двух компаний, что привело к созданию мирового лидера в области нефтегазовой промышленности и улучшению их позиций на рынке. Эта сделка продемонстрировала преимущества консолидации и синергетические эффекты, которые могут быть достигнуты при успешном объединении компаний.

4) В 2020 году компания Danfoss объявила о приобретении подразделения Eaton, специализирующегося на гидравлических системах. Данное подразделение будет интегрировано в существующий бизнес-сегмент Danfoss Power Solutions, где работает около 11,000 сотрудников и объем продаж в 2019 году составил 2,0 млрд евро [107]. Ожидалось, что данное приобретение удвоит объем продаж в сегменте гидравлических решений. Слияние позволило обеим компаниям объединить многолетний опыт в области гидравлики, что обеспечивает более высокий уровень обслуживания клиентов. Кроме того, Danfoss расширило свое присутствие на рынке промышленной гидравлики, что позволило компании предложить более широкий спектр продуктов и услуг. 2 августа 2021 года компания Danfoss (Дания) официально завершила сделку по приобретению подразделения Eaton Hydraulics, что свидетельствует о завершении процесса интеграции и начале новой фазы развития компании в области гидравлических технологий.

5) Инвестиционная компания миллиардера Уоррена Баффета Berkshire Hathaway купила акции Occidental Petroleum, занимающейся добывчей нефти и газа на сланцевых месторождениях, на \$102 млн. Berkshire приобрела 1,7 млн акций Occidental, в результате компании Баффета теперь принадлежит порядка 252,3 млн бумаг нефтепроизводителя, говорится в документах, направленных в Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC). Средняя цена покупки немного превысила \$60 за штуку. Согласно отчету для

Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC), Berkshire заплатила за этот пакет около \$102 млн. В результате компании стало принадлежать 252,3 млн акций Occidental, или 28,5%. Berkshire начала скупать акции Occidental в феврале 2022 года [177]. Информагентство отмечало, что Баффет был в хороших отношениях с главой Occidental Вики Холлуб, которая сокращала долги и возвращала деньги акционерам с тех пор, как компания купила Anadarko Petroleum в 2019 году. В июне 2024 г. Occidental и BHE Renewables, дочерняя компания энергетического подразделения Berkshire, объявили о создании совместного предприятия по производству аккумуляторного лития из геотермальных рассолов. BHE Renewables управляет десятью геотермальными электростанциями в калифорнийской долине Империал, которые перерабатывают литийсодержащий рассол для производства электроэнергии.

6) United Technologies Corp. и Rockwell Collins Inc. успешно завершили процесс слияния после получения одобрения от антимонопольных органов КНР в 2018 году. В результате интеграции была образована новая бизнес-подразделение United Technologies — Collins Aerospace Systems [185]. Сделка, оцениваемая в 30 млрд долл. США, является одной из крупнейших в истории мировой аэрокосмической отрасли.

Анализ международного опыта показывает, что финансовая консолидация дает устойчивый результат тогда, когда ее стратегическая цель сразу переводится в конкретные финансовые параметры и процедуры: фиксируются устойчивый годовой эффект синергии, сроки его достижения и единовременные издержки интеграции, задаются контуры финансирования (доля расчета акциями и денежными средствами, долговой профиль, договорные ограничения) и правила наиболее эффективного распределения бюджетных средств. Так, объединение компаний Bristol-Myers Squibb и Celgene Corporation, нацеленное на расширение продуктового портфеля и НИОКР, было увязано с календарем реализации синергии и структурой оплаты сделки, а консолидация Fiat Chrysler Automobiles и Groupe PSA

строилась на заранее детализированных эффектах — унификации автомобильных платформ и групп двигателей, а также снижении общехозяйственных и административных расходов, что позволило планово пересмотреть долговую нагрузку и кассовые разрывы. В свою очередь, в нефтегазовом секторе, в объединение Royal Dutch Shell plc и BG Group plc, равно как приобретение подразделения Eaton Corporation plc компанией Danfoss A/S, демонстрирует, что сочетание выбранной структуры капитала с жестким графиком инвестиций и последовательной интеграцией операционных контуров подчеркивает значимость учета антимонопольных требований при проектировании конфигурации активов и договоров поставки.

Для практики государственных корпораций из этого вытекает набор правил: формировать стратегию консолидации «от порогов к ресурсам», то есть заранее определять предельные значения доходности и долговой устойчивости, параметры структуры капитала и типы источников финансирования, а затем проектировать портфель интеграционных мероприятий с различной скоростью монетизации — быстрые эффекты через стандартизацию и совместные закупки (*procurement*), среднесрочные через оптимизацию цепочек поставок (*supply chain*), долгосрочные через НИОКР (*R&D*) и обновление продуктовой линейки; параллельно настраиваются механизмы синхронизации платежных потоков и контроля договорных ограничений (*covenants*), что позволяет удерживать стоимость капитала (*cost of capital*) и финансовый рычаг (*leverage*) в заданных коридорах и снижать вероятность срыва целевых ориентиров при изменении внешней конъюнктуры.

Таким образом, отечественный и международный опыт консолидации крупных промышленных групп и холдингов в единых штаб-квартирах или рабочих пространствах предлагает некоторые ценные уроки и примеры успешной практики.

Тенденция к консолидации компаний предполагает наличие ряда факторов, способствующих достижению финансово-экономических и

социальных преимуществ. Эти факторы могут быть как внешними, обусловленными макроэкономическими условиями и регуляторными аспектами, так и внутренними, связанными с потребностями бизнес-структур в повышении операционной эффективности и конкурентоспособности на рынке.

Совокупность макроэкономических и регуляторных факторов определяет внешние условия для интеграционных процессов. Этот комплекс может как способствовать объединению бизнесов, так и создавать дополнительные препятствия, что требует их тщательного учета при разработке стратегии консолидации. Значительное воздействие на интеграционные процессы оказывают общеэкономические условия, включая доступность ресурсов, динамику рыночных показателей и инвестиционную активность.

Эффективная консолидация бизнесов возможна исключительно при всестороннем анализе макроэкономических факторов и регуляторных условий. Благоприятная экономическая ситуация может способствовать увеличению количества сделок слияний и поглощений, однако усиление антимонопольного контроля может замедлить этот процесс. Аналогичным образом, налоговые преференции для интегрированных структур способны повысить привлекательность консолидации, в то время как усиление валютного регулирования может затруднить осуществление трансграничных объединений.

Таким образом, успешная реализация консолидационных стратегий предполагает не только проведение внутренней оптимизации бизнес-процессов, но и проведение комплексного анализа внешней среды, включающего оценку макроэкономических тенденций и изменений в нормативно-правовом регулировании. Данный подход позволяет минимизировать потенциальные риски и максимизировать преимущества, связанные с созданием консолидированных групп компаний.

С экономической точки зрения, интеграция компаний позволяет достичь эффекта масштаба благодаря оптимизации затрат, повышению инвестиционной привлекательности и диверсификации рисков. Налоговая оптимизация достигается посредством использования механизмов трансферного ценообразования и перераспределения ресурсов внутри корпоративной группы. Консолидация также способствует укреплению конкурентных позиций на рынке за счет интеграции управленческих, технологических и кадровых ресурсов.

В условиях экономических кризисов возрастает значимость консолидации, поскольку в таких обстоятельствах обеспечение жизнеспособности отдельных хозяйствующих субъектов становится затруднительным. В подобных ситуациях интеграция активов и оптимизация бизнес-процессов способствуют сохранению производственных мощностей и рабочих мест, что, в свою очередь, способствует поддержанию не только корпоративной устойчивости, но и социальной стабильности.

Сопоставление отечественного и международного опыта позволяет заключить, что изменение внешней среды после 2022 г. не столько привело к прямому сокращению рынка корпоративных реорганизаций, сколько вызвало глубокую трансформацию мотивации и инструментария консолидации. Если ранее основным драйвером выступала трансграничная экспансия и стремление к росту за счет выхода на новые рынки, то сегодня на первый план выходят сделки по импортозамещению, структурированию и перераспределению активов внутри страны. Усиление роли государства как собственника, регулятора и источника гарантий стало закономерным ответом на изменение макроэкономических условий, тогда как сами финансовые схемы консолидации усложнились вследствие роста стоимости капитала, ограничений в доступе к международным источникам фондирования и ужесточения регулятивного контроля. В результате корпоративные решения стали определяться не только оценкой синергетического эффекта в классическом понимании, но и способностью адаптироваться к

институциональным барьерам, санкционным фильтрам и новым требованиям к прозрачности сделок. Такой сдвиг свидетельствует о переходе от модели экспансионистского роста к модели адаптационно-защитной консолидации, где ключевое значение приобретают устойчивость к внешним шокам, способность к внутренней оптимизации и ориентация на долгосрочную финансовую стабильность [47].

Более того, практика консолидации наглядно выявляет целый ряд системных проблемных зон, которые не сводятся к техническим трудностям, а отражают глубинные противоречия в финансовом управлении крупных групп. Прежде всего, очевидным становится расхождение между формализованными требованиями учетной консолидации и реальными потребностями портфельного управления: если первые нацелены на представление агрегированной отчетности в соответствии с международными стандартами, то вторые требуют атрибуции эффектов к конкретным центрам ответственности и выработки правил распределения внутреннего капитала, что далеко не всегда совпадает. Немалые сложности вызывает и отражение деловой репутации, а также регулярное тестирование активов на обесценение в условиях высокой волатильности внешней среды, когда учетные процедуры не обеспечивают управленческой релевантности показателей. Дополнительное напряжение создает противоречие между необходимостью централизованного казначейского контроля и стремлением бизнес-единиц к сохранению автономии: управление ликвидностью, лимитирование внутригрупповых расчетов и трансферное ценообразование порождают конфликты интересов, которые затрудняют достижение общей финансовой согласованности. Усиливает проблему и хронический дефицит длинных источников фондирования, обостряемый жесткими ковенантными ограничениями по долговым обязательствам, что ограничивает инвестиционную гибкость и делает консолидацию уязвимой к изменению стоимости заемного капитала. Наконец, неоднородность ИТ-контуров и отсутствие единой архитектуры управленческих данных существенно

усложняют сведение информации, препятствуют оперативному мониторингу и затрудняют выстраивание прозрачной системы внутреннего контроля.

### Выводы к главе 1.

Суммируя рассмотренные положения, предлагается целостная система принципов, которые должны обеспечить воспроизводимость и сопоставимость управленческих решений в контуре государственных корпораций. Прежде всего, это принцип каузальности и трассируемости, согласно которому любое управленческое воздействие должно быть связано с конкретным фактором внешней или внутренней среды, а итоговый результат — прослеживаться по всей цепочке формирования финансовой стратегии, что позволяет не только фиксировать последствия решений, но и объяснять их логику [118]. Далее, принцип двойной целесообразности отражает необходимость согласования двух разноуровневых задач: выполнения публичного мандата госкорпорации и достижения экономической результативности, и именно баланс между этими задачами формирует основу долгосрочной устойчивости [41]. Важное место занимает принцип субсидиарности при централизованном контроле ликвидности, который предполагает совмещение строгого казначейского надзора с сохранением ответственности центров финансового учета и отдельных бизнес-единиц, что снижает риск потери инициативы и одновременно обеспечивает прозрачность движения средств. Завершает систему принцип институционального соответствия, который предполагает обязательное согласование внутренних регламентов и методик с лучшими практиками управления государственными предприятиями и международными рекомендациями, что позволяет обеспечить доверие со стороны стейкхолдеров и повысить легитимность консолидационных процессов [3]. В совокупности данные принципы формируют не набор деклараций, а методологическую основу, которая трансформирует консолидацию из учетной процедуры в управляемый инструмент финансового развития госкорпораций, повышающий ее финансовую устойчивость.

Отмеченные в параграфе 1.3 разрывы и противоречия в практике консолидации позволяют сделать вывод о необходимости корректировки инструментальной базы финансового менеджмента госкорпораций, и именно это становится методологическим основанием для последующих разработок в главах 2 и 3 диссертации. Таким образом, данные выводы не ограничиваются теоретической констатацией, а прямо переходят в прикладные решения, которые образуют ядро авторской методологии формирования финансовой стратегии консолидации и обеспечивают ее практическую применимость в условиях специфики государственных корпораций.

Таким образом в данной главе:

- уточнены теоретико-понятийные основания финансовой консолидации в составе госкорпораций: систематизированы цели, мотивы, формы и правовые контуры консолидации, что обеспечило целостное понимание явления и позволило зафиксировать предложенную трактовку предметной области. Это напрямую коррелирует с задачей «определить цели и выявить особенности консолидации организаций в госкорпорациях», обозначенной во введении;
- раскрыта факторная зависимость формирования финансовой стратегии консолидации: выделены и структурированы ключевые детерминанты (внутренние и внешние), влияющие на параметры, инструменты и результат консолидации; тем самым выполнена задача «выявить факторы, оказывающие влияние на формирование финансовой стратегии консолидации»;
- проанализирован отечественный и международный опыт консолидации с позиции финансовой составляющей на примере крупных промышленных групп/холдингов; обобщены практики, релевантные для госкорпораций, и выделены принципы, повышающие управляемость и устойчивость финансового развития корпораций (принцип каузальности и трассируемости, принцип двойной целесообразности, принцип субсидиарности, принцип институционального соответствия).

## Глава 2

### **Методический базис разработки финансовой стратегии консолидации организаций в составе госкорпораций**

#### **2.1 Процесс оценки влияния финансовых рисков как основа принятия стратегических финансовых решений о консолидации организаций в составе государственных корпораций**

Ключевые элементы финансовой стратегии и их взаимосвязь с процессом консолидации, рассмотренные в параграфе 1.2., предопределяют методический базис, используемый в настоящей главе. Данный методический базис не столько описывает стратегию, сколько калибрует ее элементы и превращает их в регламент действий. Так, через факторную постановку задачи уточняются допустимые коридоры доходности, долговой устойчивости и ликвидности; через модели стоимости капитала и конструкцию источников финансирования задается «архитектура» заимствований под этапы интеграции; через казначейский контур — синхронизация денежных потоков и дисциплина расчетов; через сценарный и стресс-подход — порядок управленческих корректировок; через расчет синергии — сведение частных эффектов (экономия, маржинальность, структура капитала) к единому, сопоставимому результату. В итоге методическая база работает как мост от концепта к практике и как механизм верификации финансовой состоятельности решений в контуре консолидации. Рассмотрим ее более подробно ниже.

При анализе возможностей применения методических подходов к оценке рисков в процессе финансовой консолидации организаций в составе государственных корпораций, исходным является стоимостной фокус, построенный на предпосылке о том, что консолидация имеет смысл, поскольку она поддерживает и дает возможность прироста стоимости активов

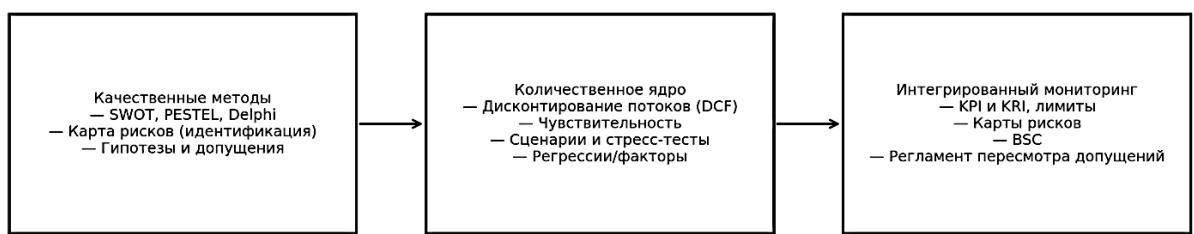
и устойчивости будущих финансовых (денежных) поступлений группы. На основании данного постулата следует, что для достижения цели исследования необходимым является выявление и упорядочивание факторов, способных изменить траекторию поступлений и выплат (рыночная конъюнктура, регуляторные изменения, стоимость заемных средств, производственные и интеграционные допущения), причем это делается с помощью качественных инструментов, которые задают «карту» рисков и возможностей без преждевременных числовых оценок [190]. Далее выявленные факторы переводятся в финансовые предпосылки — то есть формируются проверяемые гипотезы о темпах роста выручки, динамике затрат, объемах и сроках капитальных вложений, горизонтах реализации синергии и возможных задержках; именно на этом шаге качественная картина становится предметом расчета, поскольку каждый драйвер получает численный эквивалент, пригодный для последующей проверки на чувствительность и для сценарного анализа [177].

Далее следует отметить количественную оценку влияния выделенных факторов на ключевые показатели результата финансовой консолидации проектов. Под проектом в рамках настоящего диссертационного исследования понимается структурированная интеграционная инициатива в контуре финансовой консолидации организаций государственной корпорации, имеющая определенные цели и границы, зафиксированную конфигурацию источников финансирования, а также набор целевых финансовых параметров и предельных значений по доходности, долговой устойчивости и ликвидности.

В рамках количественной оценки используются методы дисконтирования будущих денежных потоков для оценки изменения стоимости проекта, анализ чувствительности для определения решающих допущений, а также сценарные и стресс-тестовые процедуры, которые проверяют устойчивость проекта к неблагоприятным комбинациям внешних и внутренних условий. Практическая ценность таких процедур в том, что они вводят прозрачные правила «что считаем критичным», «какие отклонения

допускаем» и «какие корректирующие действия запускаем», причем набор сценариев и диапазоны шоков (под «шоками» понимаются существенные, как правило, внезапные отклонения ключевых параметров от базовых предпосылок — процентной ставки, инфляции, курса валют, цен/объемов спроса и выручки, сроков реализации и так далее) соотносятся с публичными ориентирами регуляторов, что повышает воспроизводимость и сопоставимость результатов. Наконец, формируются лимиты по рискам и настраиваются сигналы раннего предупреждения; все это интегрируется в систему целевых показателей и в сбалансированную систему показателей как в устойчивый контур мониторинга и управлеченческой отчетности [188].

Именно такая трехзвенная архитектоника, представленная на рисунке 4, — от качественной идентификации рисков к их количественному измерению и далее к встроенным механизмам мониторинга — обеспечивает связку между целями консолидации и измеримым финансовым результатом: не просто «снять неопределенность», а перевести ее в параметры расчета, допуски и управлеченческие правила, делающие финансовую стратегию консолидации воспроизводимой и подотчетной.



На первом (качественном этапе) основная задача строится на получении целостной карты рисков и возможностей консолидируемой группы без преждевременного учета финансовой составляющей проекта по консолидации. На втором шаге (количественном этапе) каждая гипотеза переводится в числовые параметры (темперы спроса, траектории издержек, объемы и сроки капитальных вложений, скорость интеграции процессов),

Источник: разработано автором на основании [17; 25].

пригодные для анализа чувствительности, регрессионных/факторных проверок, сценарного моделирования и стресс-тестов. Итогом служит интеграция результатов в финансовый контур показателей и правил, при которой целевые ориентиры по чистой приведенной стоимости (NPV) и внутренней норме доходности (IRR), а также поддерживающие метрики (индекс прибыльности, срок окупаемости) закрепляются в регламенте бюджетно-инвестиционного цикла; для ключевых параметров денежного потока устанавливаются численные пороги допустимых отклонений и лимиты риска (включая границы по стресс-сценариям), задается порядок регулярного пересчета средневзвешенной стоимости капитала при изменении рыночной конъюнктуры, организуется план-факт-анализ с факторной атрибуцией влияний, а решения о продолжении, заморозке или корректировке программы консолидации принимаются по результатам данных финансовых тестов устойчивости. Таким образом, оценка рисков перестает быть разовой процедурой и превращается в воспроизводимый механизм защиты стоимости и ликвидности консолидированной группы в составе государственной корпорации [29].

Далее перейдем более предметно к анализу качественных и количественных методов через призму финансовой консолидации организаций в составе государственных корпораций. Для проведения полного исследования приводится краткое описание метода, и составляется соответствующая таблица в разрезе применимости данного метода в контексте заданного исследования. В каждой таблице присутствует колонка «Входные данные», которая описывает: какие материалы и данные нужны методу на старте (документы стратегического уровня, публикации регуляторов, внутренняя управленческая отчетность, макросценарии, статистика); «что оценивает» — какие аспекты риска и через какие причинно-следственные связи метод позволяет проанализировать (например, через драйверы выручки, издержек, капитальных вложений, валютные/процентные каналы); «финансовый выход» — какой результат пригоден для модели консолидации:

параметры для метода дисконтирования денежных потоков, диапазоны для сценариев, пороги/лимиты, калибровка показателей; «сильные стороны» и «ограничения» — методологические плюсы/минусы; «применимость в ГК (финансы)» — пояснение, как именно использовать метод в условиях государственных корпораций с их публичными мандатами и особенностями финансирования [34].

Первоначально рассмотрим качественные методы оценки рисков, среди которых выделяются следующие: SWOT-анализ (анализ сильных/слабых сторон, возможностей и угроз), PESTEL – анализ (анализ политических, экономических, социальных, технологических, экологических и правовых факторов), экспертные оценки (в т.ч. метод Delphi), метод сценариев.

Остановимся на них более подробно.

SWOT-анализ представлен в таблице 5. Структурирует внутренние сильные/слабые стороны и внешние возможности/угрозы; служит «матрицей» для отбора рисков и зон синергии перед параметризацией в модели.

PESTEL – анализ отражен в таблице 6. Представляет собой структурирование внешней среды по шести блокам: политические, экономические, социальные, технологические, экологические и правовые факторы. Для проектов финансовой консолидации в составе государственных корпораций он выполняет прикладную задачу: связывает официальные макроориентиры и регуляторные планы с финансовыми параметрами модели, которые напрямую влияют на денежные потоки и стоимость капитала.

Таблица 5 – Анализ применимости метода SWOT при консолидации государственных корпораций (ГК)

Входные данные	Что оценивает	Финансовые параметры	Сильные стороны	Ограничения	Применимость в ГК
Стратегии/программы развития, отраслевые обзоры, материалы о цепочках стоимости, внутренние регламенты	Внутренние резервы (масштаб, закупки, ИТ-конвергенция) и внешние угрозы (тарифы, санкции, курс, логистика)	Список приоритетных факторов для последующей количественной калибровки (драйверы выручки/маржи/капитальных вложений/оборотного капитала)	Быстрая структуризация, вовлечение функциональных блоков	Субъективность, отсутствие численных весов	Стартовая «карта» рисков/синергии, задает повестку для метода дисконтирования денежных потоков и сценариев

Источник: составлено автором на основании [34].

Таблица 6 – Анализ применимости метода PESTEL при консолидации государственных корпораций (ГК)

Входные данные	Что оценивает	Финансовый параметры	Сильные стороны	Ограничения	Применимость в ГК
Официальные макроэкономические сценарии и прогнозы (инфляция, курс, ключевая ставка), тарифные и регуляторные планы, технологические «дорожные карты», отраслевые программы	Каналы макровоздействия на денежные потоки и стоимость капитала: инфляция → индексация выручки и операционных затрат; курс → валютная составляющая закупок, капитальных вложений и экспортной выручки; ключевая ставка → стоимость заимствований; регуляторика и тарифы → динамика цен и маржинальности; технологии и импортозамещение → объем и фаза инвестиций, эффект масштаба	Диапазоны параметров для сценариев (инфляция, курс, ключевая ставка); ориентиры для расчета средневзвешенной стоимости капитала; допущения по свободному денежному потоку; задание «базового» и «стрессового» полей для расчета чистой приведенной стоимости и внутренней нормы доходности	Опора на публичные и проверяемые источники; прослеживаемость перехода от документа к модели; сопоставимость сценариев между периодами и проектами	Сам по себе метод не дает численных выводов без модели дисконтирования денежных потоков; риск структурных сдвигов (смена режима инфляции, курса, ставки), требующий регулярной перекалибровки диапазонов; необходимость учета отраслевой специфики	Обоснование «базовых» и «стрессовых» коридоров в финансовой модели; корректная настройка средневзвешенной стоимости капитала и лимитов риска; подготовка порогов для стресс-тестов и регламента пересмотра допущений

Источник: составлено автором на основании [34].

Для государственных корпораций PESTEL удобен тем, что он соединяет публично утверждаемые макро- и регуляторные ориентиры с внутренней финансовой моделью консолидации: диапазоны инфляции, курса и ключевой ставки из официальных прогнозов задают допустимые коридоры для цены капитала (WACC) и будущих денежных потоков, формируя базовый и стрессовый сценарии. Далее эти коридоры становятся частью единых правил: пересмотр ставки дисконтирования при обновлении прогноза; автоматическое расширение/сжатие диапазонов в анализе чувствительности; привязка к «красным зонам» стресс-тестов и триггерам индикаторов риска.

Метод Delphi (экспертные оценки) представлен в таблице 7. Итерационный опрос экспертов с анонимной обратной связью для согласования предпосылок: сроки интеграции, траектории экономии, узкие места в логистике и ИТ-конвергенции. Полезен там, где статистика фрагментарна или закрыта.

Метод Дельфи особо актуален там, где публичной статистики нет или она запаздывает: лаги интеграции, темпы централизации закупок, профиль экономии административных расходов, риски перерасхода капитальных вложений. Для госкорпорации согласованные экспертные диапазоны становятся входом в прогноз свободного денежного потока (FCF) и в пороговые значения для «красных зон» в стресс-рамках; эти диапазоны включаются в регламент пересмотра допущений, чтобы допущения были воспроизводимыми и подотчетными.

Метод сценариев показан в таблице 8. Формирует базовый/оптимистический/пессимистический сценарии до параметризации; дополняет стратегические намерения и макро-ориентиры.

Таблица 7 – Анализ применимости метода Delphi (экспертных оценок) при консолидации государственных корпораций (ГК)

Входные данные	Что оценивает	Финансовые параметры	Сильные стороны	Ограничения	Применимость в ГК
Пул отраслевых экспертов, анкеты графика синергии, раунды, протоколы обратной связи	Реалистичность графика синергии	Диапазоны для темпов экономии и дополнительных затрат; временной профиль свободного денежного потока	Доступ к неформализованным знаниям, конвергенция мнений	Риск смещений и «группового мышления», высокие требования к модерации	Калибровка лагов синергии в модели; проверка чувствительности к срыву сроков

Источник: составлено автором на основании [25].

Таблица 8 – Анализ применимости метода сценариев при консолидации государственных корпораций (ГК)

Входные данные	Что оценивает	Финансовые параметры	Сильные стороны	Ограничения	Применимость в ГК
Официальные макроэкономические сценарии, отраслевые программы, дорожные карты интеграции	Границы нормального и неблагоприятного режимов реализации	Совместимый со всеми участниками «каркас» для параметризованного сценарного моделирования и стресс-тестов	Реплицируемость, прозрачность предпосылок	Без чисел не дает стоимостного вывода	Подготовка входных данных для расчета чистой приведенной стоимости и внутренней нормы доходности.

Источник: составлено автором на основании [25].

Качественные описания базового, оптимистического и пессимистического сценариев соединяют официальные прогнозы инфляции/курса/ключевой ставки и отраслевые программы с внутренними планами консолидации: правила индексирования цен и затрат, контуры тарифов и регуляторики, график технологической интеграции становятся нормативом для дальнейшей параметризации и обеспечивают сопоставимость между дочерними обществами.

Далее рассмотрим количественные методы оценки рисков.

Анализ чувствительности отражен в таблице 9. Проверяет, как изменение ключевых допущений (выручка, маржа, капитальные затраты, курс, ставка, темп интеграции) влияет на целевые метрики проекта (NPV, IRR), выявляя «рычаги» воздействия.

Анализ чувствительности выделяет топ-факторы, которые сильнее всего «двигают» NPV и IRR: закупочные цены, энергоресурсы, логистика, валютная составляющая, темп интеграции ИТ-систем. Для государственных корпораций по данным факторам устанавливаются допуски отклонений, привязанные к план-факт-анализу и корректировкам бюджета, что превращает риск-оценку в правила финансовой политики.

Регрессионное и факторное моделирование представлено в таблице 10. Количественно измеряет вклады макро- и микро-детерминант в выручку, в прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации, а также в свободный денежный поток; отделяет устойчивые эффекты интеграции от разовых колебаний.

Таблица 9 – Анализ применимости анализа чувствительности при консолидации государственных корпораций (ГК)

Входные данные	Что оценивает	Финансовые параметры	Сильные стороны	Ограничения	Применимость в ГК
Базовая модель дисконтирования денежных потоков; диапазоны по драйверам	Вклад каждого фактора в отклонение целевых метрик	Карта приоритетов: где сосредоточить управленческие усилия и лимиты	Простота, наглядность, «быстрая диагностика»	Локальность (изменение одного параметра при прочих равных)	Фокусные блоки: закупки, энергоресурсы, логистика, валютные позиции

Источник: составлено автором на основании [29].

Таблица 10 – Анализ применимости регрессионного и факторного моделирования при консолидации государственных корпораций (ГК)

Входные данные	Что оценивает	Финансовые параметры	Сильные стороны	Ограничения	Применимость в ГК
Истории по выручке и издержкам, макроэкономические ряды, метки интеграционных событий	Эластичности и вклады факторов; проверка «материализации» синергии	Калибровка параметров денежного потока; корректировка графика интеграции	Строгая количественная верификация	Требовательность к качеству данных и спецификации модели	Доказательная база для отраслевых кураторов и контрольных органов.

Источник: составлено автором на основании [23].

Регрессионные и факторные модели дают доказательную базу: количественно отделяют устойчивые эффекты интеграции (масштаб, централизация закупок) от разовых колебаний, оценивают эластичности выручки/затрат к макро- и операционным детерминантам и тем самым калибруют прогноз денежных потоков и стоимости капитала. Для государственных корпораций это инструмент подотчетности отраслевому директору/менеджменту и аудиторам: заявленная «синергия» подтверждается цифрами и переносится в пороговые значения мониторинга.

Сценарное моделирование представлено в таблице 11. Рассчитывает показатели по альтернативным сценариям: денежные потоки, NPV, IRR; агрегирует ожидаемое значение; задает поле для стресс-проверок. Параметризованные сценарии превращают официальные макро-коридоры и внутренние допущения в расчет денежных потоков, NPV и IRR с учетом вероятностных весов. В государственных корпорациях результаты сценариев служат входом в решения: «продолжать/корректировать/ приостанавливать», проверкой соблюдения долговых ограничений (кovenант) и основанием для размеров ликвидных буферов.

Стресс-тестирование отражено в таблице 12. Проверяет прочность проекта к экстремальным, но реалистичным шокам: резкое падение выручки, рост стоимости заимствований, задержка синергии, валютная волатильность.

Стресс-тесты, выстроенные по публичным методическим рамкам, задают реалистичные, но жесткие шоки (просадка выручки, удорожание заимствований, задержка синергии, валютная волатильность) и фиксируют пороговые зоны, при которых автоматически запускаются корректирующие действия. Для государственных корпораций это — доказуемая «линия обороны» стоимости и ликвидности, сопоставимая между проектами и периодами и связанная с регламентом пересмотра допущений.

Таблица 11 – Анализ применимости сценарного моделирования при консолидации государственных корпораций (ГК)

Входные данные	Что оценивает	Финансовые параметры	Сильные стороны	Ограничения	Применимость в ГК
Инфляция, курс, ключевая ставка; темпы интеграции; капитальные вложения и их сроки	Устойчивость стратегии к неблагоприятным комбинациям факторов	Чистая приведенная стоимость и внутренняя норма доходности по сценариям; ожидаемая чистая приведенная стоимость; диапазоны отклонений	Сопоставимость результатов, дисциплина предпосылок	Чувствительность к заданным параметрам	Обоснование лимитов и «красных зон» на период интеграции

Источник: составлено автором на основании [23].

78

Таблица 12 – Анализ применимости стресс-тестирования при консолидации государственных корпораций (ГК)

Входные данные	Что оценивает	Финансовые параметры	Сильные стороны	Ограничения	Применимость в ГК
Матрица «шок × метрика»: выручка, маржинальность, свободный денежный поток, долговые кovenанты	Пределы прочности стратегии, пороговые значения для решений	Лимиты и триггеры; план корректирующих действий	Четкие правила допустимого риска, высокая прозрачность	Сложность калибровки и потребность в регулярном обновлении шоков	Защита стоимости и ликвидности консолидированной группы

Источник: составлено автором на основании [23].

Методы Value-at-Risk (стоимость с учетом риска-влияния/ VAT) и Expected Shortfall (ожидаемые потери/ ES) отражены в таблице 13. Задают вероятностные границы потерь для денежных потоков/операционного результата на заданном горизонте и уровне доверия; Expected Shortfall фиксирует средний убыток в «хвосте» распределения. Применяются для лимитирования рисков в период интеграции.

Таблица 13 – Анализ применимости методов Value-at-Risk и Expected Shortfall при консолидации государственных корпораций (ГК)

Входные данные	Что оценивает	Финансовые параметры	Сильные стороны	Ограничения	Применимость в ГК
Ряды свободного денежного потока или прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации; выбор горизонта и уровня доверия; процедуры проверки модели	Границы потенциальных потерь; чувствительность к «толстым хвостам» распределений	Лимиты риска и буферы к целевым метрикам; требования к проверке точности оценки	Сопоставимость риска и доходности, связь с лимитами	Модельный риск; зависимость от качества данных и выбранной методики	Нормирование просадок денежных потоков и долговых ковенантов в период интеграции

Источник: составлено автором на основании [1].

Расчет границ потенциальных потерь и среднего убытка в «хвосте» распределения для свободного денежного потока позволяет установить лимиты риска и требования к ликвидным буферам и «зазорам» по долгам на весь период интеграции. Для государственных корпораций это дает сопоставимые числовые ориентиры между дочерними обществами и прямую связку с триггерами корректирующих решений и точностью оценок.

Исходя из проведенного сопоставления качественных, количественных и интегрированных методов, в качестве основы принимаем следующий набор методов, выстроенный в технологическую цепочку:

- качественные модули — лишь как вход для параметризации;
- количественное ядро — как носитель стоимостного вывода;

— «надстройка» устойчивости и отчетности — как правила эксплуатации результатов в управленческом цикле госкорпорации.

На основе проведенного анализа были приняты следующие методы оценки рисков, которые являются основополагающими для методического базиса, необходимого для принятия стратегических финансовых решений и разработки финансовой стратегии консолидации организаций в составе госкорпораций.

1) Метод DCF с расчетом NPV и IRR, посредством использования которого можно агрегировать все денежные последствия консолидации — экономию издержек, эффект масштаба, разовые затраты интеграции, изменения оборотного капитала — в единый критерий «добавляет ли проект стоимость на фоне цены капитала». Для государственных корпораций это особенно важно, поскольку решение должно быть сопоставимым между программами и должно быть прозрачным для внешних пользователей отчетности.

2) Параметризованное сценарное моделирование (базовый и стрессовый контуры на горизонте планирования). Сценарии строятся из официальных ориентиров по инфляции, курсу национальной валюты и ключевой процентной ставке, а также из регуляторных и тарифных планов; полученные коридоры непосредственно меняют денежные потоки и WACC, обеспечивая воспроизводимость и проверяемость выводов в среде публичных обязательств госкорпорации.

3) Анализ чувствительности ключевых допущений. Этот модуль отвечает на вопрос «где именно больше всего двигается стоимость»: как изменяются NPV и IRR при отклонениях по выручке, маржинальности, капитальным вложениям, курсу, ключевой ставке, темпам интеграции. Для государственных корпораций он превращается в механизм постановки порогов допустимых отклонений и в матрицу приоритетов управленческих воздействий.

4) Стress-тестирование денежного потока и долговой устойчивости.

Реалистичные, но жесткие шоки (просадка выручки, удорожание заимствований, сдвиг сроков синергии, валютная волатильность) формируются по лучшим практикам инфраструктурных институтов и регуляторов; на их основе заранее задаются «красные зоны» и триггеры корректирующих действий — то, что при публичной подотчетности требуется не как рекомендация, а как правило.

5) Регрессионно-факторный метод. По мере накопления фактов отделяет устойчивую синергию от разовых колебаний, оценивает вклады факторов в выручку/затраты и поддерживает план-факт-анализ (где именно материализуется заявленная экономия), что для госкорпораций — основа доказательной отчетности.

Следует отметить, что при этом качественные методы (SWOT и PESTEL анализы, экспертные опросы (метод Дельфи) сохраняются как входные: они дисциплинируют постановку допущений, но сами по себе не дают стоимостного вывода и потому не используются как «финальные» критерии решения.

Важно, что оценка рисков и результатов консолидации в составе государственных корпораций требует опоры на формализованный перечень показателей, который, с одной стороны, интегрирует результаты сценарного, факторного и PESTEL-анализа, а с другой, — непосредственно отражает способность проекта создавать стоимость и сохранять устойчивость. Важным условием является то, что показатели должны быть сопоставимы между проектами, отражать синергетические и бюджетные эффекты, а также учитывать долговую нагрузку и ликвидность. На этой основе выделены пять взаимодополняющих блоков ключевых метрик, охватывающих полный цикл управления стоимостью — от расчета NPV до оценки социально-экономического вклада интеграции, что представлено в таблице 14.

Таблица 14 – Ключевые финансовые показатели для оценки рисков и планирования результатов принятия стратегических финансовых решений о консолидации в составе государственных корпораций

Блок	Показатель	Финансовое назначение	Влияние на синергетический эффект/итоги консолидации
1	2	3	4
1 Стоимостные критерии	Чистая приведенная стоимость (NPV)	Итоговое изменение стоимости группы с учетом цены капитала	Отражает полную интегральную отдачу от синергии и иных эффектов
	Внутренняя норма доходности (IRR)	Сопоставление доходности проекта с WACC	Показывает, превышает ли интеграция пороговую доходность
	Индекс прибыльности (PI)	Отношение приведенных выгод к вложениям	Демонстрирует эффективность вложений в интеграцию
	Срок окупаемости (PBP)	Время возврата инвестиций	Важен при бюджетных ограничениях
2 Денежные потоки и маржинальность	Свободный денежный поток к фирме (FCFF)	Источник финансирования долга и инвестиций	Рост отражает реализацию синергии в денежной форме
	Свободный денежный поток к собственникам (FCFE)	Доступные средства для дивидендов	Влияет на бюджетные поступления (налоги на прибыль, дивиденды в бюджет)
	Операционный денежный поток (OCF)	Генерация средств основной деятельностью	Связан с повышением операционной эффективности
	ΔEBITDA, EBITDA-margin, EBIT-margin	Рост прибыли и маржи от операционной деятельности	Прямой индикатор синергетического эффекта
3 Доходность и эффективность капитала	Рентабельность собственного капитала (ROE)	Эффективность использования собственного капитала	Отражает финансовую отдачу от интеграции
	Отдача на вложенный капитал (ROIC)	Прибыльность всех инвестированных средств	Связан с долгосрочной синергией
	Рентабельность активов (ROA)	Эффективность активов после консолидации	Демонстрирует улучшение структуры активов

Продолжение таблицы 14

1	2	3	4
4 Долговая устойчивость и ликвидность	Net Debt/EBITDA	Долговая нагрузка	Учитывается при ковенантах и бюджетных рисках
	Debt-to-Equity	Соотношение заемного и собственного капитала	Контроль финансовой устойчивости
	Коэффициент автономии	Доля собственных средств в капитале	Оценка независимости от заемного финансирования
	Коэффициент покрытия процентов	Способность обслуживать долг	Прямое влияние на кредитный рейтинг
	Текущая, быстрая, абсолютная ликвидность	Платежеспособность в краткосрочном периоде	Важна для бесперебойности работы
	Денежный цикл	Скорость обрачиваемости капитала	Сокращение цикла = высвобождение ресурсов
5 Дополнительные эффекты	Показатели синергетического эффекта	Суммарная экономия затрат + рост доходов от интеграции	Ключ к обоснованию самого проекта
	Бюджетный эффект	Дополнительные налоговые поступления, дивиденды в бюджет	Важен для отчетности перед государством
	Социально-экономический эффект	Создание рабочих мест, технологический прогресс	Повышает «негативоустойчивость» проекта при оценке

Источник: составлено автором на основании [25].

Представленный перечень метрик формирует связующую «финансовую ткань» методики: стоимостные критерии позволяют верифицировать стратегическую целесообразность консолидации, показатели денежных потоков и доходности фиксируют реализацию синергии в измеримой форме, индикаторы долговой устойчивости и ликвидности задают жесткие пороги риска, а дополнительные эффекты обеспечивают интеграцию результатов в государственные приоритеты — от роста бюджетных поступлений до социально-экономического развития регионов. Такой формат позволяет оценивать не только уровень создаваемой стоимости, но и ее устойчивость в долгосрочном горизонте, что соответствует как задачам совета директоров государственной корпорации, так и требованиям органов государственного финансового контроля.

## **2.2 Особенности принятия стратегических инвестиционных решений при финансовой консолидации организаций в составе государственных корпораций**

Стратегические инвестиционные решения при финансовой консолидации организаций в составе государственных корпораций представляют собой не просто набор отдельных инвестиционных проектов, а системный комплекс долгосрочных вложений, направленных на формирование устойчивого конкурентного преимущества объединенной структуры. Их ключевая цель заключается в достижении интегрального финансово-экономического эффекта — как в форме роста стоимости бизнеса, образованного после консолидации, так и в форме повышения операционной эффективности (рост маржи, снижение себестоимости, оптимизация структуры активов и пассивов), что прямо соответствует задачам государственного сектора по обеспечению технологического суверенитета и экономической стабильности.

В отличие от традиционных инвестиционных проектов, реализуемых в рамках одной компании, стратегические решения в условиях консолидации госкорпораций имеют ряд характерных особенностей [118]:

- согласование с государственными приоритетами и стратегическими программами развития. Решения должны вписываться в контекст утвержденных документов федерального и отраслевого уровня (нацпроекты, госпрограммы, дорожные карты технологического развития) и обеспечивать достижение целевых показателей по промышленной политике, технологической модернизации, энергетической и инфраструктурной безопасности. Такой вектор задает дополнительные ограничения по срокам, ожидаемым эффектам и структуре финансирования, а также усиливает значимость показателей бюджетного и социально-экономического эффекта наряду с коммерческими метриками;
- финансирование из смешанных источников. Как правило, капитальные вложения формируются за счет комбинации собственных средств госкорпорации, привлеченного капитала (внутреннего и внешнего долгового рынка), бюджетных инвестиций и целевых государственных субсидий. Это требует более сложного управления структурой капитала, учета WACC, оптимизации долговой нагрузки (Net Debt/EBITDA, Debt-to-Equity) и соблюдения условий соглашений с государственными инвесторами и кредиторами;
- интеграция управлеченческих, технологических и производственных процессов. Консолидация подразумевает унификацию бизнес-процессов, внедрение единых систем планирования и контроля, стандартизацию производственных операций, что сопровождается капитальными затратами на цифровизацию, модернизацию оборудования и обучение персонала. При этом показатели эффективности должны учитывать как операционные эффекты ( $\Delta$ EBITDA, рост выручки), так и интеграционные издержки (CAPEX, OPEX), что, в свою очередь, напрямую связано с методами факторного анализа, рассмотренными в параграфе 2.1;

– повышенное внимание к бюджетному, социально-экономическому и синергетическому эффекту. Помимо прямой финансовой отдачи, решения должны обеспечивать дополнительные поступления в бюджеты различных уровней (налоги на прибыль, НДС, дивиденды в бюджет), создавать рабочие места, стимулировать развитие смежных отраслей и регионов, а также формировать долгосрочные синергетические эффекты — экономию на закупках, рост экспортного потенциала, снижение издержек за счет масштаба и технологической кооперации. Оценка этих эффектов требует комплексного подхода, сочетающего сценарное моделирование, анализ чувствительности и сбалансированную систему показателей, как это обосновано в предыдущем параграфе.

Таким образом, стратегические финансово-инвестиционные решения в рамках финансовой консолидации госкорпораций — это многокомпонентный процесс, в котором финансовая эффективность неразрывно связана с интеграционной динамикой и выполнением государственных задач. Их успешная реализация невозможна без применения интегрированных методов оценки рисков и эффектов, выделенных в параграфе 2.1, что обеспечивает прозрачность расчетов, сопоставимость проектов и возможность их верификации как внутренними, так и внешними стейкхолдерами.

С учетом обозначенных особенностей целесообразно рассмотреть реальные проекты стратегических инвестиционных решений, реализованных в процессе финансовой консолидации в составе крупнейших государственных корпораций. Эти примеры позволяют не только проиллюстрировать применимость показателей и методов, предложенных в параграфе 2.1, но и выявить, какие из них оказываются ключевыми для принятия решений в условиях сочетания коммерческих целей с государственными приоритетами.

При отборе проектов для анализа учитывались следующие критерии:

- наличие консолидационного элемента — объединение нескольких предприятий или активов в рамках единой структуры с последующей интеграцией процессов и ресурсов;

- стратегический характер инвестиций — направленность на долгосрочные изменения производственных, технологических и управленческих возможностей объединенной организации;
- прозрачная финансовая отчетность и наличие количественных данных по ключевым метрикам: NPV, IRR, WACC, показатели денежных потоков (FCFF, FCFE, OCF), долговая нагрузка (Net Debt/EBITDA), рентабельность (ROE, ROIC, EBITDA-margin), а также интеграционные эффекты (синергетический, бюджетный, социально-экономический) [11];
- соответствие проектам национального и отраслевого масштаба, отражающим приоритеты промышленной политики и государственной стратегии развития.

В качестве предмета анализа были выбраны проекты в двух секторах — оборонно-промышленном и космическом, — где консолидация сопровождалась масштабными инвестиционными программами и имела четко выраженные эффекты как в коммерческом (финансовом), так и в бюджетно-социальном измерении. Анализ такого опыта позволит провести сопоставление плановых и фактических значений показателей, выявить факторы успеха и риски, а также сформировать выводы о применимости методической базы в реальных условиях.

Первый проект (Консолидация вертолетной отрасли) предусматривает реорганизацию в форме присоединения дочернего общества к головной компании по правилам ст. 57-58 ГК РФ с переходом всех активов и обязательств к правопреемнику. Второй проект (Стратегическое инвестиционное решение в формате национального проекта - ГК «Роскосмос») основан на приобретении дополнительного пакета акций (долей участия) без прекращения юридического лица-объекта инвестирования, что относится к сделкам с корпоративными правами и не является реорганизацией, но приводит к консолидации контроля над активами группы. Оба проекта интерпретируются как варианты консолидации организаций в экономическом смысле, а их сравнительная оценка по показателям чистой приведенной

стоимости, внутренней нормы доходности и влияния на долговую нагрузку позволяет выбрать финансово предпочтительный механизм реализации консолидации [51].

Рассмотрим консолидацию вертолетной отрасли - Государственная корпорация «Ростех» и Холдинг «Вертолеты России».

Холдинг «Вертолеты России» входит в контур Госкорпорации «Ростех» и объединяет ключевые вертолетные активы (конструкторские бюро, производственные площадки, сервис и маркетинг). Консолидация отрасли оформлена в виде корпоративного периметра единого холдинга; текущая деятельность и отчетность публикуются на официальных ресурсах и в новостных лентах корпорации [65; 89]. Это обеспечивает регламент раскрытия данных для последующей финансовой оценки. Следует отметить, что наличие единого корпоративного периметра означает, что эффект консолидации (операционная синергия, CAPEX на интеграцию, изменения в оборотном капитале) должен оцениваться на уровне группы через дисконтирование денежных потоков и систему ограничений долговой устойчивости/ликвидности.

Начиная с 2020 г., в условиях ужесточения санкционного давления и необходимости ускоренной технологической модернизации, ГК «Ростех» начала новый этап финансовой консолидации — выстраивание единой управлеченческой и производственной системы в вертолетной отрасли. Это включало [84]:

- централизацию закупок и снабжения;
- создание единой цифровой платформы управления проектами и производством;
- унификацию модельного ряда и ускорение НИОКР;
- интеграцию сервисных подразделений в единую систему послепродажного обслуживания.

Данные по проекту были проанализированы и аккумулированы в таблице 15.

Таблица 15 – Паспорт проекта консолидации предприятий вертолетной отрасли в составе ГК «Ростех»

Параметр	Описание
Название проекта	Консолидация производственных и конструкторских активов вертолетной отрасли в составе АО «Вертолеты России» (ГК «Ростех»)
Период реализации	2022–2025 гг. — ключевая фаза интеграции
Цели	1) Формирование единой управленческой и производственной структуры; 2) Повышение операционной эффективности (снижение удельных затрат, рост маржинальности); 3) Технологическая модернизация и импортозамещение; 4) Рост экспортной выручки; 5) Увеличение бюджетного и социально-экономического эффекта
Объем инвестиций	Более 60 млрд руб. совокупно, включая:- 12,2 млрд руб. капитальные затраты за 1 пол. 2024 г. (+60 % к 2023 г.);- 44,5 млрд руб. по контракту с ГТЛК (поставка 86 вертолетов Ми-8).
Ключевые направления	- Модернизация производственных линий;- Внедрение цифровых двойников и автоматизации контроля качества;- Развитие композитного производства;- Централизация закупок и логистики;- Расширение сервисной сети
Ожидаемые финансовые эффекты	- ΔЕБИТДА +8 % за счет снижения удельных затрат;- Рост ЕБИТДА-margin с ~20 % до 22–23 %;- Увеличение экспортной выручки (рост портфеля заказов за счет Азии, Африки, Латинской Америки);- Стабилизация Net Debt/ЕБИТДА на уровне ≤ 4,0
Ожидаемые нефинансовые эффекты	- Создание/сохранение высокотехнологичных рабочих мест;- Рост уровня локализации компонентов;- Ускорение НИОКР и вывода новых моделей на рынок;- Повышение надежности сервисного обслуживания
Ключевые показатели из п. 2.1	NPV, IRR, PI, PBP, WACC, EBITDA-margin, Net Debt/ЕБИТДА, ROE, бюджетный эффект, синергетический эффект
Методы оценки рисков	PESTEL-анализ, сценарное моделирование (DCF), факторный анализ

Источник: составлено автором на основании [65; 89].

В таблицу 15 включены показатели, которые позволяют комплексно оценить инвестиционную и стратегическую эффективность консолидационного проекта. NPV и IRR отражают способность проекта создавать стоимость для акционеров и служат ключевыми индикаторами при принятии инвестиционных решений. Индекс прибыльности (PI) и срок окупаемости (PP) дают возможность оценить отдачу на вложенный капитал и темпы возврата инвестиций. WACC определяет требуемую норму доходности и используется как ставка дисконтирования в моделях DCF, что особенно важно в капиталоемких отраслях, к которым относится вертолетостроение. Маржа ЕБИТДА и коэффициент Net Debt/ЕБИТДА позволяют оценить операционную эффективность и долговую устойчивость, а рентабельность

собственного капитала (ROE) — отдачу на вложения собственников. Дополнительно в перечень включены бюджетный эффект (налоговые и квазибюджетные поступления) и синергетический эффект (экономия издержек, рост выручки и масштабирование технологий), что отражает особую роль госкорпораций в экономике страны.

В свою очередь, методы оценки рисков (PESTEL-анализ, сценарное моделирование и факторный анализ) позволяют охватить весь спектр угроз и возможностей. PESTEL-анализ структурирует внешние макроэкономические, политические, технологические и регуляторные факторы, влияющие на денежные потоки проекта. Сценарное моделирование (в том числе по методу DCF) обеспечивает проверку устойчивости ключевых финансовых показателей (NPV, IRR, EBITDA, долговая нагрузка) при различных комбинациях исходных параметров, включая стрессовые. Факторный анализ дает возможность количественно выделить вклад отдельных драйверов в конечный результат — например, оценить, какая доля роста EBITDA обеспечена эффектом масштаба, а какая — снижением себестоимости.

Таким образом, сочетание выбранных показателей и методов оценки рисков обеспечивает целостное восприятие инвестиционного проекта как с точки зрения его финансовой отдачи, так и устойчивости к изменениям внешней и внутренней среды, что соответствует принципам, изложенным в параграфе 2.1. и применимым к специфике государственных корпораций.

На основе паспорта проекта представляется возможным сделать следующие выводы о результативности проекта:

- в рамках консолидации удалось повысить операционную (в том числе финансовую) эффективность деятельности — по отчетным данным за 2023 г. чистая прибыль составила 16,8 млрд руб. (против убытка годом ранее), что подтверждает рост маржинальности и результативность программы снижения затрат [65];

- удалось сохранить показатель долговой устойчивости. Долговая устойчивость — Net Debt/EBITDA удержан в пределах 3,84×, что находится в

допустимом коридоре для капиталоемких отраслей [56; 99]. Достижение верхней границы допустимого коридора капиталоемкой отрасли означает, что долговая нагрузка уже значительная, но пока не критическая. Она требует внимания, но не блокирует инвестиционную активность при стабильных операционных потоках;

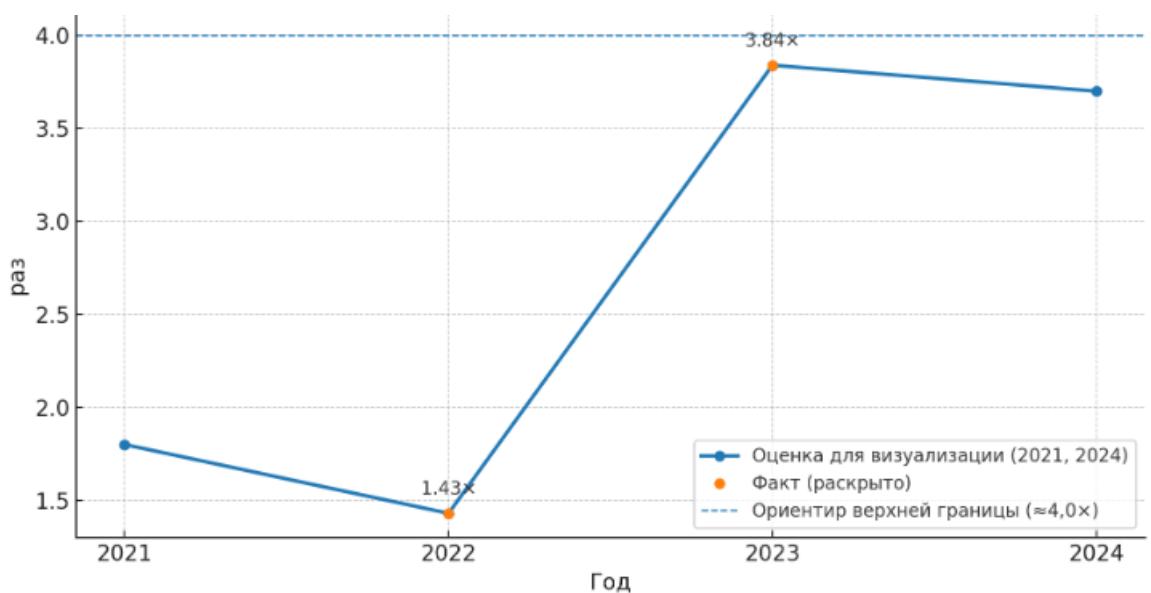
- повысилась технологическая модернизация из-за расширения композитного производства и автоматизации контроля качества;
- произошла поддержка спроса: был заключен крупный контракт с АО «Государственная транспортная лизинговая компания» (100% акций компаний находится в собственности Российской Федерации), профинансированный за счет средств Фонда национального благосостояния, что обеспечило долгосрочную и равномерную загрузку производственных мощностей АО «Вертолеты России» на весь период исполнения заказа [53]. Такая схема позволила зафиксировать производственный ритм и гарантировать плановые объемы выручки в рамках среднесрочной стратегии развития холдинга.

Однако все цели и задачи проекта в ходе консолидации не удалось достичь. Несмотря на прогресс по импортозамещению (например, заменены иностранные компоненты системы управления/автопилота и двигатели на российские), часть номенклатуры все еще закупается с валютной привязкой; это транслируется в волатильность себестоимости, потребности в оборотном капитале и чувствительность NPV к изменению ставки дисконтирования (рост локализации снижает риск, но не устраняет его полностью). Дополнительно, ускорение капитальных вложений (рост капитальных затрат в 1-м полугодии 2024 г. на 60%, до 12,2 млрд руб.) повышает точку безубыточности и усиливает зависимость результатов от стоимости заимствований, что должно отражаться в сценариях и стресс-тестах [66].

Более того, имеет место быть неравномерная загрузка мощностей после завершения «якорных» поставок. Безусловно, контракт АО «Государственная транспортная лизинговая компания» на 86 вертолетов Ми-8 (горизонт 2023–

2025 гг.) обеспечил стабильную загрузку заводов в 2024 г., однако сам проект имеет конечный срок, а экспортный портфель по направлениям Африки/Азии носит волнообразный характер; это создает риск «провалов» в объемах, недоабсорбации постоянных расходов и давления на маржу EBITDA [71].

Несмотря на удержание долговой нагрузки на верхней границе порогового значения в «момент» консолидации, что является благоприятным фактором, анализ «после» показывает негативный сценарий, представленный на рисунке 5.



Источник: составлено автором на основании [56].

Рисунок 5 – Проект АО «Вертолеты России», динамика Net Debt/EBIT

На рисунке 5 значения «факт (раскрыто)» указывают на фактические значения в данных реперных точках, взятые из открытых источников информации [56]. В свою очередь, «оценка для визуализации тренда», которая составила: 2021 — ~1,80×, 2024 — ~3,70× приведена иллюстративно, для непрерывности линии и последующего сценарного анализа.

Таким образом, рывок Net Debt/EBITDA с 1,43× (2022 г.) до 3,84× (2023 г.) указывает на сжатие «запаса прочности» по долговым ковенантам и необходимость более жесткого управления свободным денежным потоком (операционный денежный поток, CAPEX, оборотный капитал) в период

пиковых инвестиций. Даже при стабилизации вблизи  $\sim 3,7 \times$  компания остается у верхней границы ориентира. Для избежания данного события компании следовало до консолидации провести: сценарную переоценку WACC при изменении ключевой ставки, определить пороговые триггеры по показателю покрытия процентов и запасу ликвидности, оценить сокращение денежного цикла (DSO (средний срок инкассации дебиторской задолженности), DPO (средний срок оплаты поставщикам), DIO (средний срок оборота запасов) как инструмент снижения потребности в финансировании. Такой подход обеспечивает «сшивку» инвестиционной программы с параметрами долговой устойчивости и поддерживает валидность решений совета директоров госкорпорации в части лимитов и фазирования инвестпрограммы.

Таким образом, проект «Вертолеты России» демонстрирует, что комплексная финансовая консолидация в составе госкорпорации при условии системного управления рисками и четкой интеграционной программы способна обеспечить положительный NPV, IRR выше WACC, рост операционной эффективности и значимый бюджетный эффект. При этом контроль долговой нагрузки и макрорисков остается ключевым условием долгосрочной устойчивости.

Перейдем к примеру, связанному со стратегическим инвестиционным решением в формате национального проекта - ГК «Роскосмос».

Проект формирования ракетно-космического комплекса сверхтяжелого класса на космодроме Восточный — это крупномасштабная программа ГК «Роскосмос», направленная на создание единого центра инфраструктуры для тяжелых грузовых и пилотируемых запусков на Дальнем Востоке (единий стартовый и технический комплексы, производственно-испытательная и наземная инфраструктура) [59]. По публично подтвержденным планам, начало строительно-монтажных работ запланировано в 2025 году (что оправдалось), а летные испытания сверхтяжелого носителя — на 2033 год [63]. Оценка совокупных капитальных вложений по проекту составляет порядка 600 млрд руб., что прямо увязано с

решениями Правительства РФ о финансировании работ по сверхтяжелому ракетному комплексу [84]. Инициирование проекта обусловлено одновременно технологическими и стратегическими целями: обеспечением независимого доступа к орбите для тяжелых полезных нагрузок, формированием полного цикла конструкторско-производственных компетенций в национальной кооперации и снижением инфраструктурных и логистических рисков за счет концентрации объектов запуска в едином центре [59]. Дополнительную институциональную опору создает включенность работ в национальный проект «Космос» с совокупным финансированием на горизонте до 2036 г. порядка 4,4–4,5 трлн руб., что задает отраслевые приоритеты и рамки капиталоемкости, а также повышает предсказуемость параметров бюджетного и квазибюджетного финансирования [63].

Следует отметить, что в рамках исследования особенностей стратегических инвестиционных решений при консолидации организаций, данный проект является достаточно актуальным для рассмотрения. Во-первых, проект ГК «Роскосмос» репрезентативен для финансовой консолидации в госкорпорациях: создается единый портфель CAPEX и интегрируется инфраструктура запусков и производственно-испытательная база в едином корпоративном периметре государственного собственника, что переводит анализ эффективности на уровень группы (портфельный уровень), а не отдельных предприятий. Во-вторых, данный проект формирует прямой переход к тематике данного пункта исследования, поскольку длительная капиталоемкая фаза и финансовая консолидация денежных потоков по группе требуют задания количественных стресс-коридоров по WACC/FCFF/CAPEX и согласования их с допустимыми ограничениями долговой устойчивости (например, по показателю Net Debt/EBITDA и покрытию процентов), что и составляет специфику инвестиционного выбора в условиях финансовой консолидации в составе государственных корпораций.

Далее, на основе анализа данного проекта составлена таблица 16 паспорта проекта, отражающая его ключевые характеристики, параметры и показатели.

Таблица 16 – Паспорт проекта ГК «Роскосмос» - стратегическое инвестиционное решение в формате национального проекта

Параметр	Описание
Название проекта	Создание ракетно-космического комплекса сверхтяжелого класса на космодроме Восточный
Период реализации	2025–2035 гг.; начало работ — 2025; летные испытания — 2033 г.
Объем инвестиций	Оценочно ≈ 600 млрд руб. (заявления Правительства РФ/Минпромторга)
Цели	Формирование технологического задела для пилотируемой и тяжелой грузовой космонавтики; расширение производственно-испытательной базы; импортонезависимость ключевых узлов
Ключевые направления	Стартовый и технический комплексы, инфраструктура наземной отработки, модернизация производственной базы, грузовая и пилотируемая компоненты
Ожидаемые эффекты (фин.)	Рост FCFF от загрузки производственных/пусковых мощностей и сервисов; положительный NPV при снижении WACC/росте потока; снижение рисковой надбавки по мере реализации нацпроекта «Космос»
Ожидаемые эффекты (нефин.)	Технологическая независимость, кадровый и кооперационный мультипликатор, развитие ДФО
Ключевые показатели из п. 2.1	NPV, IRR, WACC, FCFF, PI (индекс прибыльности), PBP (срок окупаемости), Net Debt/EBITDA (на уровне группы), бюджетный эффект
Методы оценки рисков	PESTEL (санкции/курс/регулирование), сценарное моделирование (DCF), факторный анализ (вклад эффекта масштаба и загрузки), стресс-тесты WACC/FCFF/CAPEX

Источник: составлено автором на основании [64; 84].

На основе паспорта проекта представляется возможным сделать следующие выводы о его результативности:

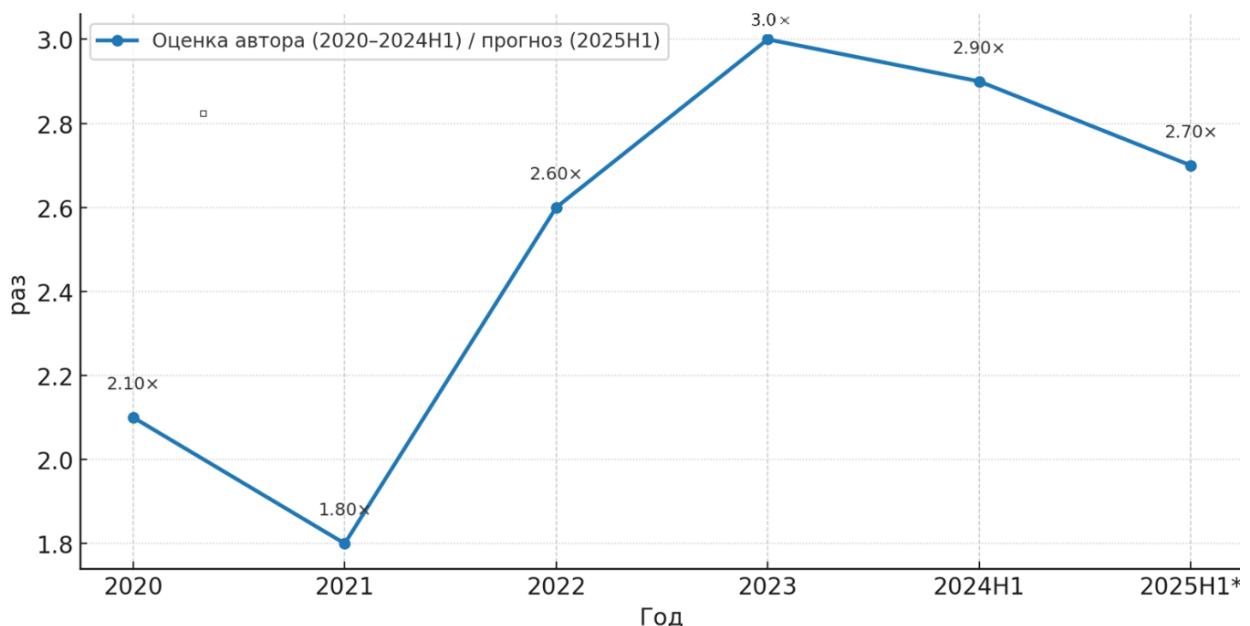
- позитивным результатом можно считать то, что проект был институционально закреплен в составе национального проекта «Космос» с горизонтом до 2036 года, что обеспечило ясность приоритетов и высокую предсказуемость бюджетных и квазибюджетных вливаний. Это позволило подтвердить целевой объем капитальных вложений порядка 600 млрд руб. и заложить их в долгосрочную финансовую модель. Дополнительным преимуществом стала фиксация наивысшего кредитного рейтинга ruAAA со стабильным прогнозом, что уменьшило рисковую надбавку в расчете WACC и расширило диапазон сценариев, при которых проект остается финансово

эффективным ( $NPV \geq 0$ ,  $IRR \geq WACC$ ). Кроме того, формализация контрольных вех — начало строительно-монтажных работ в 2025 году и проведение летных испытаний в 2033 году — позволила интегрировать календарно-сетевое планирование в прогнозные модели свободного денежного потока, что дает основу для более точной оценки потребности в финансировании по этапам;

- вместе с тем, протяженный инвестиционный цикл (порядка 15 лет) и капиталоемкость проекта существенно повышают чувствительность его стоимости к колебаниям ставок дисконтирования и стабильности потоков свободного денежного потока. Это требует жесткой настройки стресс-коридоров по ключевым финансовым параметрам ( $WACC$ ,  $FCFF$ ,  $CAPEX$ ) и поэтапного графика финансирования. Риск недофинансирования отдельных фаз сохраняется: в 2024 году в публичных источниках отмечались переносы внутри лунной программы, что связано с нехваткой средств на ключевые элементы носителя. Такая ситуация увеличивает вероятность сценариев с предельными или отрицательными значениями  $NPV$ , а значит, требует создания резервов по капитальным затратам и дополнительного ликвидного буфера. Наконец, проекту необходима системная увязка стресс-коридоров с долговой политикой группы: контроль за уровнем долговой нагрузки (ориентир порядка  $3\text{--}4 \times Net\ Debt/EBITDA$  для капиталоемких отраслей) и показателем покрытия процентов должен проводиться регулярно, чтобы избежать нарушения ковенант и обеспечить устойчивость консолидированного финансового контура при возможных шоках [56].

Исходя из вышеизложенного, построим график, представленный на рисунке 6, целью которого являлось наглядно проиллюстрировать в едином периметре госкорпорации, как менялось соотношение чистого долга к прибыли до процентов и налогов ( $Net\ Debt/EBIT$ ) и что это значит для долговой устойчивости при консолидации. Поскольку полный ряд консолидированных метрик МСФО публично доступен не за все годы, кривая построена как реконструкция (авторская гипотеза) на основе открытых опор

(масштаб финансирования нацпроекта «Космос», статус кредитного качества ruAAA / AAA(RU), сообщения о фазах и рисках финансирования сверхтяжелого носителя). Значение 2025H1\* помечено как прогноз: оно отражает сценарий умеренной нормализации нагрузки при сохранении рейтинговой поддержки и этапности инвестпрограммы.



Источник: составлено автором на основании [64; 84].  
Рисунок 6 – ГК «Роскосмос», динамика Net Debt/EBIT – реконструкция и прогноз

В позитивном аспекте следует отметить, что динамика показателя Net Debt/EBIT сохранялась в пределах, допустимых для капиталоемких инвестиционных программ госкорпоративного типа [84]. После снижения долговой нагрузки в 2021 г. и ее последующего роста в 2022–2023 гг. наблюдается стабилизация к первому полугодию 2024 г. и, согласно прогнозу, — снижение в первом полугодии 2025 г. [59]. Данный тренд обеспечен сочетанием консервативной стоимости капитала, поддерживаемой наивысшими кредитными рейтингами (AAA/AAA(RU)), и поэтапного освоения капитальных вложений в рамках национального проекта, что снижает вероятность резких изменений в стоимости заимствований и нагрузке на график долговых платежей.

В то же время сохраняются структурные ограничения, связанные с высокой чувствительностью показателя к изменению операционной маржи и доступности финансирования на отдельных стадиях проекта. Отмеченные в 2024 г. случаи переноса реализации лунных миссий вследствие дефицита средств на разработку сверхтяжелого носителя демонстрируют, что Net Debt/EBIT оперативно реагирует как на сокращение денежного потока, так и на удорожание капитала. Это подчеркивает необходимость формирования жестких количественных «стресс-коридоров» по ключевым параметрам — ставке дисконтирования, годовому объему свободных денежных потоков и капитальным затратам, а также введения регулярного мониторинга показателей долговой устойчивости на уровне консолидированной группы.

На основе анализа опыта ГК «Роскосмос» представляется возможным сделать следующий вывод: специфика государственных корпораций заключается в том, что у них выше предсказуемость финансирования и, как правило, ниже премия за риск, благодаря поддержке собственника, но одновременно выше ответственность за долговые ограничения и публичные целевые показатели. Поэтому ключ к принятию финансового стратегического решения — не разовый расчет, а связка: внешние допущения (макро- и регуляторные факторы) → сценарные расчеты денежных потоков для консолидации → простая и понятная «линия отсечения», показывающая, при каких сочетаниях ставки, годовых поступлений и объема вложений проект создает стоимость и остается безопасным для общей долговой позиции группы.

Исследование в данном параграфе позволило выявить особенности принятия стратегических инвестиционных решений в условиях финансовой консолидации предприятий в составе государственных корпораций. Анализ двух проектов (консолидация и модернизация в вертолетной отрасли ГК «Ростех», формирование сверхтяжелого ракетно-космического комплекса в ГК «Роскосмос») позволил сделать несколько общих выводов.

1) По каждому проекту была институционально задана единая точка принятия решения и сформирован консолидированный портфель инвестиций. Это позволило рассчитывать эффективность с использованием дисконтированных денежных потоков (NPV, IRR), единообразно калибруя WACC и учитывая суверенную поддержку, что снижало рисковую премию по займам. На примере ГК «Ростех» и ГК «Росатом» видно, что формализация корпоративного периметра и вынос капиталоемких проектов в рамках национальных программ увеличивает прозрачность источников финансирования и облегчает выбор базового сценария для инвестиционных расчетов.

2) Анализ динамики долговой нагрузки показал, что для крупных государственных проектов характерна волатильность показателя Net Debt/EBIT: снижение нагрузки на этапе доинтеграции сменялось ростом при активном инвестировании, как в случае ГК «Ростех» (рост с  $\approx 1,6-2 \times$  до  $3,4-3,6 \times$ ), затем прогнозировалась нормализация за счет роста операционной маржи. Для ГК «Роскосмос» оценочный ряд также указывает на умеренную нагрузку в 2020–2021 гг. и усиление на 2022–2023 гг. В обоих случаях управление долговой устойчивостью требовало строгого контроля Net Debt/EBIT и показателей покрытия процентов, а также резервов по ликвидности.

3) Была выявлена сильная зависимость эффективности проектов (в том числе финансовая) от макроэкономических условий (курсовые и процентные колебания) и от стабильности операционных потоков. Это обуславливает необходимость задавать стресс-коридоры по WACC, FCFF и CAPEX: при росте стоимости капитала или снижении денежного потока NPV быстро уходит в отрицательную область. Использование стресс-тестов и анализа чувствительности позволяет заранее определить «красные зоны» и корректировать объемы инвестиций либо сроки их освоения.

Ключевой положительный результат всех проектов – реализация существенного синергетического и бюджетного эффекта: снижение удельных

затрат, рост маржинальности, увеличение экспортной выручки и локализации производства, что подтверждало обоснованность консолидации. В то же время не удалось полностью устраниТЬ риски финансирования, зависимость от импортных компонентов и волатильность производственных заказов. Эти вызовы требуют осторожной фазировки инвестпрограмм, более гибкой структуры капитала и постоянного мониторинга макрофакторов.

Результаты проведенного анализа опыта консолидации крупнейшими госкорпорациями дают возможность сделать некоторые выводы и подчеркнуть необходимость:

- формализовать этапы оценки проектов по принципу «первый фильтр» (качественные методы: PESTEL, SWOT, экспертные оценки) → «финансовое ядро» (DCF, NPV, IRR, анализ чувствительности и стресс-тесты) → «интегрированный мониторинг» (установление порогов, KPI/KRI, карты рисков);
- обеспечить единую конфигурацию параметров (WACC, CAPEX, FCFF) и допусков по долговой устойчивости для всей корпорации;
- включать коммерческий, бюджетный и социально-экономический эффект в критерии отбора проектов наряду с финансовыми показателями;
- строить сценарные и стресс-коридоры как часть алгоритма, чтобы автоматизированно проверять устойчивость NPV/IRR при колебаниях макрофакторов.

Таким образом, стратегические инвестиционные решения в госкорпорациях требуют комплексного финансового анализа, сочетающего синергетические выгоды с долговой дисциплиной и учетом макроэкономических рисков. Именно на данных постулатах должна строиться методика формирования финансовой стратегии консолидации, предложенная в параграфе 2.3, в рамках алгоритма последовательной оценки, отбора и контроля инвестиционных проектов.

### **2.3 Разработка алгоритма формирования финансовой стратегии консолидации организаций в составе госкорпораций**

Инвестиционные проекты внутри госкорпораций реализуются как портфели, объединяющие отдельные активы и бизнес-процессы в единый корпоративный периметр. Решающими факторами в данном случае выступают: обязательная увязка инвестиционной программы с национальными и отраслевыми приоритетами, что обеспечивает ясность источников финансирования; необходимость учитывать смешанную структуру капитала (собственные средства, долговые заимствования, бюджетные субсидии); повышенные требования к долговой устойчивости и прозрачности результатов; чувствительность показателей к макроэкономическим условиям (валютный курс, инфляция, ключевая ставка), что заставляет заранее моделировать стресс-коридоры по WACC, FCFF и CAPEX.

Важнейшим выводом является то, что традиционные финансовые метрики — NPV, IRR, индекс прибыльности и срок окупаемости — должны дополняться оценками синергетического эффекта, а также показателями долговой устойчивости (Net Debt/EBIT, покрытия процентов). Именно на этой основе строится алгоритм формирования финансовой стратегии консолидации.

Следует отметить, что разработка алгоритма финансовой стратегии консолидации организаций в составе госкорпораций является необходимой, поскольку алгоритм играет системообразующую роль в данном процессе: он превращает разрозненные аналитические и финансовые шаги в единую последовательность решений, где каждый этап логически связан с предыдущим и «отсеивает» слабые проекты еще на ранней стадии. Для государственных корпораций это особенно важно по трем причинам.

Во-первых, масштаб консолидационных проектов предполагает значительные капитальные затраты и высокую долговую нагрузку: как

показал анализ по ГК «Ростех» и ГК «Роскосмос», в активной фазе модернизации Net Debt/EBIT может достигать 3–4× [56]. Без встроенных количественных фильтров это чревато потерей финансовой устойчивости. Алгоритм позволяет не просто фиксировать факт роста долга, а заранее встроить контрольные точки (WACC, NPV, IRR, CAPEX-коридоры), при выходе за пределы которых автоматически запускается пересмотр структуры финансирования или этапов CAPEX.

Во-вторых, госкорпорации действуют в условиях высокой подверженности макроэкономическим и институциональным рискам. Курсовые колебания, изменение ставки Центрального банка РФ, санкционные ограничения на импорт компонентов — все это напрямую отражается на денежных потоках. В части инвестиционного горизонта алгоритм также не «привязан» к единой цифре: проект признается «длинным», когда его срок реализации перекрывает один среднесрочный плановый период и охватывает несколько фаз макроцикла, а объем капитальных вложений и технологическая сложность создают значимые риски переноса сроков и перерасхода средств. Для таких проектов методические документы рекомендуют этапную модель (фазирование капитальных вложений, «этапные ворота» с допуском к следующей стадии только при достижении целевых показателей), обязательные резервы по срокам и затратам, а также усиленную стресс-проверку денежного потока и стоимости капитала [77].

Наконец, поскольку любая консолидация (в том числе и финансовая) в госкорпорациях несет мультипликативный эффект (коммерческий результат, бюджетный эффект, решение социально-экономических задач), алгоритм «сшивает» финансовые критерии (NPV, IRR, маржинальность, долговая устойчивость) с добавленными оценками: вклад в доходы бюджета, занятость, уровень локализации, технологическую кооперацию. Это обеспечивает прозрачный выбор между альтернативами (запустить, отложить, разделить на этапы, скорректировать структуру финансирования), где каждое «если/то» опирается на количественные проверки, а не на декларации [78].

Именно поэтому алгоритм нужен не как «теоретическая схема», а как практический инструмент балансировки интересов корпорации и государства: он гарантирует, что каждое инвестиционное решение будет проходить через «ворота» финансовой устойчивости и макроадаптивности, а не приниматься только исходя из отраслевых или политических приоритетов. В отличие от частного бизнеса, где решающим может быть риск-аппетит акционеров, в госкорпорациях подобный алгоритм становится единственным способом сохранить управляемость в долгосрочных капиталоемких программах и обеспечить сопоставимость проектов по единому набору показателей.

На основе проведенного в параграфах 2.1–2.2 анализа методологических подходов к оценке рисков и практических примеров стратегических решений в госкорпорациях, становится возможным перейти к формализации алгоритма разработки финансовой стратегии консолидации. Логика построения алгоритма исходит из сочетания институциональных особенностей государственных корпораций глава 1, специфики инвестиционных проектов консолидации и требований к финансовой устойчивости. В отличие от частных холдингов, в госкорпорациях конечные ориентиры включают не только рост стоимости бизнеса, но и выполнение бюджетных, социальных и технологических задач. Учитывая это, формирование стратегии финансовой консолидации целесообразно структурировать в виде последовательности взаимосвязанных этапов, как показано на рисунке 7.



Источник: разработано автором.

Рисунок 7 – Алгоритм формирования финансовой стратегии консолидации организаций в составе госкорпораций

### Шаг 1. Формирование элементов финансовой стратегии.

На стартовом этапе задается нормативно-институциональная рамка консолидационной инициативы: проект формируется в контуре федеральных программ и стратегических приоритетов государства; на этой основе фиксируются элементы финансовой стратегии — целеполагание, правила ресурсного обеспечения и ориентиры по финансированию. Стратегические цели определяются в двух взаимосвязанных измерениях: финансовом (рентабельность, устойчивость денежных потоков, возврат инвестиций) и общественно-экономическом (бюджетный эффект, занятость, локализация производства).

### Шаг 2. Финансовая оценка эффективности финансовой стратегии.

На этой стадии формируется прогноз денежных потоков и рассчитываются ключевые показатели: NPV, IRR, PP.

Если показатели удовлетворяют установленным критериям, проект рассматривается как финансово целесообразный.

Шаг 3. Проверка устойчивости к внешним и внутренним факторам параграф 1.2.

На этом этапе используется факторная модель из параграфа 1.2, где выделяются внешние факторы (курс валют, инфляция, ключевая ставка, регуляторные изменения, доступность финансирования, отраслевые риски) и внутренние факторы, которые делятся на стратегические (структура собственности, степень контроля, модель управления, ИТ-архитектура) и операционные (ликвидность, долговая нагрузка, оборотный капитал, эффективность деятельности). Дополнительно все факторы разделяются на постоянные (задают базовые условия и ограничения) и переменные (подлежат сценарному анализу). Такая логика соответствует схеме из главы 1, где связь «внешняя среда → корпоративная стратегия → внутренние факторы → финансовая стратегия» показывает, как именно факторы влияют на устойчивость консолидации.

Проверка проводится через сценарное моделирование: формируются базовый, негативный и стрессовый варианты, для каждого рассчитываются денежные потоки и оценивается соблюдение ключевых ограничений (например, долговых ковенант или лимитов по ликвидности). Дополнительно проводится стресс-тестирование, где оценивается влияние «шоков» — падения выручки, роста стоимости заимствований, задержки синергетического эффекта. Если проект в таких условиях теряет устойчивость, запускаются корректирующие действия: пересмотр инвестиций и структуры финансирования, перераспределение ликвидности через казначейство или заморозка неприоритетных программ. Таким образом, этот шаг превращается в инструмент раннего выявления слабых мест и обеспечивает переход от факторного анализа главы 1 к практическим методикам из главы 2.

#### Шаг 4. Контроль долговой нагрузки.

Анализируются показатели долговой устойчивости: отношение чистого долга к прибыли до процентов, налогов и амортизации (Net Debt/EBITDA), коэффициент покрытия процентов. При превышении допустимых границ проект подлежит корректировке: пересмотру структуры финансирования, этапности реализации, перераспределению рисков.

#### Шаг 5. Интеграция государственного и корпоративного эффекта.

Проект проверяется на соответствие задачам государственной политики: его вклад в бюджетные поступления, занятость, уровень локализации производства и снижение зависимости от импорта. Таким образом, финансовая стратегия консолидации приобретает двойной контур: коммерческий и общественно-экономический.

#### Шаг 6. Формирование финансовой стратегии

На заключительном этапе фиксируются контрольные точки: прирост операционной прибыли и достижение запланированных бюджетных поступлений. Одновременно утверждаются параметры самой стратегии — целевая структура капитала и допустимая долговая нагрузка, конфигурация источников и сроков финансирования, график капитальных вложений и

платежей, а также регламенты резервирования/хеджирования. Стратегия встраивается в систему постоянного наблюдения, и, если выявляются существенные отклонения от контрольных точек, запускается процедура корректировок, которая распространяется именно на следующие элементы: пересмотр смет капитальных и операционных затрат, корректировка структуры капитала и финансирования, усиление централизации денежных потоков, пересмотр и/или формирования резервов на непредвиденных расходы и страховых резервов.

Таким образом, финансовая стратегия не только формулируется и утверждается, но и функционирует как настраиваемая система: контрольные показатели задают критерии допустимости, а корректировки адресно изменяют ее ключевые элементы (от структуры капитала и казначейского режима до состава интеграционных мероприятий), обеспечивая достижение результата финансовой консолидации.

Следует отметить, что разработанный алгоритм формирования финансовой стратегии консолидации организаций в составе государственных корпораций требует проверки на практическом материале. Такая апробация необходима не только для демонстрации универсальности предложенной методики, но и для выявления ее адаптивности к конкретным условиям проектов консолидации. В качестве иллюстративного примера выбран проект консолидации предприятий вертолетной отрасли в составе АО «Вертолеты России» (ГК «Ростех»). Данный проект представляет собой масштабный пример отраслевой интеграции: он сочетает высокую капиталоемкость, стратегическую значимость для государства и наличие комплексных эффектов синергии. Применение алгоритма к данному проекту позволяет показать, каким образом пошаговая логика анализа — от постановки целей до проверки устойчивости и сопоставления с государственными приоритетами — обеспечивает формирование финансово обоснованной стратегии консолидации, минимизирующей риски и раскрывающей долгосрочные эффекты консолидации.

### Шаг 1. Формирование элементов финансовой стратегии.

Консолидация вертолетных активов в составе ГК «Ростех» имела двойной вектор: финансово-экономический и государственный. С финансовой точки зрения, задачи заключались в снижении удельных затрат за счет масштаба и унификации, росте маржинальности, обеспечении положительной NPV и удержании долговой нагрузки. Производственно-технологический контур включал модернизацию производственных линий, внедрение цифрового контроля качества и развитие компетенций по композитным материалам, что снижало зависимость от импортных поставок. Государственные цели состояли в выполнении оборонного заказа, увеличении экспортной выручки, росте налоговых поступлений и создании высокотехнологичных рабочих мест, что напрямую связано с социально-экономическим развитием регионов. Такая постановка целей подтверждает особенность формирования финансовой стратегии в государственных корпорациях: необходимость сочетать эффективность бизнеса с приоритетами промышленной политики и национальной безопасности [1].

### Шаг 2. Оценка финансовой эффективности.

Для того чтобы оценить финансовую состоятельность проекта, необходимо перейти от качественного описания к количественным параметрам, отражающим как масштабы инвестиций, так и будущую динамику денежных потоков. В качестве отправной точки опираемся на публично раскрытие данные: капитальные затраты АО «Вертолеты России» за I полугодие 2024 г. составили 12,2 млрд.руб., при этом параллельная программа поставок по линии Фонда национального благосостояния / Государственной транспортной лизинговой компании предполагает инвестиции порядка 44,5 млрд руб. в 2023–2025 гг. [99; 101]. Эти цифры задают нижнюю и верхнюю границы диапазона, в котором реально формируется объем вложений. Для демонстрации методики в рамках алгоритма примем усредненный ориентир — CAPEX<sub>0</sub> = 30 млрд.руб., который

соответствует масштабу программы модернизации и одновременно удобен для расчетной иллюстрации [64].

Что касается стоимости капитала, то в официальной отчетности компании ее значения не раскрываются. Однако в исследовательской практике используется единая методика расчета WACC, основанная на структуре источников финансирования и рыночной доходности [56]. Для примера установим ее на уровне 11%, что является реалистичной оценкой для российских промышленных активов сопоставимого масштаба [12].

Наконец, прогноз FCFF формируем в виде возрастающей траектории: 8; 12; 14; 16; 18 млрд.руб. на годы 1–5. Такой рост отражает постепенное разворачивание синергетического эффекта от финансовой консолидации, снижение удельной капиталоемкости и увеличение экспортной выручки. Важно подчеркнуть, что данная серия выступает методической иллюстрацией: при переходе к практическим расчетам ее место займут показатели, восстановленные по данным МСФО [53].

Для оценки финансовой эффективности консолидационного проекта последовательно применим три классических инструмента: NPV, IRR и PP. Все они основаны на прогнозе FCFF, поэтому начнем именно с него.

Во-первых, свободный денежный поток рассчитывается по формуле (1) [12]

$$FCFF = EBIT \times (1 - T) + A - CAPEX - \Delta NWC, \quad (1)$$

где FCFF – свободный денежный поток;

EBIT – прибыль до уплаты процентов и налогов;

T – ставка налога на прибыль;

A – амортизация;

CAPEX – капитальные затраты;

$\Delta NWC$  – изменение чистого оборотного капитала.

Во-вторых, чтобы учесть фактор времени и риска, денежные потоки дисконтируются с помощью WACC, рассчитанной по формуле (2) [12]

$$WACC = w_e \times k_e + w_d \times k_d \times (1 - T), \quad (2)$$

где  $w_e$  и  $w_d$  – удельные веса собственного и заемного капитала соответственно;

$k_e$  и  $k_d$  – требуемая доходность собственного капитала и стоимость заемного капитала соответственно.

$T$  – величина налога на прибыль (принимается как 20% - налоговый кодекс РФ, статья 284, по состоянию на 31.12.2024).

Далее рассчитываем значение NPV по базовой формуле (3) [12]

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF}{(1+WACC)^t} - CAPEX, \quad (3)$$

где FCFF – свободный денежный поток;

WACC – средневзвешенная стоимость капитала;

CAPEX – капитальные затраты.

Подставляя исходные данные, следует, что базовая оценка демонстрирует положительное NPV (18,41 млрд руб.),  $IRR \approx 30,12\%$  (выше  $WACC = 11\%$ ) и  $PP \approx 2,71$  года; в «умеренном стрессе» NPV остается положительным (11,76 млрд руб.), расчетные данные представлены в приложении Б.

Таким образом, все три показателя демонстрируют согласованную картину: проект обладает положительной чистой приведенной стоимостью, его внутренняя доходность более чем в два раза превышает стоимость капитала, а срок окупаемости составляет менее трех лет. Это позволяет сделать вывод, что по базовым финансовым критериям консолидационный проектам АО «Вертолетов России» можно признать экономически и

финансово оправданным, и алгоритм допускает его переход на следующий этап анализа — сценарное моделирование и стресс-тестирование устойчивости.

Шаг 3. Проверка устойчивости к внешним и внутренним факторам.

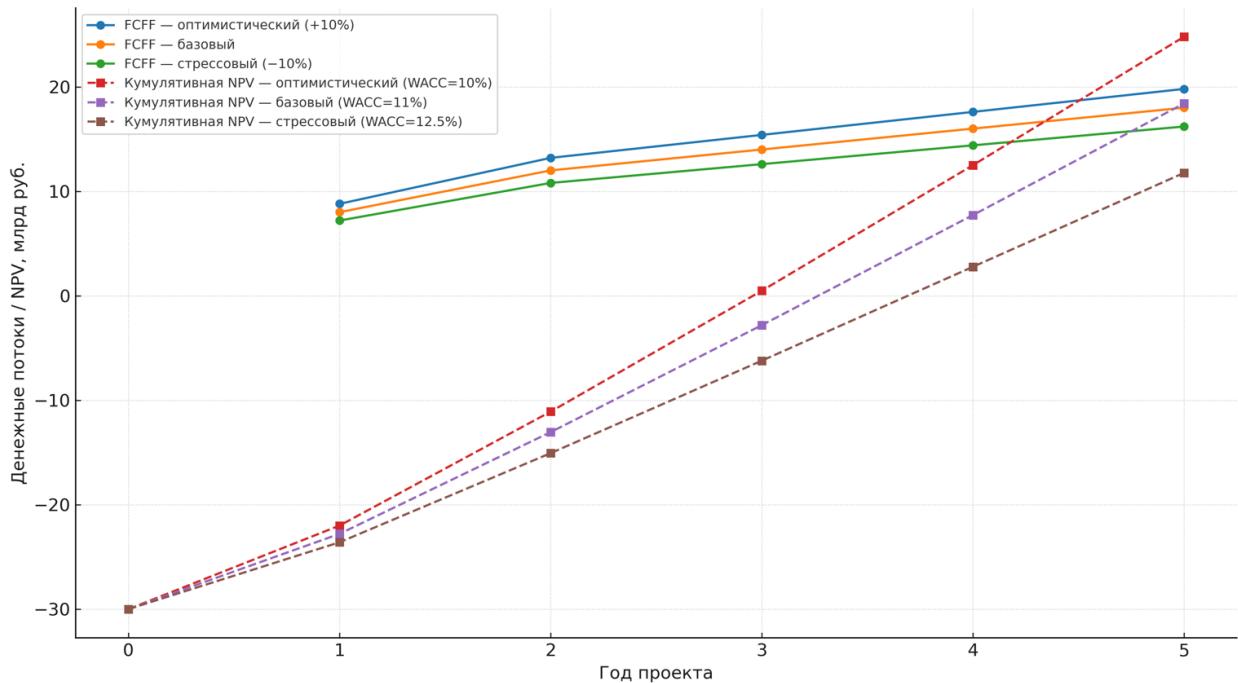
Для оценки надежности проекта были рассчитаны три сценария: оптимистический, базовый и стрессовый приложение В.

Оптимистический сценарий основан на предположении, что макроэкономическая среда будет более благоприятной: ключевая ставка и стоимость заемных ресурсов снижаются ( $WACC$  фиксируется на уровне 10%), что отражает более дешевый доступ к финансированию. Одновременно ускоренный эффект синергии и рост экспортной выручки позволяют ожидать увеличение  $FCFF$  на 10% по сравнению с базой.

Базовый сценарий отражает консервативные прогнозы, принятые в расчетах на предыдущем этапе. Здесь стоимость капитала соответствует средней оценке по рынку ( $WACC = 11\%$ ), а денежные потоки формируются в диапазоне от 8 до 18 млрд руб., отражая постепенное развертывание эффекта консолидации [12].

Стрессовый сценарий моделирует неблагоприятные условия: рост ключевой ставки и удорожание кредитов приводят к повышению стоимости капитала ( $WACC$  до 12,5%), а усиление логистических и ценовых рисков снижает чистый денежный поток на 10%. Такая комбинация отражает возможные негативные внешние шоки — например, рост стоимости импортных комплектующих или усиление инфляционных ожиданий.

Объединенный график сценариев представлен на рисунке 8.



Источник: составлено автором на основании [67].

Рисунок 8 – Сценарные траектории

Результаты моделирования показывают, что диапазон NPV колеблется от 11,8 до 24,8 млрд руб., IRR стабильно выше цены капитала во всех вариантах (25–35%), а PP остается в интервале 2,5–3 лет. Это объясняется тем, что даже при росте стоимости капитала и сокращении потоков проект сохраняет положительный эффект за счет масштабной базы выручки и эффекта масштаба после интеграции.

Таким образом, сценарное моделирование подтверждает: консолидация вертолетной отрасли в составе ГК «Ростех» является финансово устойчивым решением, а выбранный алгоритм позволяет заранее учитывать чувствительность проекта к колебаниям макро- и отраслевых условий.

#### Шаг 4. Контроль долговой нагрузки.

В рамках алгоритма консолидации контроль долговой устойчивости играет ключевую роль, так как проект реализуется в капиталоемкой отрасли, где финансирование во многом зависит от долгосрочных заимствований. По данным МСФО, чистый долг группы на конец 2023 г. составил около 71,5 млрд руб., при этом показатель Net Debt/EBITDA находился на уровне 3,8× [53]. Данное значение укладывается в допустимый диапазон для

высокотехнологичных промышленных предприятий (до 4,0×), однако остается чувствительным к колебаниям денежного потока [175].

Коэффициент покрытия процентов также демонстрирует умеренную устойчивость: даже при росте долговой нагрузки в 2023–2024 гг. положительная динамика операционной прибыли обеспечивала запас для обслуживания обязательств. Вместе с тем стрессовые сценарии (шаг 3) показывают, что при падении EBITDA на 10% отношение Net Debt/EBITDA приблизилось бы к верхней границе нормативного диапазона. Это означает, что проект требует фазирования капитальных вложений и гибкой структуры финансирования: часть долговых ресурсов целесообразно замещать государственными мерами поддержки, что снижает долговую нагрузку и повышает устойчивость к внешним шокам.

Таким образом, контроль долговой нагрузки позволяет не только отслеживать соответствие проекта целевым финансовым ориентирам, но и своевременно корректировать стратегию финансирования, сохраняя сбалансированность между ростом бизнеса и допустимыми рисковыми пределами.

#### **Шаг 5. Интеграция государственного и корпоративного эффекта.**

С точки зрения государства, проект финансовой консолидации вертолетной отрасли в составе ГК «Ростех» — это не только корпоративная инвестиция, но и инструмент реализации промышленной и социальной политики. Вклад обеспечивают локализация и импортозамещение: замена импортных агрегатов отечественными снижает валютные риски, укрепляет технологический суверенитет и формирует устойчивую налоговую базу внутри страны. Эти параметры прямо увязаны со стратегическими ориентирами, закрепленными в Сводной стратегии развития обрабатывающей промышленности до 2030/2035 гг.; их практическая реализация видна по наращиванию серийных поставок (в том числе с Казанского вертолетного завода) и расширению сервисного контура [89; 93]. Таким образом, «двойной контур» — коммерческий и общественно-экономический — подтверждается:

проект сохраняет финансовую состоятельность на базе сценарных проверок ( $NPV > 0$ ,  $IRR \geq WACC$ ), а также дает измеримый государственный эффект (налоги, занятость, локализация, экспорт).

#### Шаг 6. Формирование финансовой стратегии.

В проекте консолидации ГК «Ростех» система мониторинга строится по двухконтурному принципу: финансовый блок (стоимость и долговая устойчивость) и государственный блок (налоговые поступления, занятость, локализация). В финансовом измерении ключевыми индикаторами выступают свободный денежный поток (FCFF), рентабельность EBITDA, отношение чистого долга к EBITDA (Net Debt/EBITDA) и соблюдение графика капитальных вложений (CAPEX). По данным МСФО за 2023 г., Net Debt/EBITDA составлял  $\sim 3,8\times$  при допустимом пороге  $4,0\times$ , что подтверждает устойчивость долговой нагрузки [67].

Контрольные точки задаются по кварталам: появление и рост положительного FCFF, достижение плановой маржинальности, удержание долговой метрики в целевом коридоре и выполнение налоговых обязательств. При существенных отклонениях — перерасходе CAPEX, падении денежного потока или росте долговой нагрузки — алгоритм предусматривает корректировки: фазирование инвестиций, изменение структуры финансирования, усиление лизингового сегмента или перераспределение закупок. Такой подход позволяет поддерживать баланс между коммерческой эффективностью проекта и выполнением государственных задач, включая рост бюджетных поступлений и технологическое импортозамещение.

Таким образом, применение алгоритма к проекту консолидации показало, что даже при высоких стартовых затратах (капитальные вложения, рост долговой нагрузки) финансовая модель сохраняет устойчивость: чистая приведенная стоимость остается положительной, внутренняя норма доходности превышает цену капитала, а долговая метрика (Net Debt/EBITDA) не выходит за пределы допустимого коридора. Одновременно фиксируются ощутимые эффекты: прирост экспортной и сервисной выручки, сокращение

удельных затрат за счет синергии закупок и унификации производственных платформ, рост налоговых поступлений. Двухконтурный мониторинг (корпоративный и государственный) позволяет гибко реагировать на отклонения: при росте затрат — корректировать календарь инвестиций и структуру заимствований, при недоборе доходов — усиливать сервисный сегмент и локализацию критических узлов. Таким образом, проект обеспечивает не только финансовую устойчивость, но и измеримый вклад в государственные приоритеты — занятость, технологическую независимость и наполнение бюджета, что подтверждает значимость выбранной финансовой стратегии консолидации для ГК «Ростех».

## Выводы к главе 2.

На основе проведенного во второй главе анализа представляется возможным сделать следующие выводы:

сформирован методический базис разработки финансовой стратегии консолидации. В работе предложена целостная структура идентификации, оценки и ранжирования ключевых рисков, возникающих при консолидации организаций, а также акцентировано внимание на необходимости системного подхода, включающего как качественные, так и количественные методы анализа, применение сценарных процедур и стресс-тестов, основанных на статистическом моделировании. Такой инструментарий позволил выстроить причинно-следственные связи между выявленными рисковыми факторами и управлеченческими решениями, обеспечив возможность их интеграции в стратегический контур финансового планирования. Таким образом, полученные результаты обеспечили выполнение задачи по выявлению основных рисков и обоснованию способов их минимизации, что является ключевым этапом в разработке эффективной финансовой стратегии консолидации;

разработан алгоритм выбора оптимальных стратегических финансовых решений при консолидации. Алгоритм основан на пошаговой логике перехода от диагностического блока (выявление рисков, ограничений и исходных

условий) к формированию целевой конфигурации финансовой стратегии. В его рамках определены ключевые параметры: структура финансирования (соотношение собственных и заемных средств), приоритетные направления интеграции (оптимизация издержек, диверсификация доходов, перераспределение ресурсов), а также регламенты принятия решений на уровне корпоративного центра. Такой подход не только повысил прикладную ценность методики, но и обеспечил возможность ее практического использования для сравнения и выбора альтернативных сценариев развития. В результате была решена одна из задач диссертации, связанная с разработкой инструмента выбора оптимальных стратегических финансовых решений в условиях консолидации;

обоснована интеграция результатов методической части в целевую финансовую стратегию госкорпорации. Показано, что результаты диагностики рисков, сценарного анализа и оценки последствий интеграции могут быть трансформированы в конкретные управленческие регламенты и систему KPI. Такой перенос методической базы в практическую плоскость усиливает управляемость консолидации и позволяет объективно оценивать ее влияние на финансовое состояние и эффективность деятельности госкорпорации. Более того, разработанный подход обеспечивает не только внутреннюю согласованность стратегических решений, но и их адаптивность к изменениям внешней макроэкономической среды. Тем самым выполнена задача по формированию финансовой стратегии консолидации организаций и подтверждению ее результативности через измеримые показатели финансово-экономического развития.

## Глава 3

### **Комплекс научно-практических рекомендаций по оценке финансовой стратегии консолидации организаций в составе госкорпораций**

#### **3.1 Систематизация показателей оценки эффективности финансовой стратегии консолидации организаций в составе государственных корпораций**

Систематизация показателей оценки эффективности финансовой стратегии при консолидации организаций государственного сектора требует комплексного, структурированного подхода, учитывающего как финансовые, так и нефинансовые аспекты деятельности объединяемых организаций, их стратегические задачи, а также особенности государственного сектора.

Систематизация показателей — ключевой этап для корректной и объективной оценки эффективности финансовой стратегии при консолидации в государственном секторе. Комплексный подход к формированию и анализу системы показателей позволяет своевременно выявлять узкие места, достигать целей бюджетной экономии и повышать качество государственных услуг.

В дальнейшем под системой показателей оценки эффективности финансовой стратегии консолидации организаций в составе государственных корпораций понимается структурированный набор индикаторов, сгруппированных по следующим основным блокам:

- показатели доходности и рентабельности (рентабельность капитала, рентабельность продаж и др.);
- показатели долговой устойчивости (соотношение заемного и собственного капитала, коэффициент покрытия процентов, коэффициент автономии и др.);
- показатели ликвидности и оборачиваемости (коэффициенты текущей и быстрой ликвидности, показатели оборачиваемости активов);

– показатели бюджетного и синергетического эффекта (изменение чистой прибыли, свободного денежного потока, бюджетного эффекта и интегральный показатель финансового синергетического эффекта).

В совокупности данные группы формируют единую систему, позволяющую увязать результаты консолидации с ключевыми параметрами финансовой стратегии государственных корпораций.

Основываясь на анализе целей проектов отечественных компаний, следует выделить ряд преимуществ, которые предлагает процесс консолидации [22; 46]:

1) оптимизация офисного пространства и сокращение расходов на эксплуатацию объектов недвижимости, в том числе за счет снижения налога на имущество;

2) оптимизация и трансформация бизнес-процессов внутри компании, усиление горизонтальных связей, что приводит к возможности сокращения численности вспомогательного персонала путем более гибкого распределения обязанностей, создания новых компетенций и обмена опытом, а также общее повышение производительности труда. Оптимизация и трансформация бизнес-процессов внутри компаний и усиление горизонтальных связей приведет к возможности сокращения численности вспомогательного персонала путем более гибкого распределения обязанностей, создания новых компетенций и обмена опытом, а также общее повышение производительности труда. Так, проект консолидации правительственный комплекс позволил трансформировать систему управления за счет усиления роли горизонтальных связей в системе управления, как следствие, ускорились процессы передачи опыта и принятия решений. Более того, реализация данного проекта позволила снять барьеры в коммуникации между сотрудниками, что повлекло за собой повышение качества менеджмента и, в конечном счете, увеличило общую результативность;

3) повышение качества и скорости принятия важных решений, качественное развитие системы менеджмента. В данном случае произойдет расширение и развитие горизонтальных кооперационных связей через кластеризацию, что повлечет за собой улучшение качества и скорости принятия стратегических решений – произойдет сокращение временных затрат на длительные процедуры согласования, что позволит сократить общее время работы над различными проектами;

4) укрепление позиций бренда, повышение привлекательности компании в качестве работодателя, использующего передовые современные подходы к корпоративному управлению и созданию комфортного рабочего пространства. В ходе проведенного анализа (российского и международного опыта, а также фундаментальных научных исследований) выявлено, что в случае объединения возрастает деловая репутация (гудвилл) компании, что способствует притоку инвестиций;

5) обеспечение высокого уровня физической и информационной безопасности Корпорации;

6) митигация рисков. Достижение потенциальных положительных эффектов также потребует митигации возможных рисков от руководства компаний корпорации. На основе практического опыта слияния и поглощения, а также научных исследований в данной области выделены следующие риски:

а) Изменение рабочей атмосферы. Консолидация в едином рабочем пространстве, в случае слабой интеграции корпоративной культуры, изменяет рабочую атмосферу и динамику коллектива в отрицательном ключе. Как следствие, сотрудники испытывают дискомфорт при переходе к новому рабочему окружению или потере привычных условий работы. Таким образом, ухудшаются показатели производительности труда и удовлетворенность работой, что оказывает убыточное влияние на деятельность компании.

б) Потеря уникальности и идентичности. Когда компании объединяются в едином рабочем пространстве, без проведения подготовительного этапа, в том числе анализе ценностей и задач отдельного

предприятия, консолидация приводит к потере уникальности и идентичности каждой отдельной компании. Любая компания имеет свои особенности, бренды и специфические подходы, и при консолидации эта уникальность, отличительная черта компании, дающая ей узнаваемость как на отечественном, так и международном рынке, может растворяться из-за появления на рынке консолидированного субъекта.

в) Риск конфликтов и соперничества. В случае слабой интеграции корпоративной культуры, в едином рабочем пространстве между компаниями появляется конкуренция, а иногда и конфликты. Конкуренция за ресурсы, влияние и клиентов приводят к напряженности и снижению сотрудничества между компаниями.

г) Конфиденциальность и безопасность данных. При объединении разных компаний холдинга в одном рабочем пространстве возникают вопросы о конфиденциальности и безопасности данных. Необходимо обеспечить соответствие требованиям по защите информации и принять меры для предотвращения несанкционированного доступа к конфиденциальным данным компаний.

Таким образом, предложенная в настоящем параграфе система показателей, включающая блоки рентабельности, долговой устойчивости, ликвидности, а также бюджетного и финансового синергетического эффекта, позволяет не только объективно оценить экономическую и социальную результативность консолидации организаций в составе государственных корпораций, но и служит инструментом для принятия обоснованных управленческих решений, обеспечения прозрачности и отчетности при реализации крупных интеграционных проектов и их финансовую устойчивость.

В целях повышения научной обоснованности и практической значимости проведенного анализа разработанная система показателей была дополнена расчетами ожидаемых эффектов консолидации. Такой шаг позволяет перейти от концептуального уровня описания преимуществ и

рисков к количественной проверке их реализуемости. В частности, выделение бюджетного, экономического, коммерческого и социального и синергетического эффектов дает возможность оценить консолидацию в едином рабочем пространстве не только с позиции внутренней эффективности корпорации, но и с учетом ее влияния на государственные финансы и общественное развитие.

Ниже приведен расчет ожидаемого бюджетного, экономического, коммерческого, социального эффектов от консолидации организаций в едином рабочем пространстве госкорпорации. Для оценки эффектов использованы элементы методик стоимостной оценки бизнеса, а именно сравнительный подход на основе данных об аналогичных консолидациях. Данный метод выбран ввиду доступности информации и ключевых показателей об объектах-аналогах, а также в связи с ограниченностью открытых данных непосредственно по отдельным государственным корпорациям.

В рамках исследования, с учетом фокуса на государственный сектор, в качестве аналогов были рассмотрены крупные проекты консолидации с участием госкорпораций. В частности, проанализирован опыт объединения предприятий в составе ГК «Ростех» (интеграция ПАО «Объединенной авиастроительной корпорации» ((«ОАК»)), консолидация ядерной отрасли в ГК «Росатом», а также преобразование Федерального космического агентства и АО «Объединенной ракетно-космической корпорации» (АО «ОРКК») в единую ГК «Роскосмос». Здесь следует пояснить, что в рамках ГК «Ростех» проведена консолидация ПАО «ОАК», включившая в себя интеграцию конструкторских бюро и производственных площадок для повышения эффективности и снижения долговой нагрузки [81]. В свою очередь, ГК «Росатом» в ходе реформ 2007–2012 гг. объединила более 250 предприятий ядерного комплекса в единый вертикально интегрированный холдинг, что позволило централизовать управление топливным циклом и нарастить экспортный потенциал [141]. ГК «Роскосмос» была создана в 2015 г. путем

преобразования Федерального космического агентства и АО «ОРКК», что обеспечило консолидацию производственного и проектного блоков в единую систему управления [63]. Их анализ приведен в приложении Г.

В рамках расчетов, приведенных в приложении Г, следует отметить ряд предпосылок. Так, коммерческий эффект в условиях консолидации государственных корпораций целесообразно измерять через показатель выручки, поскольку именно он отражает прямую рыночную реализацию интеграционного потенциала. Рост выручки фиксирует способность объединенной структуры увеличивать объем продаж за счет расширения рынков, синергии в сбытовых каналах, оптимизации продуктового портфеля и повышения конкурентоспособности.

Социальный, экономический, и бюджетный эффекты для указанных проектов рассчитывались на основе метода скоринга. Затем с помощью оценочного инструментария определялось медианное значение по каждому эффекту.

Метод скоринга для расчетов использовался потому, что в публичных раскрытиях госкорпораций часто отсутствует детальная разбивка по «налогам/издержкам/нематериальным активам» до и после консолидации. Поэтому для бюджетного, экономического и социального эффектов используется взвешенный скоринг: он позволяет воспроизведимо агрегировать разнотипные факторы (налогооблагаемая база, льготы, занятость, коопeração, репутация и пр.) в один мультипликатор эффекта, когда прямого «до/после» мало или оно искажено реорганизационными статьями.

Формула расчета скорингового мультипликатора в зависимости от эффекта (социальный, налоговый или бюджетный) следующая (4) [28]

$$M = \sum_i w_i \times k_i, \quad (4)$$

где  $w_i$  – вес критерия (сумма весов = 1);

$k_i$  – относительный коэффициент (1,00 – нейтрально;  $>1$  – усиление;  $<1$  – ослабление).

Относительные коэффициенты ( $k_i$ ) попадают в следующие диапазоны [69; 101]:

1,20–1,30 — сильное подтверждение публичными фактами (официальные отчеты, устойчивый тренд 2–3 года);

1,05–1,15 — умеренная поддержка (есть факты, но краткий горизонт/частичная выборка);

0,85–0,95 — умеренно негативно (интеграционные расходы, санкционный контур);

0,60–0,80 — выражено негативно (убытки/налоговая база не формируется).

Таким образом, учитывая предпосылки, приведенные выше, а также расчетную часть исследования, отраженную в приложении Г, аккумулируем рассчитанные показатели эффектов по данным анализируемой консолидации государственных корпораций в таблице 17.

Таблица 17 – Расчетные данные по эффектам (опыт консолидации госкорпораций)

Наименование	Социальный эффект («Гудвилл»)	Коммерческий эффект (выручка)	Бюджетный эффект (налоги)	Экономический эффект (издержки)
ГК «Ростех» (консолидация ПАО «ОАК»)	1,45	1,20	0,70	1,00
ГК «Росатом» (интеграция ядерной отрасли)	1,30	1,46	0,85	0,95
ГК «Роскосмос» (объединение с АО «ОРКК»)	1,15	1,05	0,40	1,10
Медиана	1,30	1,20	0,70	1,00

Источник: составлено автором.

Следует отметить, что медианные значения по указанным эффектам выбраны по следующим причинам:

- наличие выбросов (аномальных значений): если в данных имеются значения, существенно отличающиеся от основной массы, среднее арифметическое может быть искажено. В данном случае, например, эффективность консолидации по бюджетному эффекту для ГК «Роскосмос» заметно ниже (из-за убытков и отсутствия налогооблагаемой прибыли после реорганизации), что является выбросом относительно других анализируемых госкорпораций [64]. В таких ситуациях медиана лучше отражает типичное значение;
- ненормальное распределение - когда распределение данных асимметрично либо содержит аномалии, среднее значение может плохо характеризовать центральную тенденцию. Медиана дает более устойчивую оценку центрального значения. В приведенных проектах разброс показателей велик – например, социальный эффект (гудвилл) у ГК «Ростех» и ГК «Росатом» умеренно положительный, тогда как у ГК «Роскосмос» близок к 1, что искажает среднее. Медиана нивелирует это расхождение;
- влияние крайних значений: при наличии слишком больших или слишком малых значений среднее смещается в их сторону, и общая картина искажается. Медиана менее чувствительна к крайним значениям и отражает более объективный тренд: консолидация госкорпораций в целом дает положительный синергетический эффект, хотя величина эффектов варьирует в широких пределах;
- если по какому-либо критерию отсутствует информация, среднее может оказаться некорректным. Медиана позволяет с высокой степенью достоверности учесть неполные данные. Например, по бюджетному эффекту ГК «Роскосмос» де-факто отсутствуют налоговые отчисления из-за убытков, и это затрудняет прямое сравнение с другими. Медианный расчет сглаживает влияние этого пробела.

Согласно проведенному анализу консолидаций, в перспективе коммерческий эффект для объединенной компании в целом положительный. Так, интеграция ПАО «ОАК» в ГК «Ростех» по оценкам самой госкорпорации

должна увеличить выручку авиационного кластера ГК «Ростех» до 1 трлн руб., усиливая кооперацию между производителями самолетов и комплектующих [55].

Аналогично, ГК «Росатом» после консолидации предприятий атомной отрасли получил возможность комплексного предложения на международном рынке (топливо + реакторы + сервис), что отразилось на динамике показателей. Госкорпорация нарастила портфель зарубежных заказов (ожидала удвоения выручки от иностранных проектов к 2024 г.) и продемонстрировала резкий рост финансовых результатов: так, выручка ГК «Росатом» в 2023 г. увеличилась на 45,6% (до \$28,4 млрд), а чистая прибыль через холдинг АО «Атомэнергопром» выросла на 60% в 2023 г. по сравнению с 2022 г. [52]. Эти факты отражают существенный коммерческий и экономический эффект от интеграции – рост продаж и повышение рентабельности за счет синергии (эффект масштаба, вертикальная интеграция и др.).

В случае ГК «Роскосмос» положительный эффект выражен слабее: реорганизация 2015 года (слияние с АО «ОРКК») носила во многом антикризисный характер и не решила сразу системных проблем отрасли. Следует отметить, что объединение практически всех предприятий ракетно-космической отрасли «под одной крышей» не сопровождалось мгновенным ростом эффективности из-за затяжной бюрократической перестройки. Фактически, в первые годы объединенный ГК «Роскосмос» оставался убыточным – например, из-за санкций и потери контрактов к 2024 г. корпорация понесла 180 млрд руб. убытков и ожидает выйти на прибыль лишь к концу 2025 г. [85]. Отсюда низкий бюджетный эффект (сокращение налоговых поступлений) и относительно слабый коммерческий эффект в краткосрочной перспективе наблюдается по данному проекту. Тем не менее, даже здесь синергия проявляется в оптимизации дублирующих функций: например, создание единой госкорпорации позволило исключить параллельное существование агентства и холдинга, сконцентрировать

управление отраслью и в перспективе устраниТЬ внутреннюю конкуренцию предприятий.

Обобщая результаты анализа консолидаций, получим ориентировочные мультипликаторы эффектов – во сколько раз изменяются ключевые показатели после объединения по сравнению с базовым уровнем, что показано в таблице 18.

Таблица 18 – Сводная таблица мультипликаторов эффектов консолидации

Тип эффекта	Показатель	Ожидаемый мультипликатор эффекта
Социальный	Деловая репутация (гудвилл), руб.	1,30
Экономический	Издержки, руб.	1,00
Коммерческий	Выручка от продаж, руб.	1,20
Бюджетный	Налоговые отчисления, руб.	0,70

Источник: составлено автором.

Приведенные значения показывают средний ожидаемый результат слияния/объединения: например, коммерческий эффект  $\sim 1,20$  означает, что совокупная выручка объединенной организации примерно на 20% выше базового уровня (суммарной выручки до объединения) за счет синергии. В то же время бюджетный эффект  $< 1$  (около 0,7) указывает на снижение налоговых поступлений  $\sim 30\%$  относительно базового уровня. Иными словами, после консолидации компания платит меньше налогов, чем сумма уплачиваемых налогов разрозненными организациями до объединения. Социальный эффект  $> 1$  ( $\approx 1,3$ ) говорит об увеличении совокупной деловой репутации, нематериальных активов, узнаваемости бренда и тому подобное, в результате объединения (хотя, как видно, рост репутационного капитала не столь велик, а в отдельных случаях может и отсутствовать). Экономический эффект  $\sim 1,0$  свидетельствует, что издержки в среднем остаются на том же уровне или снижаются незначительно – то есть эффект масштаба и оптимизации зачастую компенсируется расходами на интеграцию и другими факторами. В отдельных успешных случаях (например, ГК «Росатом») издержки сокращаются сильнее,

однако в других – могут временно расти (ГК «Роскосмос»), поэтому усредненно берется нейтральное значение.

Следует отметить причины низкой доли бюджетного эффекта (снижения налоговых поступлений) при консолидациях:

- оптимизация структуры компаний: в результате объединения компания пересматривает юридическую и организационную структуру, используя режимы налогообложения, позволяющие снизить совокупные налоговые обязательства. Например, убытки одних объединенных предприятий перекрывают прибыль других, уменьшая налогооблагаемую базу;
- устранение дублирования расходов: после слияния устраниется дублирование функций и персонала, повышается операционная эффективность. Это часто сопряжено с единовременными затратами на реорганизацию (компенсации, интеграция ИТ-систем и другие), которые временно снижают прибыль, а значит – и налоги. В дальнейшем экономия расходов повышает рентабельность, но сразу после сделки возможен спад налоговых отчислений;
- перераспределение активов: в процессе консолидации компания может перераспределить активы и долговые нагрузки внутри группы так, чтобы минимизировать налоги (например, перевод прибыли в подразделения с льготным режимом, консолидация на балансе организации-льготника и т.п.).

Важно подчеркнуть, что в случае с государственными корпорациями негативный бюджетный эффект смягчается за счет специфики отношений с государством. С одной стороны, снижается потребность в бюджетных ассигнованиях: после объединения госкорпорация может меньше зависеть от господдержки (субсидий, имущественных взносов), поскольку улучшает финансовую устойчивость. С другой стороны, консолидация зачастую сопровождается укрупнением проектов и повышением квалификации персонала, ростом производительности труда, что в более отдаленной перспективе расширяет налоговую базу. Проще говоря, государство

недополучает часть налогов сразу, но выигрывает от сокращения прямых вливаний и создания высокопроизводительных рабочих мест в госсекторе.

Вышеприведенное исследование проведено применительно к процедурам слияния и поглощения в целом. Однако для каждой конкретной госкорпорации необходимо вносить корректировки с учетом ее отраслевой специфики, масштаба и целей объединения, чтобы уточнить величину эффектов.

В качестве инструмента внесения корректировок в расчетные значения ожидаемого эффекта для унификации данных показателей с целью их использования к другим проектам по консолидации госкорпораций предлагается использовать элементы скорингового метода. Суть подхода: определяются наиболее значимые критерии, влияющие на величину того или иного эффекта при консолидации. Далее каждому критерию, исходя из проведенного анализа, присваивается определенный вес (значимость в процентах). Затем для объекта исследования (конкретной госкорпорации и планируемой формы ее консолидации) по каждому критерию задается индивидуальный коэффициент, отражающий, насколько данный проект лучше ( $>100\%$ ) или хуже ( $<100\%$ ), чем типичная сделка слияния и поглощения [28].

Ниже на основе проведенного анализа показан расчет скорректированных эффектов для условной госкорпорации (набор критериев и их оценка приведены для примера).

**Социальный эффект.** В качестве критериев взяты факторы, влияющие на деловую репутацию, нематериальные активы и социальный капитал компаний при консолидации. Для каждого критерия определен вес и экспертная оценка (коэффициент) по сравнению с эталонной M&A-сделкой (100%). В данном примере предполагается, что по большинству критериев изучаемая консолидация госкорпорации уступает классическому слиянию компаний в повышении репутации (коэффициенты  $< 1$ ). После расчета скорректированных весов получаем итоговый коэффициент 0,68. Умножив

его на средний мультипликатор по социальному эффекту ( $\approx 1,30$ ), получаем  $\sim 0,88$ , что видно из таблицы 19.

Таблица 19 – Расчет социального эффекта (пример)

Критерий	Вес	Корректировка	Скорректированный вес
Информационная безопасность	0,30	0,40	0,12
Привлекательность для инвесторов	0,25	0,75	0,19
Оптимизация внутренних процессов	0,15	0,70	0,11
Качество условий труда	0,10	0,80	0,08
Внутренние коммуникации	0,10	0,90	0,09
Единая корпоративная культура	0,05	0,95	0,05
Прочее	0,05	0,95	0,05
<i>Итого</i>	<i>1,00</i>		<i>0,68</i>
Величина мультипликатора	–	1,30	–
Итого, эффект	–	0,88	–

Источник: составлено автором.

Из расчета видно, что социальный эффект (деловая репутация) в данном сценарии уменьшится на  $\sim 12\%$  (итоговый мультипликатор 0,88) по сравнению с базовым уровнем. Это объясняется тем, что консолидация ресурсов внутри существующей госкорпорации не создает нового гудвилла, как это бывает при поглощении сторонней компании с известным брендом.

Далее перейдем к рассмотрению коммерческого эффекта. В таблице 20 приведен пример расчета влияния консолидации на выручку от продаж. Критериями выбраны факторы, определяющие изменение доходов: производительность труда, операционные расходы, новые возможности кооперации, использование освободившихся активов, бренд, система менеджмента и др. Предполагается, что по части показателей консолидация дает эффект не хуже, чем обычное слияние и поглощение (по горизонтальным связям, аренде недвижимости, бренду – коэффициенты 1,0–1,1), хотя по другим критериям – несколько слабее (например, рост производительности и оптимизация затрат происходят не столь быстро, как при рыночном слиянии конкурентов). Суммарный скорректированный коэффициент составляет  $\sim 0,85$ . Умножая его на средний мультипликатор коммерческого эффекта ( $\approx 1,2$ ), получаем итоговый коэффициент  $\sim 1,02$ .

Таблица 20 – Расчет коммерческого эффекта (пример)

Критерий	Вес	Корректировка	Скорректированный вес
Производительность труда	0,30	0,70	0,21
Эксплуатационные расходы	0,25	0,75	0,19
Горизонтальные кооперационные связи	0,15	1,00	0,15
Сдача в аренду и/или продажа высвобождаемых помещений	0,10	1,00	0,10
Изменение позиции бренда	0,10	1,10	0,11
Изменение системы менеджмента	0,05	0,95	0,05
Прочее	0,05	0,95	0,05
<i>Итого</i>	<i>1,00</i>		<i>0,85</i>
Величина мультипликатора	–	1,20	–
<i>Итого, эффект</i>	<i>–</i>	<i>1,02</i>	<i>–</i>

Источник: составлено автором.

Следовательно, коммерческий эффект (выручка) в данном примере увеличится примерно на 2% относительно базового уровня. Иными словами, после консолидации объединенная госкорпорация сможет получать несколько больший объем доходов, чем суммарно ее части до объединения. Это достигается за счет синергии продаж – кросс-продаж услуг внутри расширенной структуры, более сильной позиции на рынке (укрупненный бренд, монопольные преимущества) и повышения эффективности использования ресурсов (освобождение неликвидных активов, оптимизация ассортимента).

Далее следует рассмотреть бюджетный эффект. Таблица 21 иллюстрирует расчет влияния консолидации на налоговые отчисления. В качестве критериев выбраны факторы, влияющие на формирование налогооблагаемой прибыли и налоговых льгот: изменение налоговой базы, регулирование и лицензирование, участие в госпрограммах, получение субсидий, динамика занятости, социальные выплаты и прочее. Для госкорпорации в примере предполагается значительное расширение мер господдержки (льгот) после консолидации – например, упрощение регулирования, доступ к госпрограммам, что отражено коэффициентами  $> 1$  по ряду критериев (1,3–1,5). Одновременно происходит рост занятости и, как следствие, отчислений в социальные фонды (коэффициенты 1,1). С другой

стороны, укрепление компании снижает потребность в прямых субсидиях (коэффициент 1,1 означает лишь умеренное увеличение налогов за счет экономии субсидий). Суммарный коэффициент – 1,28, который, будучи умножен на средний мультипликатор бюджетного эффекта ( $\approx 0,70$ ), дает  $\sim 0,90$ .

Таблица 21 – Расчет бюджетного эффекта (пример)

Критерий	Вес	Корректировка	Скорректированный вес
Налоговые поступления	0,30	1,30	0,39
Регулирование и лицензирование	0,25	1,50	0,38
Государственные программы	0,15	1,30	0,20
Субсидии	0,10	1,10	0,11
Занятость	0,10	1,10	0,11
Социальные выплаты	0,05	1,00	0,05
Прочее	0,05	1,00	0,05
Итого	1,00		1,28
Величина мультипликатора	–	0,70	–
Итого, эффект	–	0,90	–

Источник: составлено автором.

Таким образом, бюджетный эффект (величина налоговых платежей) после консолидации снизится примерно на 10% (итоговый мультипликатор  $\sim 0,9$ ), что соответствует ранее сделанным выводам. Госкорпорация после объединения действительно платит меньше налогов, однако, как отмечалось, это не столь критично для государства: одновременно уменьшаются бюджетные расходы на поддержку этой корпорации, а косвенные фискальные эффекты (от роста занятости, развития смежных отраслей и т.д.) могут со временем компенсировать прямое снижение налоговых поступлений.

В таблице 22 представлен расчет экономического эффекта, под которым понимается изменение издержек компании (операционных расходов). Критерии включают масштабы экономии, изменение рыночной доли, конкурентоспособность, динамику активов, территориальный охват, имидж и прочие факторы, влияющие на себестоимость и эффективность. В примере считается, что консолидация обеспечивает эффект масштаба (коэффициент 1,0 – без изменений, т.к. уже достигнут предел экономии на масштабе), незначительно уступает классической сделке по приросту

рыночной доли (0,75) и конкурентоспособности (0,85), а также приводит к умеренному росту активов (0,90) и расширению присутствия (0,90). Имиджевый фактор нейтрален (1,0). Суммарный коэффициент – 0,90. Умножаем его на средний мультипликатор экономического эффекта ( $\approx 1,00$ ), получаем ~0,90.

Таблица 22 – Расчет экономического эффекта (пример)

Критерий	Вес	Корректировка	Скорректированный вес
Масштабы экономии	0,30	1,00	0,30
Изменение рыночной доли	0,25	0,75	0,19
Конкурентоспособность	0,15	0,85	0,13
Изменение активов	0,10	0,90	0,09
Территориальный охват	0,10	0,90	0,09
Имидж	0,05	1,00	0,05
Прочее	0,05	1,00	0,05
<i>Итого</i>	<i>1,00</i>		<i>0,90</i>
Величина мультипликатора	–	1,00	–
<i>Итого, эффект</i>	<i>–</i>	<i>0,90</i>	<i>–</i>

Источник: составлено автором.

Результат показывает, что экономический эффект (величина издержек) для объединенной компании снизится примерно на 10%. Иными словами, совокупные операционные расходы станут на ~10% меньше, чем были у отдельных частей суммарно. Это положительный результат: синергия позволяет сократить издержки за счет укрупнения закупок, устранения дублирующих функций (единые ИТ-системы, обобщенный бэк-офис и т.д.), оптимизации производственных мощностей. При этом учтено, что в реальности достичь сразу крупных сокращений затрат сложно – особенно в госсекторе, где социальные обязательства высоки. Тем не менее, 8–10% экономии издержек – вполне достижимый синергетический эффект, подтверждаемый практикой (например, ПАО «ОАК» в составе ГК «Ростех» планировала повысить производительность и убрать избыточные мощности, чтобы снизить себестоимость продукции) [81].

Таким образом, предложенная система показателей (социального, коммерческого, бюджетного, экономического эффектов) обеспечивает

комплексную и объективную оценку достижения целей финансовой стратегии при консолидации организаций государственного сектора. Представленная методология расчетов должна гибко адаптироваться под специфику каждой организации – учитывать отраслевые особенности, масштаб бизнеса, форму консолидации (слияние, поглощение, реорганизация и т.д.). Данную систему рекомендуется сопровождать реализацией финансовой стратегии консолидации динамическим мониторингом указанных показателей, чтобы руководство госкорпорации имело возможность оперативно вносить корректировки в финансовые управленческие решения и обеспечивать максимальную реализацию синергетического потенциала объединения.

### **3.2 Разработка методики оценки финансового синергетического эффекта от консолидации организаций**

Разработка методики оценки финансового синергетического эффекта от объединения организаций — сложная задача, требующая учета множества факторов. Системные эффекты инновационной деятельности имеют многоаспектное содержание, поскольку инновации находятся в прямой связи с изменениями, имеющими системный характер и приводят к изменениям сопутствующих видов деятельности.

В общем содержании они образуют процесс инноватизации, понимаемый как накопление, сохранение, использование и развитие взаимодействующих инноваций бизнеса, власти и социума, обеспечивающих качественные изменения и общий положительный устойчивый динамизм воспроизводства экономической системы.

Реализация инновационной деятельности представлена различными видами эффектов в трансформации и развитии экономических систем.

Ослабление механизмов обеспечения инновационной деятельности хозяйствующих субъектов ведет к снижению, убыванию ее системных эффектов, которые представлены в таблице 23.

Таблица 23 – Системные эффекты

Виды эффектов	Содержание и результат
Экономический эффект	Результат в виде нового продукта или услуги, полученных в результате инновационной деятельности и имеющие ценность на потребительском рынке
Коммерческий эффект	Финансовые результаты, полученные в процессе реализации инноваций как продукта или услуги на рынке. Выражается финансовыми показателями: прибыль от коммерциализации инноваций, дивиденды инновационного проекта и др.
Социальный эффект	Результат способствует повышению благосостояния общества, уровня качества жизни и улучшению условий труда, увеличению производительности и др
Бюджетный эффект	Финансовые результаты инноватизации для федерального, регионального, местных бюджетов и бюджета самой организации.
Синергетический эффект	Результат, полученный по итогу консолидации благодаря реализации всех перечисленных системных эффектов

Источник: составлено автором на основе источника [129].

Рассматривая эффективность инновационной деятельности и механизмов ее обеспечения как системную взаимосвязанную и взаимозависимую ценность полифункциональных социально-экономических эффектов, необходимо отметить такие их позитивные тенденции как инноватизация структур экономического развития. Однако современная экономическая ситуация, обусловленная кризисными явлениями и ускоряющимися темпами научно-технического прогресса, выдвигает в отношении российских предприятий требования быстро и гибко реагировать на трансформационные процессы.

Чтобы рассчитать экономический, коммерческий, социальный и бюджетный эффекты от финансовой консолидации компаний в одном месте, следует учесть несколько факторов. Вот некоторые из них [138]:

Экономический эффект:

- сокращение издержек: консолидация компаний может привести к сокращению повторяющихся функций и издержек, таких как аренда, обслуживание офисов, закупка оборудования и прочее;

- масштабные экономии: консолидация компаний может создать условия для реализации масштабных экономий, улучшения производственной эффективности, оптимизации поставок и снижения затрат на закупки;
- увеличение рыночной доли и конкурентоспособности: консолидация компаний может позволить расширить ассортимент продуктов и услуг, усилить позицию на рынке и повысить конкурентоспособность;
- увеличение доли активов;
- иные факторы, оказывающие влияния на экономическую деятельность компании.

При оценке экономического эффекта объединения компаний важно исследовать и учитывать различные параметры, которые могут влиять на доходы и рентабельность.

#### Коммерческий эффект:

- расширение клиентской базы: консолидация компаний может позволить расширить клиентскую базу, обеспечивая доступ к новым рынкам и клиентам;
- увеличение объема продаж: совместная деятельность и синергия между компаниями могут способствовать увеличению объема продаж и расширению рыночной доли;
- улучшение обслуживания клиентов: консолидация компаний может привести к повышению уровня обслуживания клиентов и предоставлению более широкого спектра продуктов и услуг;
- иные факторы, оказывающие влияние на коммерческую деятельность компании.

Коммерческий эффект связан с влиянием на коммерческую деятельность компании, ее конкурентоспособность, рыночную долю и другие показатели, которые характеризуют коммерческую успешность. Оценка коммерческого эффекта включает анализ факторов, таких как дополнительные источники дохода, удовлетворение потребностей клиентов, расширение

клиентской базы и т. д. Формула для оценки коммерческого эффекта учитывает конкретные параметры и показатели, связанные с коммерческой деятельностью компании.

#### Социальный эффект:

- создание новых рабочих мест: консолидация компаний может способствовать созданию новых рабочих мест и повышению уровня занятости;
- развитие профессиональных навыков: консолидация компаний может предоставить возможности для развития профессиональных навыков сотрудников, обмена опытом и повышения квалификации;
- улучшение корпоративной культуры: консолидация компаний может способствовать формированию единой корпоративной культуры, улучшению командного взаимодействия и сотрудничеству между коллективами;
- улучшение имиджа компании.

#### Бюджетный эффект:

- налоговые поступления: консолидация компаний может привести к увеличению налоговых поступлений в государственный бюджет. При увеличении объема продаж, доходов и прибыли компаний также возрастает сумма налогов, уплачиваемых в качестве налога на прибыль, налога на добавленную стоимость (далее - НДС) и других налогов;
- регулирование и лицензирование: консолидация компаний может подвергнуться регулированию со стороны государства. В некоторых случаях может потребоваться оплата государственных сборов, лицензий или разрешений. Эти платежи могут повлиять на государственный бюджет;
- государственные программы и субсидии: консолидация компаний может открыть новые возможности для участия в государственных программах или получения субсидий и грантов. В таком случае расходы на эти программы будут отражены в государственном бюджете;

– занятость и социальные выплаты: консолидация компаний может влиять на занятость работников. Если консолидация приводит к созданию новых рабочих мест или сохранению существующих, то это может привести к увеличению доходов работников, а, следовательно, к увеличению социальных выплат, таких как налоги на доходы физических лиц или социальные отчисления.

Синергетический эффект означает дополнительное значение или результат, достигаемый в результате взаимодействия и взаимодополняемости различных эффектов.

Синергетический эффект может проявляться в следующих аспектах [139]:

– усиление экономического эффекта: консолидация компаний может привести к взаимодействию экономических эффектов, таких как сокращение издержек, масштабные экономии и увеличение рыночной доли. В результате этих взаимодействий может быть достигнут более значительный экономический эффект, чем если бы каждый эффект действовал по отдельности;

– увеличение коммерческого эффекта: консолидация компаний может позволить создать новые коммерческие возможности, расширить клиентскую базу и улучшить обслуживание клиентов. Взаимодействие между различными компаниями может привести к появлению новых продуктов и услуг, а также усилить конкурентоспособность компании в целом;

– совместное использование ресурсов: консолидация компаний может способствовать совместному использованию ресурсов, таких как технологии, интеллектуальная собственность, базы клиентов и дистрибуторские сети. Это может привести к синergии, увеличению эффективности и повышению стоимости объединенной компании;

– усиление бюджетного эффекта: консолидация компаний может повлиять на государственный бюджет путем увеличения налоговых поступлений, улучшения занятости и социальных выплат. Взаимодействие

различных эффектов может усилить влияние на государственный бюджет в целом.

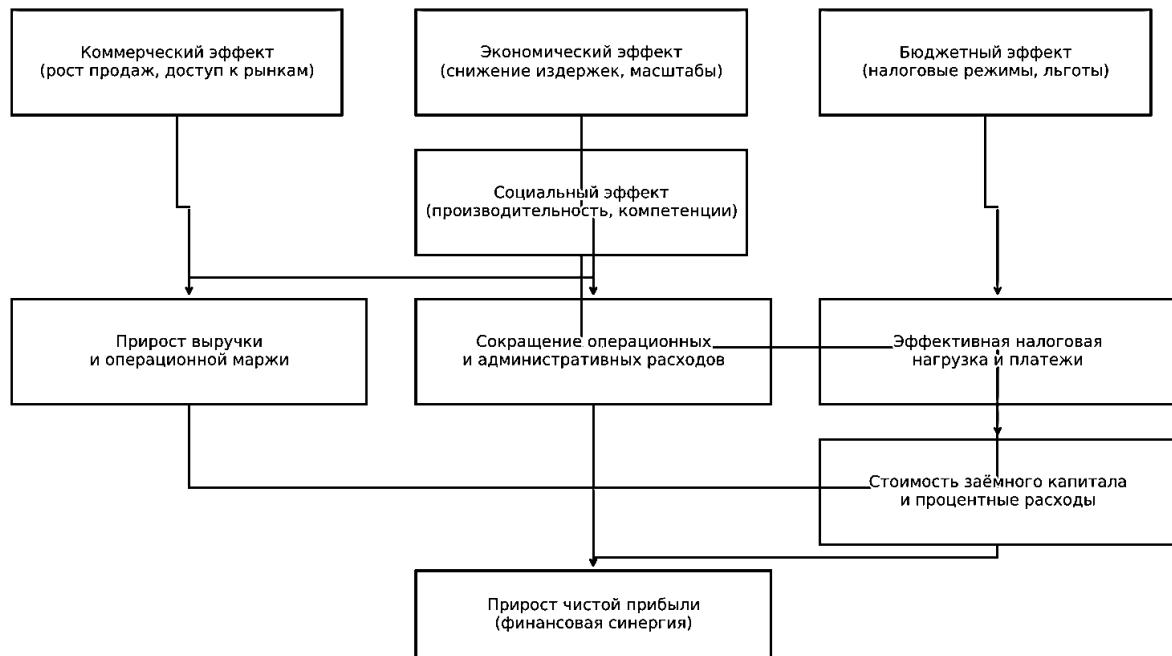
Синергетический эффект оценивается на основе взаимодействия и взаимосвязи между различными факторами и параметрами проекта. Он возникает, когда совокупное воздействие всех элементов проекта превышает сумму их индивидуальных эффектов.

Опираясь на результаты систематизации, представленные в параграфе 3.1, представляется возможным утверждать, что синергетический эффект консолидации целесообразно интерпретировать как устойчивый прирост чистой прибыли интегрированной структуры. При этом каждый выделенный эффект получает свое отражение именно через конечный финансовый результат:

- коммерческий эффект проявляется в росте выручки, что при сохранении или улучшении операционной маржи обеспечивает увеличение чистой прибыли;
- экономический эффект выражается в сокращении производственных и управлеченческих издержек, что ведет к повышению рентабельности и укреплению финансового результата;
- бюджетный эффект отражает изменение величины налоговой нагрузки (включая возможные льготы, перенос убытков и специальные режимы), тем самым напрямую влияя на прибыль после налогообложения;
- социальный эффект выражается в росте производительности труда, стабильности кадрового состава и снижении транзакционных издержек, что позволяет удерживать расходы по обслуживанию заемного капитала в допустимых границах и дополнительно поддерживает конечный результат.

Таким образом, совокупная оценка по четырем направлениям трансформируется из набора частных индикаторов в систему взаимосвязанных детерминант чистой прибыли, что позволяет рассматривать синергетический эффект не как абстрактную категорию, а как целевой

ориентир финансовой стратегии консолидации. Графически данная взаимосвязь представлена на рисунке 9.



Источник: разработано автором.

Рисунок 9 - Связь эффектов при принятии стратегических финансовых решений консолидации организаций в составе госкорпораций (финансовая синергия)

На основе вышеизложенного, финансовый синергетический эффект следует учитывать, в виде приращения чистой прибыли по формуле (5)

$$\Delta\text{ЧП}_{syn} = (\mu \times \Delta R + \Delta\text{ЭЗ} - I - \Delta\text{Проц}) \times (1 - \tau_{\text{эфф}}), \quad (5)$$

где  $\Delta\text{ЧП}_{syn}$  – финансовый синергетический эффект (чистая прибыль за счет синергии);

$\Delta R$  – прирост выручки за счет коммерческой синергии (мультипликатор из параграфа 3.1.);

$\mu$  – операционная маржа на дополнительной выручке;

$\mu \times \Delta R$  – прирост валовой операционной прибыли;

$\Delta\text{ЭЗ}$  – ежегодная экономия издержек (эффект масштаба);

$I$  – временные расходы на консолидацию;

$\Delta\text{Проц}$  – изменение процентных расходов (включая эффект рефинансирования в контуре госкорпораций);

$\tau_{\text{эфф}}$  – эффективная ставка налога на прибыль с учетом льгот.

В свою очередь, прирост выручки ( $\Delta R$ ) рассчитывается по формуле (6) [50]

$$\Delta R = (M_{\text{com}} - 1) \times R_0, \quad (6)$$

где  $M_{\text{com}}$  – коммерческий мультипликатор (коммерческий эффект от синергии, более подробно рассмотрен в параграфе 3.1.);

$R_0$  – базовое значение выручки.

Следует отметить, что такая декомпозиция напрямую связывает коммерческий эффект с  $\Delta R$ , экономический – с  $\Delta\text{ЭЗ}$  и  $\mu$ , бюджетный – с  $\tau_{\text{эфф}}$ , социальный – с поддержанием  $\mu$  и контролем  $\Delta\text{Проц}$ . Суммарный результат –  $\Delta\text{ЧП}_{syn}$ , который принимает значение больше 0, и является финансовой синергией от консолидации, находящей свое отражение через призму приращения чистой прибыли.

Апробируем данную формулу на фактическом примере консолидации - ГК «Ростех» и АО «Вертолеты России» на основе анализа фактических данных по проекту, приведенных в параграфах 2.2. и 2.3.

Для расчетов были использованы следующие данные:

Базовая выручка ( $R_0$ ) составляет 723,36 млрд руб. [53; 65].

Коммерческий мультипликатор ( $M_{\text{com}}$ ) составляет 1,20. Задается как медианный ориентир из параграфа 3.1. (систематизация эффектов по проектам госкорпораций) и интерпретируется не как темп роста выручки всего контура, а как коэффициент «добавочной» выручки, достигаемой за счет консолидации (кросс-продажи, унификация портфеля, эффект масштаба цепочек поставок). Практика оценки синергии в сделках слияния и поглощения подчеркивает, что

«все прибыли проявляются либо через прирост выручки, либо через сокращение затрат», поэтому использование мультипликатора спроса/сбыта является корректным [140].

Маржинальность на дополнительной выручке ( $\mu$ ) составляет 0,175 (17,5%). Как «инкрементальная» маржа она закономерно выше средней по отрасли, поскольку часть фиксированных расходов уже покрыта базой. В свою очередь, ориентир 15–20% согласуется с диапазоном рентабельности продаж в обрабатывающей промышленности: в 2023 г. по «обрабатывающим» — ~17,1%, в 2024 г. — ~14,7% (снижение на волне затрат), что делает 17,5% реалистичным «средним по верхней границе» именно для добавочной выручки [82; 94].

Устойчивая экономия затрат  $\Delta\text{ЭЗ}$  рассчитывается как 1,5% (коэффициент « $s$ ») от базового значения выручки ( $R_0$ ). Российские источники по централизации (правительственные решения и эмпирика) прямо указывают на снижение транзакционных и ценовых издержек при переводе закупок в единый контур; в отраслевых бенчмарках встречаются двузначные значения экономии, однако для госструктур разумно закладывать среднее значение в размере 1,5% как доказуемый и устойчивый эффект, с последующей чувствительностью 0–3% [181].

Интеграционные издержки I (разовые затраты) составляют 2% от базового значения выручки ( $R_0$ ), что попадает в международный коридор в размере 1–3% выручки для целей интеграции [181].

Изменение процентных расходов  $\Delta\text{Проц}$  составляет 0 руб., поскольку в проекте (ГК «Ростех» и АО «Вертолеты России») происходит нейтрализация финансового контура, чтобы не «примешивать» эффект рефинансирования к операционной синергии. Данное влияние переносится в алгоритм формирования финансовой стратегии консолидации (параграф 2.3. – пересмотр параметров проекта при возникновении рисковых событий). Иными словами, значение изменения процентных расходов равно 0 руб., является актуальным только в том случае, если реализуется базовый сценарий

консолидации, в случае негативного или оптимистичного сценария, необходимым является проведение стресс-тестирования для более точного определения целевых значений данного параметра.

Эффективная ставка налога  $\tau_{\text{эф}}=0,20$  или 20%, что соответствует величине налога на прибыль в размере 20% согласно Налоговому кодексу РФ, статья 284, по состоянию на 31.12.2024 г.

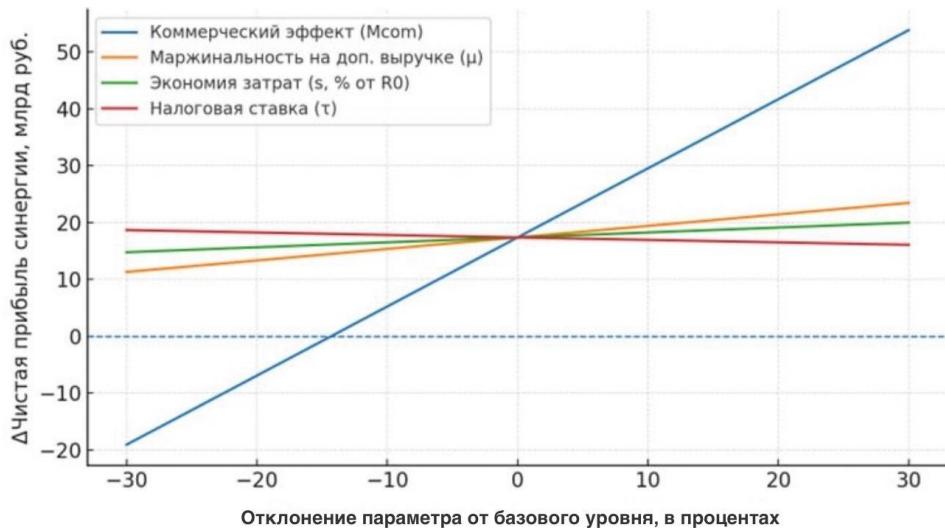
Учитывая данные параметры, результаты расчетов финансового синергетического эффекта проекта приведены в таблице 24.

Таблица 24 – Расчет финансового синергетического эффекта по проекту ГК «Ростех» и АО «Вертолеты России»

Показатель	Значение
Базовая выручка, млрд руб. ( $R_0$ )	723,36
Коммерческий мультипликатор ( $M_{com}$ )	1,2
Прирост выручки, млрд руб. ( $\Delta R$ )	144,67
Маржинальность на дополнительной выручке ( $\mu$ ), доля	0,175
Прирост валовой операционной прибыли, млрд. руб. ( $\mu \times \Delta R$ )	25,32
Экономия затрат, млрд. руб. ( $\Delta Z$ )	10,85
Интеграционные издержки, млрд. руб. ( $I$ )	14,47
Изменение процентных расходов, млрд. руб. $\Delta \text{Проц}$	0
Прибыль до налога, млрд руб.	21,7
Чистая прибыль синергии, млрд руб. ( $\Delta \Pi_{syn}$ )	17,36

Источник: составлено автором.

Далее на рисунке 10 отразим полученное значение сквозь призму чувствительности финансовой синергии по чистой прибыли к коммерческому, бюджетному, экономическому и социальному эффектам.



Источник: разработано автором.

Рисунок 10 – Чувствительность финансовой синергии к эффектам

Данный график показывает, как прирост чистой прибыли от финансовой синергии реагирует на ключевые эффекты консолидации: коммерческий мультипликатор, маржинальность дополнительной выручки, экономию затрат и эффективную ставку налога. Кривые имеют ожидаемую монотонность: при увеличении коммерческого эффекта и маржинальности на дополнительной выручке, финансовая синергия растет также, как при увеличении параметра «экономия затрат», а при повышении налоговой ставки — снижается. При этом наибольший вклад в наклон (и, следовательно, в итоговую чувствительность прибыли) дают параметры выручки и маржинальности: даже умеренные улучшения коммерческого эффекта дают больший эффект по чистой прибыли, чем сопоставимые относительные изменения в экономии на издержках.

С точки зрения прикладного значения, для финансовой консолидации в госкорпорациях данный график показывает, что, при прочих равных, приоритетом должно быть укрепление коммерческого блока (сквозные продажи, унификация портфеля, загрузка мощностей) и защита маржи (стандартизация, нормирование, контрактная дисциплина). Экономия затрат выступает стабильным, но «вторым по силе» плечом, а налоговый контур —

внешним ограничителем, который необходимо учитывать в сценариях и при выборе инструментов (льготы, перенос убытков, режимы).

Таким образом, разработанная методика оценки финансового синергетического эффекта, базируется на систематизации эффектов (экономического, коммерческого, бюджетного и социального), проведенных в параграфе 3.1, и позволяет трансформировать их совокупное влияние в финансовый результат в форме приращения чистой прибыли.

Этапы применения методики представляется возможным аккумулировать следующим образом:

- 1) определение исходных параметров. Фиксируется базовая выручка организации и выбираются медианные значения мультипликаторов по ключевым эффектам (коммерческому, экономическому, социальному, бюджетному) на основе анализа проектов консолидации госкорпораций;
- 2) расчет коммерческого эффекта. Определяется прирост выручки на основе коммерческого мультипликатора, отражающего синергию сбыта, кросс-продаж и унификацию продуктового портфеля;
- 3) расчет экономического эффекта. Оценивается устойчивое снижение издержек (экономия масштаба, централизация закупок, оптимизация процессов), выраженное как процент от базовой выручки;
- 4) учет бюджетного и социального эффектов. Бюджетный эффект интерпретируется через изменение налоговой базы (льготы, перенос убытков, особые режимы), а социальный — через поддержание производительности труда и снижение транзакционных расходов;
- 5) формирование финансового результата. На основе прироста выручки, маржинальности, экономии затрат и интеграционных расходов формируется показатель прибыли до налогообложения, далее с учетом ставки налога рассчитывается чистая прибыль синергии;
- 6) проверка чувствительности. Строятся сценарии изменения ключевых параметров (мультипликаторов, маржинальности, экономии, налоговой ставки) для оценки устойчивости полученного результата.

Таким образом, методика позволяет напрямую связать совокупные эффекты консолидации с целевым показателем — приростом чистой прибыли, обеспечивая инструмент для количественной верификации финансовой стратегии в условиях государственного сектора.

В результате проведенного исследования в параграфе 3.2 была предложена методика оценки финансового синергетического эффекта при консолидации организаций государственного сектора. Ее новизна заключается в том, что впервые системные эффекты консолидации (экономический, коммерческий, социальный и бюджетный), ранее рассматриваемые разрозненно, трансформированы в единый показатель прироста чистой прибыли, что позволяет объективно увязать интеграционные эффекты с конечными финансовыми результатами. Данное решение обеспечивает не только количественную оценку синергии, но и формирует универсальный инструмент для практического применения в госкорпорациях, где эффективность традиционно измерялась преимущественно нефинансовыми индикаторами. Таким образом, предложенный подход усиливает научное и прикладное значение работы, позволяя, используя предложенный инструментарий, разработать сбалансированную финансовую стратегию консолидации организаций в составе госкорпораций.

### **3.3 Предложения по минимизации финансовых рисков консолидации**

В условиях динамично изменяющейся экономической среды консолидация организаций становится стратегическим инструментом повышения их конкурентоспособности и устойчивости. Однако данный процесс сопряжен с множеством рисков, обусловленных как внутренними факторами, так и внешними макроэкономическими условиями. В рамках настоящего исследования особое внимание уделяется методам минимизации

финансовых рисков, связанных с консолидацией, с акцентом на их адаптацию к макроэкономическим вызовам.

Разработка предложений по минимизации финансовых рисков консолидации организаций обусловлена высокой вероятностью возникновения ошибок при оценке и структурировании сделок, что влечет переплату за активы и снижение ожидаемого синергетического эффекта. В отечественной и зарубежной литературе последних лет отмечается, что именно неверная интерпретация исходных данных, слабый контроль за долговыми эквивалентами и неадекватное учетное оформление механики цены являются ключевыми факторами неудачных интеграций [27; 171]. Первоначально следует акцентировать внимание на чек-листе контрольных действий по управлению рисками в процедуре консолидации с целью концентрации на наиболее уязвимых элементах, позволяющих снизить затраты в сделках подобного рода. Выбор пунктов чек-листа основан на результатах анализа рисков, приведенных в параграфах 2.1 и 2.2, и представлен в таблице 25.

Таблица 25 – Чек-лист контрольных действий по управлению финансовыми рисками оценки и переплаты за активы в процедуре консолидации

Этап	Действие	Содержание
1	2	3
1	Проведение процедуры diligence (надлежащая осмотрительность)	Формирование периметра проверки: финансовый аудит (анализ качества прибыли, нормализация EBITDA), сверка чистого долга, коммерческий и юридический анализ, налоговая проверка, аудит. Создание виртуальной комнаты данных и перечня «красных флагов» - критических точек на которые стоит обратить внимание для нивелирования рисковых ситуаций, которые могут повлечь за собой крупные затраты.
2	Анализ оборотного капитала	Определение норматива оборотного капитала, установление правил корректировок; построение моста стоимость предприятия → стоимость капитала акционеров.
3	Многофакторная оценка (триангуляция)	Использование трех методов: DCF (дисконтированный денежный поток), расчет мультипликаторов и метода сопоставимых сделок. Рассчитывается предельная «цена отказа» как сумма сделки стоимости и части синергии, уменьшенной на интеграционные и транзакционные издержки, а также риск-дисконт.
4	Структурирование цены в договоре купли-продажи	Определение механизма расчета: корректировка цены по закрывающим отчетам или фиксированная дата баланса.

## Продолжение таблицы 25

1	2	3
5	Защитные положения в договоре	Включение механизма отложенной части цены, зависящей от EBITDA/выручки/денежных потоков, а также учет условного вознаграждения по Международному стандарту финансовой отчетности (IFRS) 3 «Объединения бизнесов».
6	Финальные проверки на этапе закрытия	Подготовка закрывающих отчетов. Итоговая цена сделки утверждается после всех корректировок.
7	Документирование и пересмотр оценки	Создание досье оценки с учетом сценариев пересмотра предельной цены сделки при изменении макропараметров (ставка, инфляция, CAPEX).

Источник: составлено автором на основании [171; 186].

Следует отметить, что представленный чек-лист минимизации финансовых рисков оценки и переплаты за активы является не только методическим инструментом, но и практическим ориентиром для участников сделок консолидации. Его использование позволяет системно снижать вероятность ошибок при определении стоимости, обеспечивать прозрачность условий в договоре купли-продажи и повышать достоверность последующего мониторинга синергии. Для решения поставленных исследовательских задач данный подход важен тем, что он связывает теоретическую модель управления финансовыми рисками с конкретными процедурами, применимыми в реальной сделочной практике. Такой ракурс делает предложенную методику прикладной и востребованной для государственных корпораций, осуществляющих консолидацию активов в условиях повышенной макроэкономической неопределенности.

Следующим логическим направлением по минимизации финансовых рисков от процедуры консолидации становится анализ операционных финансовых рисков, поскольку именно эффективность работы с оборотным циклом определяет способность группы конвертировать синергетические эффекты в реальные денежные поступления. Сокращение сроков инкассации дебиторской задолженности (DSO - средний срок получения выручки), оптимизация расчетов с поставщиками (DPO - средний срок оплаты обязательств) и управление оборачиваемостью запасов (DIO - средний срок хранения запасов) напрямую влияют на скорость оборота капитала и рост

свободного денежного потока (FCF). Именно поэтому переход от договорной архитектуры к практическому управлению операционным циклом обеспечивает полноту предложенной методики и подтверждает ее значимость для устойчивости консолидации в долгосрочной перспективе.

Следует отметить, что операционные финансовые риски в консолидации проявляются прежде всего через неэффективное управление оборотным капиталом и удлинение операционного цикла. В неоднородном контуре государственной корпорации разные стандарты продаж, закупок и логистики ведут к разбалансировке ключевых метрик: DSO (средний срок инкассации дебиторской задолженности), DPO (средний срок оплаты поставщикам), DIO (средний срок оборота запасов). При отсутствии единых регламентов эти показатели «расползаются» между дочерними обществами, что поглощает ликвидность и обесценивает заявленный синергетический эффект в денежном потоке (FCF) [8].

Практически это требует стандартизации процессов: типовых условий оплаты в закупках (правила скидок за досрочную оплату), унифицированной кредитной политики по клиентам («стоп-листы» по просрочке), нормирования запасов и частоты пополнения, а также план-факт-аналитики по DSO/DPO/DIO на еженедельной и ежемесячной основе. Крупные исследования по рабочему капиталу показывают, что предприятия способны высвобождать значительные «застрявшие» средства, синхронизируя именно эти элементы; в мировом масштабе речь идет о триллионных оценках неликвидно связанного капитала, что подтверждает приоритетность данного направления в программах интеграции.

Для этапа интеграции, по нашему мнению, полезна логика «быстрых побед»: оперативно сократить сроки «от заказа до оплаты» через электронный документооборот, выровнять условия для ключевых поставщиков, внедрить жесткий кредит-контроль по «хвостам» дебиторской задолженности, а также централизовать функции согласования платежного календаря. Такие быстрые меры по рабочему капиталу дают измеримый эффект и повышают доверие к

трансформации, что важно в первые месяцы после осуществления процедуры консолидации.

Для государственных корпораций и крупных интегрированных структур такая практика особенно целесообразна, так как масштабы операций и территориальная распределенность усиливают риск разнонаправленного влияния на затраты и доходы. Отсутствие единых стандартов по управлению оборотным капиталом приводит к тому, что часть дочерних обществ задерживает оплату поставщикам и тем самым снижает затраты краткосрочно, в то время как другие допускают рост дебиторской задолженности, фактически «замораживая» выручку и искажая общую динамику доходов. Это создает эффект несопоставимости: консолидированные расходы возрастают из-за увеличенных транзакционных издержек и необходимости привлекать дополнительное финансирование, тогда как доходы недополучаются из-за разрыва в сроках поступления платежей.

Унификация ключевых метрик таких, как: DSO, DPO и DIO, позволяет прямо увязать управление затратами и доходами с целями всей группы. Сокращение DSO способствует ускорению поступления денежных средств и росту текущих доходов, увеличение управляемого DPO — оптимизирует расходы за счет более выгодных условий оплаты, а контроль DIO — снижает складские издержки и потери от обесценения запасов. Таким образом, стандартизация этих параметров не только устраниет риски несогласованности, но и выступает инструментом прямого воздействия на прибыльность группы и устойчивость ее денежного потока

Данный факт подтверждается и практическими примерами (проектами), рассмотренными в рамках настоящего диссертационного исследования. Так, в ГК «Ростех» в 2022–2023 гг. проводилась программа оптимизации цепочек поставок в авиастроительном дивизионе [65]. Перевод части расчетов с поставщиками на стандартизованные условия оплаты и внедрение централизованного казначейства позволили сократить DPO и снизить операционные затраты за счет единого переговорного веса при

закупках. При этом, благодаря унификации контрактов с заказчиками и введению строгого контроля за дебиторской задолженностью, удалось уменьшить DSO, что привело к росту доходов в части ускоренного признания выручки и снижению потребности в заемном финансировании.

Аналогичный пример демонстрирует ГК «Росатом», где в 2023–2024 гг. в рамках консолидации машиностроительных предприятий был реализован проект по цифровизации складского учета [69]. Контроль DIO позволил значительно уменьшить издержки на хранение материалов и предотвратить потери от устаревания комплектующих. Одновременно, выравнивание стандартов оплаты по цепочке поставок сократило издержки на транзакции и обеспечило более плавный денежный поток, что усилило способность корпорации финансировать долгосрочные инвестиционные проекты без привлечения дополнительного долга.

Эти примеры наглядно показывают, что интеграция единых подходов к управлению оборотным капиталом в консолидированной структуре дает двусторонний эффект: с одной стороны, снижает затраты (за счет оптимизации закупок, управления запасами и транзакционными процессами), а с другой — ускоряет признание доходов и приток денежных средств. Таким образом, акцент на операционных финансовых рисках обеспечивает практическую результативность консолидации и подтверждает ценность предложенной методики.

Следующим предложением, после управления операционными рисками и обеспечения согласованности процессов в части оборотного капитала и операционного цикла, становится фиксация полученного результата в виде понятных и измеримых показателей. То есть речь идет не только о том, чтобы снизить издержки или ускорить движение денежных потоков, но и о том, чтобы продемонстрировать, какой именно прирост синергии был достигнут за счет этих изменений. Именно поэтому целесообразно закрепить процедуру измерения финансового синергетического эффекта в корпоративном стандарте как «метрику правды»

[142], которая позволит объективно оценивать результативность интеграции. Термин «метрика правды» в контексте оценки синергетического эффекта обозначает такой показатель или систему показателей, которые не зависят от субъективной интерпретации менеджмента и отражают реальный экономический результат консолидации. Иными словами, это совокупность количественных индикаторов, которые показывают, насколько интеграция действительно принесла заявленный эффект в денежном выражении, а не только в прогнозах или планах.

Таким образом, по нашему мнению, измерение финансового синергетического эффекта целесообразно закреплять в корпоративном стандарте как интегральную «метрику правды» следующим образом: совокупный результат консолидации трактуется не как частная экономия или локальный рост выручки, а как сумма экономического, коммерческого, социального и бюджетного эффектов, отраженных в единой системе план-факт-контроля. Такой подход снимает риск «выборочной» отчетности и задает единую рамку для управленческой аналитики: прирост FCF, улучшение отдачи на капитал (ROIC), ускорение конверсии оборотного капитала в денежные поступления, а также вклад в бюджетные поступления и социальные параметры (производительность, стабильность занятости). Логика и состав интегральной оценки, а также распределение эффектов по блокам зафиксированы в параграфе 3.2 и могут служить «матрицей» для чек-листов интеграции и регулярных управленческих панелей управления.

В свою очередь, управленческая реализация — это регулярный мониторинг через интерактивные панели, где каждый блок синергии получает набор простых, проверяемых показателей с владельцами метрик, частотой обновления и целями на период. Для экономического блока — снижение постоянных и переменных издержек (по центрам затрат), для коммерческого — рост выручки за счет перекрестных продаж и расширения каналов, для социального — устойчивость кадровой базы и рост производительности, для бюджетного — динамика налоговых и квазибюджетных платежей. В

российской литературе по корпоративным финансам в части сделок слияния и поглощения подчеркивается, что именно план-факт-контроль (в том числе в формате KPI) обеспечивает «привязку» декларируемой синергии к денежному результату, устранив эффект «на бумаге» и переводя ожидания в финансовые итоги [37].

Практическая ценность такого предложения заключается в следующем:

- во-первых, «метрика правды» позволяет сопоставлять дочерние общества и сделки между собой на уровне единого набора показателей денежного результата (например, прирост операционной маржинальности, снижение совокупной стоимости владения по закупкам);
- во-вторых, такой формат снижает агентские конфликты: «владельцы метрик» отвечают не за разрозненные локальные цели, а за вклад в общую интегральную синергию, что согласует стимулы управлеченческих команд;
- в-третьих, интегральная схема облегчает коммуникацию с внешними заинтересованными сторонами - акционерами и государственными собственниками, поскольку выстраивает прозрачную связку: от обещаний, зафиксированных в договоре купли-продажи, через реальные организационные изменения к денежному результату и его раскрытию в отчетности. Такая последовательность позволяет снизить информационный разрыв между управлеченческими командами и собственниками, минимизировать риск завышенных ожиданий и сформировать обоснованную систему доверия к результатам интеграции. Более того, наличие «метрики правды» обеспечивает сопоставимость разных проектов консолидации во времени и делает их более прозрачными для контролирующих органов и внешних инвесторов, что особенно значимо в условиях публичной отчетности и государственного регулирования.

В заключение данного параграфа отметим, что сформулированные предложения по минимизации рисков консолидации, обеспечивают

непрерывную логику управления стоимостью: от предсделочной проверки и структурирования цены до постсделочного наведения порядка в оборотном капитале и фиксации достигнутого результата через «метрику правды». Такая последовательность позволяет одновременно снижать вероятность переплаты за активы, упорядочивать денежные потоки и подтверждать заявленную синергию в измеримых показателях, что критически важно для государственных корпораций в условиях макроэкономической волатильности и регуляторных ограничений.

Практическая значимость предложений заключается в том, что они напрямую воздействуют на ключевые финансовые рычаги - затраты, доходы и ликвидность, - обеспечивая дисциплину исполнения на уровне всей группы и повышая предсказуемость денежного результата. Унификация процессов работы с дебиторской и кредиторской задолженностью, запасами и закупками формирует «быстрые победы» в первые месяцы после закрытия сделки, а закрепление «метрики правды» в корпоративном стандарте делает результаты интеграции сопоставимыми между разными подразделениями и понятными для внешних стейкхолдеров. Тем самым повышается устойчивость консолидированной структуры и укрепляется ее инвестиционная привлекательность: управленческая команда демонстрирует не только корректно оформленную сделку, но и устойчивую способность превращать синергию в прирост свободного денежного потока и рентабельности капитала.

### Выводы к главе 3.

На основе проведенного в третьей главе анализа представляется возможным сделать следующие выводы:

- a) в работе предложена система показателей, которая позволяет объективно оценивать эффективность финансовой стратегии на уровне всей группы. В нее входят: показатели стоимости (чистый денежный поток, рентабельность капитала), характеристики структуры капитала (уровень долговой нагрузки, стоимость привлеченных средств), а также индикаторы ликвидности и оборачиваемости (операционный цикл, оборотный капитал).

Дополнительно учитываются социальные и бюджетные эффекты (налоги, производительность труда). Такая систематизация делает возможным сопоставление результатов разных организаций и формирует основу для контроля исполнения стратегии;

б) разработана методика оценки финансовой синергии, которая позволяет по отдельности учитывать ее разные источники — рост доходов, сокращение затрат, налоговые и бюджетные эффекты. В методике предусмотрено отражение интеграционных расходов и возможных задержек в получении эффекта, а также использование сценарного анализа для оценки устойчивости результатов. Для наглядности предлагается оформлять «паспорт синергии», где фиксируются цели, допущения и ответственные лица. Это связывает расчетные модели с управленческой отчетностью и помогает сопоставить обещанный и фактический результат объединения;

в) представлен комплекс мер по снижению ключевых финансовых рисков. Среди них: тщательная проверка приобретаемых активов и условий сделки, гибкая схема расчета цены, использование отложенных платежей и страхование гарантий. Также предложена стандартизация управления оборотным капиталом и операционным циклом, что позволяет лучше контролировать затраты и ускорять приток средств. Для контроля результатов введена «метрика правды» — комплексная оценка экономического, коммерческого, социального и бюджетного эффекта. Все это делает финансовые потоки более предсказуемыми, снижает вероятность избыточных расходов и повышает прозрачность для государства и инвесторов.

## Заключение

Проведенное диссертационное исследование посвящено формированию финансовой стратегии консолидации организаций в составе госкорпораций, что обусловлено возрастающей ролью государственного сектора в современной экономике и необходимостью повышения эффективности управления государственными активами. В ходе исследования был проведен всесторонний анализ теоретических основ и практических аспектов данного процесса, что позволило сформулировать ряд принципиальных выводов и обоснованных рекомендаций.

Прежде всего следует отметить, что консолидация организаций в рамках госкорпораций выступает одним из ключевых инструментов структурной перестройки экономики, направленной на достижение синергетического эффекта, оптимизацию производственных цепочек, усиление конкурентных позиций на внутреннем и внешнем рынках. Однако, как показало исследование, эффективность этих процессов напрямую зависит от наличия и качества разработанной финансовой стратегии. Отсутствие системного подхода к формированию такой стратегии может привести к нерациональному использованию ресурсов, росту долговой нагрузки, снижению инвестиционной привлекательности и, как следствие, нивелированию потенциальных преимуществ консолидации.

Консолидация представляет собой сложный процесс, который вызывает как положительные, так и отрицательные последствия для компаний. Как отмечается в российских исследованиях, при проведении сделки по слиянию важнейшим фактором успеха является тщательная проработка стратегии слияния, которая будет включать в себя анализ финансовых рисков и прогнозирование будущей деятельности компании.

В условиях санкций и импортозамещения российские госкорпорации консолидируются для усиления контроля над стратегическими отраслями, оптимизации издержек и повышения конкурентоспособности. Однако это

сопряжено с финансовыми рисками, нивелиирующими потенциальные выгоды. Классификация рисков консолидации (не только финансовых) важна для системного управления, точного анализа, оптимизации ресурсов и соответствия требованиям регулятора. Риски делятся на экзогенные (внешние) и эндогенные (внутренние). Для успешной консолидации необходимо правильно оценивать стоимость, стратегическое соответствие и активно управлять рисками. Неадекватная оценка рисков может привести к финансовым потерям и ущербу для репутации.

Консолидация активов требует разработки оптимальных финансовых стратегий для достижения целей и максимизации синергетического эффекта. В рамках исследования обоснованы ключевые принципы, на которых должна строиться эффективная финансовая стратегия консолидации. К ним относятся комплексность, подразумевающая учет всех аспектов финансово-хозяйственной деятельности консолидируемых структур; системность, обеспечивающая взаимосвязь и взаимообусловленность всех элементов стратегии; гибкость, позволяющая адаптироваться к динамично меняющимся внешним и внутренним условиям; ориентация на результат, выражаясь в достижении конкретных стратегических целей; а также прозрачность и подотчетность, необходимые для эффективного контроля за реализацией стратегии.

Формирование финансовой стратегии для государственной корпорации — многоэтапный процесс, требующий системного подхода. В рамках исследования было предложено структурировать его в виде четырех этапов: диагностического, концептуально-стратегического, инструментально-имплементационного и итеративно-корректирующего. На основании предложенного алгоритма, следующим этапом разработки эффективной финансовой стратегии является оптимальное управление возникающими синергетическими эффектами.

Разработка методики оценки синергетического эффекта от объединения организаций сложна и требует учета множества факторов.

Синергетический эффект достигается с помощью различных методов: совместное действие: эффективное использование ресурсов и технологий для повышения производительности; адаптивность: гибкость бизнес-стратегии и процессов в ответ на изменения рынка; интеграция: синхронизация функциональных областей для выполнения проектов; оптимизация: рациональное использование ресурсов для повышения эффективности.

В условиях изменяющейся экономики консолидация организаций повышает конкурентоспособность и устойчивость, но сопряжена с финансовыми рисками. Исследование фокусируется на методах минимизации финансовых рисков.

Систематизация показателей эффективности финансовой стратегии при консолидации организаций государственного сектора важна для комплексного подхода, учитывающего финансовые и нефинансовые аспекты, стратегические задачи и особенности государственного сектора. Этот этап помогает выявлять узкие места, сокращать расходы и улучшать качество услуг.

Таким образом, реализация предложенных в диссертации рекомендаций будет способствовать существенному повышению эффективности финансового управления в государственных корпорациях, укреплению их конкурентоспособности на глобальном уровне и, в конечном счете, обеспечению устойчивого экономического развития Российской Федерации.

Дальнейшие исследования в этой области могут быть направлены на более детальное изучение вопросов интеграции цифровых технологий в процесс формирования финансовой стратегии, развитие методов оценки синергетического эффекта от консолидации в различных отраслях, а также на анализ международного опыта формирования финансовых стратегий в крупных государственных холдингах.

## Список литературы

### Книги и монографии

1. Алехин, Б.И. Государственные финансы : учебник для вузов / Б.И. Алехин. – 2-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : Издательство Юрайт, 2023. – 189 с. – ISBN 978-5-534-15745-1.
2. Андреев, В.К. Корпоративное право современной России / В.К. Андреев, В.А. Лаптев. – Москва : Издательство Проспект, 2023. – 352 с. – ISBN 978-5-392-37731-2.
3. Бариленко, И.В. Предварительный анализ объектов инвестирования в проектах слияний и поглощений : монография / И.В. Бариленко, П.А. Кукушкин. – Москва : КноРус, 2025. – 240 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-406-13493-1.
4. Бажин, И.И. Экономическая кибернетика : компакт-учебник / И.И. Бажин. – 2-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : ЛЕНАНД, 2022. – 252 с. – ISBN 978-5-9710-9768-6.
5. Берзон, Н.И. Государственные финансы : учебное пособие для вузов / Н.И. Берзон. – 2-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : Издательство Юрайт, 2023. – 143 с. – ISBN 978-5-534-16180-9.
6. Бланк, И.А. Финансовая стратегия предприятия / И.А. Бланк. – Киев : Ника-центр, 2004. – 711 с. – ISBN 5-901620-60-7.
7. Богопольский, А.Б. МСФО: теория и практика применения : учебник / А.Б. Богопольский, О.В. Рожнова. – Москва : Русайнс, 2022. – 345 с. – ISBN 978-5-4365-8990-9.
8. Бочаров, В.В. Корпоративные финансы : учебник для вузов / В.Е. Леонтьев, В.В. Бочаров, Н.П. Радковская. – 4-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : Издательство Юрайт, 2023. – 341 с. – ISBN 978-5-534-17390-1.

9. Брусов, П.Н. Финансовый менеджмент. Финансовое планирование : учебное пособие / П.Н. Брусов, Т.В. Филатова. – 4-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : Общество с ограниченной ответственностью Издательство «КноРус», 2021. – 238 с. – ISBN 978-5-406-08257-7.

10. Гаврилов, В.В. Финансовая стратегия предприятия и механизм ее разработки : монография / В.В. Гаврилов, Д.А. Оводков. – Воронеж : Институт ИТОУР, 2008. – 151 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-91667-001-1.

11. Гребенников, П.И. Корпоративные финансы : учебник и практикум для вузов / П.И. Гребенников, Л.С. Тарасевич. – 2-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : Издательство Юрайт, 2024. – 252 с. – ISBN 978-5-534-04226-9.

12. Грязнова, А.Г. Оценка бизнеса : учебник / А.Г. Грязнова, М.А. Федотова. – Москва : КноРус, 2023. – 472 с. – ISBN 978-5-406-10011-0.

13. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов : учебно-практическое пособие / А. Дамодаран. – 11-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : Альпина Паблишер, 2021. – 1316 с. – ISBN 978-5-9614-6650-8.

14. Дафт, Р. Менеджмент / Р. Дафт. – 11-е издание. – Санкт-Петербург : Питер, 2024. – 656 с. – ISBN 978-5-496-01569-1.

15. Жуков, П.Е., Международный финансовый менеджмент : учебник / П.Е. Жуков, И.Я. Лукасевич. – Москва : КноРус, 2023. – 182 с. – ISBN 978-5-406-07244-8.

16. Каплан, Р.С. Стратегические карты. Трансформация нематериальных активов в материальные результаты / Р.С. Каплан, Д.П. Нортон ; перевод с английского М. Павлова. – Москва : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 482 с. – ISBN 978-5-9693-0101-6.

17. Капустина, Н.В. Развитие организации на основе риск-менеджмента: теория, методология и практика : монография / Н.В. Капустина. – Москва : ИНФРА-М, 2024. – 179 с. – 100 экз. – ISBN 978-5-16-010571-0.

18. Ковалев, П.П. Банковский риск-менеджмент : учебное пособие / П.П. Ковалев. – 2-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : ООО «КУРС», 2024. – 320 с. – ISBN 978-5-905554-36-0.
19. Латышева, Л.А. Финансовый риск-менеджмент : учебник / Л.А. Латышева, Ю.М. Склярова, И.Ю. Скляров [и др.] ; под редакцией Л.А. Латышевой ; – Ставрополь, 2021. – 376 с. – ISBN 976-5-9908446-1-2.
20. Логинов, М.П. Инвестиционный анализ в управлении проектами : учебное пособие / М.П. Логинов, Д.Г. Сандлер. – Министерство науки и высшего образования Российской Федерации, Уральский федеральный университет. – Екатеринбург : Издательство Уральского университета, 2024. – 112 с. – ISBN 978-5-7996-3792-7.
21. Лисицына, Е.В. Финансовый менеджмент : учебник / Е.В. Лисицына, Т.В. Ващенко, М.В. Забродина [и др.] ; под редакцией К.В. Екимовой. – Москва : НИЦ ИНФРА-М, 2025. – 185 с. – ISBN 978-5-16-020759-9.
22. Литвиненко, М.И. Консолидированная финансовая отчетность в соответствии с МСФО : учебник для вузов / М.И. Литвиненко. – 2-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : Издательство Юрайт, 2025. – 126 с. – ISBN 978-5-534-17049-8.
23. Лукасевич, И.Я. Финансовое моделирование в фирме : учебник для вузов / И.Я. Лукасевич. – Москва : Издательство Юрайт, 2023. – 356 с. – ISBN 978-5-534-11944-2.
24. Макарова, О.А. Акционерные общества с государственным участием. Проблемы корпоративного управления : монография / Б.И. Алехин. – Москва : Издательство Юрайт, 2024. – 211 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-534-00938-5.
25. Малофеев, С.Н. Финансовые риски корпоративного инвестирования : учебное пособие / С.Н. Малофеев. – Москва : КноРус, 2022. – 170 с. – ISBN 978-5-406-07591-3.

26. Паштова, Л.Г. Реорганизация бизнеса: слияние и поглощения : учебное пособие / Л.Г. Паштова, М.Н. Гермогентова, Л.Д. Капранова, Е.В. Корнилова. – Москва : КНОРУС, 2024. – 208 с. – ISBN 978-5-466-06034-8.
27. Передера, Ж.С., Федоров, А.В. Анализ слияний и поглощений : учебное пособие для вузов / Ж.С. Передера, А.В. Федоров. – Москва : Издательство Юрайт, 2024. – 140 с. – (Высшее образование). – ISBN 978-5-534-14819-0.
28. Подиновский, В.В. Многокритериальные задачи принятия решений: теория и методы анализа : учебник для вузов / В.В. Подиновский. – Москва : Юрайт, 2023. – 486 с. – ISBN 978-5-534-15673-7.
29. Соколов, Д.В. Базисная система риск-менеджмента организаций реального сектора экономики : монография / Д.В. Солодов, А.В. Барчуков. – Москва : ИНФРА-М, 2025. – 125 с. – (Научная мысль). – 200 экз. – ISBN 978-5-16-006862-6.
30. Федотова, М.А. Корпоративное управление и корпоративные финансы в акционерных обществах с государственным участием : учебник : в 2 томах / М.А. Федотова, Л.В. Васюткина, С.И. Опарина [и др.]. – Москва : Общество с ограниченной ответственностью Издательство «КноРус», 2021. – 502 с. – ISBN 978-5-406-02699-1.
31. Федорова, А.В. Основы инвестирования : учебное пособие / А.В. Федорова, Н.Н. Петрова, Н.И. Петрова. — Москва : Мир науки, 2022. – 72 с. – ISBN 978-5-907603-60-8.
32. Фомичев, А.Н. Риск-менеджмент : учебник / А.Н. Фомичев. – 10-е издание. – Москва : Дашков и К°, 2023. – 366 с. – ISBN 978-5-394-05406-8.
33. Хангер, Дж.Д. Основы стратегического менеджмента / Дж.Д. Хангер, Т.Л. Уиллен. – Москва : Издательство ЮНИТИ-ДАНА, 2023. – 320 с. – ISBN 978-5-238-01354-1.

34. Хоминич, И.П. Управление финансовыми рисками : учебник и практикум для вузов / И.П. Хоминич. – 2-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : Издательство Юрайт, 2024. – 569 с. – (Высшее образование). – ISBN 978-5-534-13380-6.
35. Хотинская, Г.И. Секторальные финансы в условиях системных стрессов (Проект : молодые исследователи + наставники) : монография / Г.И. Хотинская, А.И. Королев, А.А. Бакулина [и др.] ; под редакцией Г.И. Хотинской. – Москва : Русайнс, 2023. – 220 с. – 1000 экз. – ISBN 978-5-466-03291-8.
36. Цало, И.М. Инвестиции и инвестиционный анализ : учебное пособие / И.М. Цало. – Челябинск : Издательский центр ЮУрГУ. – 2019. – 185 с. – ISBN 978-5-696-05463-6.
37. Чараева, М.В. Корпоративные финансы : учебное пособие / М.В. Чараева. – 2-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : ИНФРА-М, 2025. – 294 с. – (Высшее образование). – ISBN 978-5-16-019425-7.
38. Чараева, М.В. Финансовый менеджмент : учебное пособие / М.В. Чараева. – 3-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : ИНФРА-М, 2025. – 248 с. – ISBN 978-5-16-019424.
39. Чараева, М.В. Стратегия управления корпоративными финансами: инвестиции и риски : монография / М.В. Чараева. – Москва : ИНФРА-М, 2021. – 218 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-16-015877-8.
40. Чараева, М.В. Корпоративный финансовый аудит : учебное пособие / М.В. Чараева, А.А. Бакулина, Д.Ю. Кандаурова. – Москва : ИНФРА-М, 2025 . – 339 с. – ISBN 978-5-16-020108-5.
41. Шифрин, М.Б. Стратегический менеджмент : учебник для вузов / М.Б. Шифрин. – 3-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : Издательство Юрайт, 2024. – 295 с. – (Высшее образование). – ISBN 978-5-534-17072-6.

42. Эскиндаров, М.А. Корпоративные финансы : учебник / М.А. Эскиндаров, М.А. Федотова, Е.И. Шохин [и др.] ; под редакцией М.А. Эскиндарова, М.А. Федотовой. – Москва : КноРус, 2024. – 480 с. – ISBN 978-5-406-12124-5.

43. Юлдашева, О.У. Маркетинг и управление потребительской ценностью : учебник для слушателей программ МВА / О.У. Юлдашева, И.А. Аренков, В.Н. Наумов, В.А. Середохо. – Санкт-Петербург : Амкос, 2013. – 650 с. – ISBN 978-5-906146-01-4.

#### Диссертации

44. Архипов, А.Д. Управление процессами интеграции бизнеса в современных условиях : специальность 5.2.6. Менеджмент : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Архипов Александр Дмитриевич ; ФГАОУ ВО «Национальный исследовательский Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского». – Нижний Новгород, 2024. – 187 с. – Библиогр. : с. 132–149.

45. Гарифуллин, Ф.Ф. Международные слияния и поглощения нефтегазовых компаний в условиях волатильности мировой экономики : специальность 08.00.14 «Мировая экономика» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Гарифуллин Фаннур Фаргатович ; МГИМО. – Москва, 2019. – 168 с. – Библиогр. : с. 138-159.

46. Ижевский, В.Л. Управление консолидационными процессами в промышленных корпоративных бизнес-структурах : специальность 08.00.05 – «Экономика и управление народным хозяйством» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Ижевский Владислав Леонидович ; Магнитогорский государственные технический университет им. Г.И. Носова. – Магнитогорск, 2018. – 204 с. – Библиогр. : с. 170-184.

47. Назарян, В.А. Финансовая результативность слияний и поглощений : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и

кредит» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Назарян Ваагн Ашотович ; ФГОБУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации». – Москва, 2012. – 175 с. – Библиогр. : с. 152-161.

48. Стерхов, А.В. Стратегическое планирование на предприятиях электроэнергетического комплекса на основе моделирования результата сделок слияний и поглощений : специальность 5.2.3 «Региональная и отраслевая экономика» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Стерхов Александр Викторович ; ФГАОУ ВО «Южно-Уральский государственный университет (национальный исследовательский университет)». – Челябинск, 2024. – 210 с. – Библиогр. : с. 172–197.

#### Авторефераты диссертаций

49. Зайцева, Ю.А. Публично-правовая компания как форма юридического лица : специальность 5.1.3. «Частно-правовые (цивилистические) науки» : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата юридических наук / Зайцева Юлия Анатольевна ; Московский государственный юридический университет имени О.Е. Кутафина (МГЮА). – Москва, 2023. – 28 с. – Библиогр. : с. 27–28. – Место защиты : МГЮА.

50. Зимин, В.В. Развитие инструментария стоимостной оценки синергетического эффекта сделок слияния и поглощения : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Зимин Владислав Владимирович ; Финансовый университет. – Москва, 2020. – 26 с. – Библиогр. : с. 26. – Место защиты : Финансовый университет.

51. Кузьминов, А.А. Гражданская правосубъектность государственных корпораций : специальность 12.00.03 «Гражданское право» :

предпринимательское право; семейное право; международное частное право : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата юридических наук / Кузьминов Алексей Анатольевич ; Московская академия экономики и права. – Москва, 2009. – 23 с. – Библиогр. : с. 23. – Место защиты : Московская академия экономики и права.

### Электронные ресурсы

52. АО «Атомэнергопром» : консолидированная отчетность за 2023 год — чистая прибыль 251,2 млрд руб. / Atomic-Energy.ru. : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.atomic-energy.ru/news/2024/04/10/144840> (дата обращения: 19.08.2025).

53. АО «Вертолеты России» : консолидированная финансовая отчетность за 2023 год (МСФО) : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1834955> (дата обращения: 17.08.2025).

54. АО «Росхим» : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: [ruschem.ru/news0102\\_2024](https://ruschem.ru/news0102_2024) (дата обращения: 31.01.2025).

55. «Армия-2024» : импортозамещенный «Ансат» — отечественные системы управления и двигатели» / Ростех : сайт. – Текст : электронный. – URL: [rostec.ru](https://rostec.ru) (дата обращения: 10.03.2025).

56. «Вертолеты России : показатели деятельности (2023: Net Debt — 71,5 млрд руб.; Net Debt/EBITDA — 3,84×)» / TAdviser : сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://tadviser.com/index.php/Company:Russian\\_helicopters](https://tadviser.com/index.php/Company:Russian_helicopters) (дата обращения: 07.03.2025).

57. «Вертолеты России в I полугодии 2023 получили 16,8 млрд руб. чистой прибыли по МСФО» / Интерфакс : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.interfax.ru/business/918373> (дата обращения: 25.03.2025).

58. «Власти выделят на создание сверхтяжелой ракеты для Луны и Марса ₽600 млрд» / РБК : сайт. – Текст : электронный. – URL:

[https://www.rbc.ru/technology\\_and\\_media/12/04/2024/661956af9a79477de51aa630](https://www.rbc.ru/technology_and_media/12/04/2024/661956af9a79477de51aa630) (дата обращения: 15.08.2025).

59. В «Роскосмосе» объяснили переносы лунных миссий нехваткой денег на ракету / РБК : сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://rbc.ru/technology\\_and\\_media/28/11/2024/6748526d9a7947f33ea755f5](https://rbc.ru/technology_and_media/28/11/2024/6748526d9a7947f33ea755f5) (дата обращения: 15.08.2025).

60. Выручка предприятий космической отрасли в 2023 году превысила показатель 2022 года на 24 млрд руб. / Интерфакс-Россия : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.interfax-russia.ru/military/news> (дата обращения: 19.08.2025).

61. «Газпром» консолидирует активы в Астраханской и Оренбургской областях / Коммерсантъ : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.kommersant.ru/doc/2688657> (дата обращения: 15.08.2025).

62. ГАП «Ресурс» купила московского производителя колбас «Царицыно» / Forbes : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.forbes.ru/biznes/525225-gap-resurs-kupila-moskovskogo-proizvoditela-kolbas-caricyno> (дата обращения: 15.08.2025).

63. ГК «Роскосмос» : информация о создании государственной корпорации / Парламентская газета : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.pnp.ru/politics/2015/07/03/roskosmos-preobrazovan-v-goskorporaciyu.html> (дата обращения: 12.02.2025).

64. Глава «Роскосмоса» озвучил объем годовой выручки предприятий отрасли ( $\approx$ 413 млрд руб.) за 2023 год / Парламентская газета : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.pnp.ru/economics/glava-roskosmosa-ozvuchil-obem-godovoy-vyruchki-predpriyatiy-kosmicheskoy-otrasli.html> (дата обращения: 10.02.2025).

65. Годовой отчет 2023 / Госкорпорация «Ростех» : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://rostec.ru> (дата обращения: 21.08.2025).

66. Динамика долговых обязательств и показателей «Вертолетов России» по состоянию на I пол. 2025 г. / Интерфакс : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://interfax.ru> (дата обращения: 15.08.2025).

67. Единый федеральный ресурс раскрытия корпоративной информации (e-disclosure). АО «Вертолеты России»: консолидированная финансовая отчетность (МСФО), 2023–2024 : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=21113&type=4> (дата обращения: 15.08.2025).

68. «Заправлены в бюджеты космические траты» (детали параметров нацпроекта «Космос» до 2036 года) / Коммерсантъ : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.kommersant.ru/doc/7800562> (дата обращения: 15.08.2025).

69. История корпорации : консолидация ядерного комплекса / Росатом : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://rosatom.ru/about/history> (дата обращения: 09.01.2025).

70. Консолидация // Большая российская энциклопедия : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://bigenc.ru/c/konsolidatsiia-v-ekonomike-0e926b/?v=4729339> (дата обращения: 15.08.2025).

71. Контракт ГТЛК на 86 вертолетов Ми-8 с финансированием ФНБ; объем инвестиций 44,5 млрд руб.; поставки 2023–2025 / Интерфакс-Россия : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.interfax-russia.ru/central/main/> (дата обращения: 15.08.2025).

72. Контрольно-счетная палата Московской области. Методические рекомендации по оценке рисков при проведении стратегического аудита и аудита эффективности : сайт. – Текст : электронный. – URL: [ksp.mosreg.ru/sites/default/files/file\\_with\\_title/metodicheskie\\_rekomendacii\\_po\\_ocenke\\_riskov\\_pri\\_provedenii\\_strategicheskogo\\_audita\\_i\\_audita\\_effektivnosti.pdf](http://ksp.mosreg.ru/sites/default/files/file_with_title/metodicheskie_rekomendacii_po_ocenke_riskov_pri_provedenii_strategicheskogo_audita_i_audita_effektivnosti.pdf) (дата обращения: 11.01.2025).

73. «Копыловская Керамика». О компании: вход в группу заводов / FURBAU : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: furbau70.ru/company/ (дата обращения: 11.02.2025).

74. «Лента» закрыла сделку по покупке супермаркетов Billa, финальная цена — около 225 млн евро / ПРАЙМ : сайт. – Текст : электронный. – URL: 1prime.ru/20210803/834361925.html (дата обращения: 31.01.2025).

75. Логнормальное распределение / Википедия : сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://ru.wikipedia.org/wiki/Логнормальное\\_распределение](https://ru.wikipedia.org/wiki/Логнормальное_распределение) (дата обращения: 15.08.2025).

76. «Мантуров : начало летных испытаний сверхтяжелой ракеты запланировано на 2033 год» / ТАСС : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://tass.ru/kosmos/20526431> (дата обращения: 05.08.2025).

77. Методические указания по формированию проекта федеральной адресной инвестиционной программы (21.07.2022) : принципы этапной реализации и планирования капитальных вложений / СПС «Гарант» : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.garant.ru/> (дата обращения: 11.01.2025).

78. Методика оценки эффективности инвестиционных проектов (строительство, реконструкция и др.). Актуализация 05.08.2022 / СПС «Гарант» : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.garant.ru/> (дата обращения: 13.03.2025).

79. Модель ценообразования капитальных активов (CAPM): определение, формула и допущения / Investopedia : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp> (дата обращения: 15.08.2025).

80. «На Восточном в 2025 году начнут стройку космического комплекса сверхтяжелого класса (600 млрд руб.)» / РБК Приморье : сайт. – Текст : электронный. – URL:

<https://prim.rbc.ru/prim/freenews/6642c5ec9a7947a45df46deb> (дата обращения: 16.06.2025).

81. ОАК по МСФО : выручка 2023 — 476,5 млрд руб.; динамика финансовых результатов / Интерфакс : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.interfax.ru/business/958164> (дата обращения: 29.02.2025).

82. О централизованных закупках : снижение издержек и унификация процедур / Правительство Российской Федерации : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://government.ru/docs/52728> (дата обращения: 15.08.2025).

83. ПАО «Объединенная авиастроительная корпорация». Итоги 2023 года : рост выручки на 32 %, снижение убытков / Интерфакс : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.interfax.ru/business/958164> (дата обращения: 29.02.2025).

84. Паспорт Программы инновационного развития Государственной корпорации «Ростех» на период 2019–2025 годов / Ростех : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://rostec.ru/upload/1\\_files/Паспорт%20ПИР-2025.pdf](https://rostec.ru/upload/1_files/Паспорт%20ПИР-2025.pdf) (дата обращения: 15.08.2025).

85. Паспорт Программы инновационного развития Государственной корпорации по космической деятельности «Роскосмос» на период 2019–2025 годов / Роскосмос : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.roscosmos.ru/media/files/2023/pasport.programmi.innovazionnogo.ravzitia.pdf> (дата обращения: 15.08.2025).

86. Паспорт Программы инновационного развития и технологической модернизации Госкорпорации «Росатом» на период до 2030 года (в гражданской части) / Росатом : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.rosatom.ru/upload/iblock/705/7057d872e3bcc6bd5ddcc636f32220c0.pdf> (дата обращения: 15.08.2025).

87. Поставка по проекту ФНБ/ГТЛК : 86 вертолетов Ми-8 (2023–2025) / Интерфакс-Россия : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://interfax-russia.ru> (дата обращения: 15.08.2025).
88. Преобразование Бокса — Мюллера / Википедия : сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://ru.wikipedia.org/wiki/Преобразование\\_Бокса\\_—\\_Мюллера](https://ru.wikipedia.org/wiki/Преобразование_Бокса_—_Мюллера) (дата обращения: 15.08.2025).
89. Пресс-релиз : «Ростех поставил российским авиакомпаниям 14 новых Ми-8МТВ-1» / Ростех : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://rostec.ru/media/pressrelease/rostekh-postavil-rossiyskim-aviakompaniyam-14-novykh-vertoletov/> (дата обращения: 07.05.2025).
90. Применение математической статистики при измерениях и испытаниях / Учебные материалы УрФУ : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://study.urfu.ru/Aid/Publication/488/1/MathStatistic.pdf> (дата обращения: 15.08.2025).
91. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе / Научные труды Фонда «Институт экономической политики им. Е. Т. Гайдара» : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/problemy-sliyaniy-i-pogloscheniy-v-korporativnom-sektore/viewer> (дата обращения: 07.06.2025).
92. «Путин утвердил нацпроект “Космос” с бюджетом 4,4 трлн рублей до 2036 года» / Коммерсантъ : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.kommersant.ru/doc/7800640> (дата обращения: 11.08.2025).
93. Распоряжение Правительства РФ от 12.09.2023 : «Об утверждении Сводной стратегии развития обрабатывающей промышленности РФ до 2030 года и на период до 2035 года» : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://government.ru/docs/all/149530/> (дата обращения: 17.08.2025).
94. Рентабельность проданной продукции в РФ : динамика 2023–2024 гг. / ПЦС : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://pcs.ru/blog/1104> (дата обращения: 15.08.2025).

95. «Русагро» завершает корпоративные споры с ГК «Агро-Белогорье» консолидацией 100% ее активов / Русагро : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.kommersant.ru/doc/7298717> (дата обращения: 14.04.2025).

96. Рынок слияний и поглощений в России : статистика за 2021–2024 гг. / AK&M : сайт. – Текст : электронный. – URL: [mergers.akm.ru](https://mergers.akm.ru) (дата обращения: 30.08.2025).

97. «СДС-Холдинг» продает предприятие группе «Талтэк» / Коммерсантъ : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.kommersant.ru/doc/6466146> (дата обращения: 15.08.2025).

98. Сеть «Лента» купила крупного онлайн-ретейлера «Утконос» / РБК : сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://rbc.ru/spb\\_sz/02/02/2022/61fa27c09a7947cddd6acc8](https://rbc.ru/spb_sz/02/02/2022/61fa27c09a7947cddd6acc8) (дата обращения: 10.01.2025).

99. Соотношение чистый долг / EBITDA «Вертолетов России» на конец 2023 года — 3,84× (1,43× в 2022) / Интерфакс : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.interfax.ru/business/926447> (дата обращения: 15.08.2025).

100. Стратегия развития государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов» на период до 2025 года / Агентство по страхованию вкладов : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.asv.org.ru/news/391992> (дата обращения: 15.08.2025).

101. Цифровые двойники и автоматизация контроля качества в вертолетостроении / Ростех : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://rostec.ru/news/> (дата обращения: 15.08.2025).

102. Цифровые технологии и «цифровые двойники» как фактор ускорения разработки и повышения прибыльности / Ростех (отраслевые публикации) : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://xn----itbbmalqd7b5a5d8a.xn--p1ai/rosteh-uskorit-sozdanie-novyh-vertoletov-blagodarya-tsifrovizatsii-proizvodstva/> (дата обращения: 15.08.2025).

103. Частное образовательное учреждение высшего образования «СПб университет технологий управления и экономики». Стандарт организации. Управление рисками / СТО СМК СПБУТУиЭ УП 3.4-01-2024 : сайт. – Текст : электронный. – URL: [spbume.ru/file/pages/182/sto\\_upr\\_risk.pdf](http://spbume.ru/file/pages/182/sto_upr_risk.pdf) (дата обращения: 16.04.2025).

104. Эластичность спроса и предложения / МОДУЛЬ@hse.ru : сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://vk.com/doc85420530\\_665476852?hash=iTZO02HbBWAgzzOHASazgBxRldZLbYpzVUs3sYtTlXH&api=1&no\\_preview=1](https://vk.com/doc85420530_665476852?hash=iTZO02HbBWAgzzOHASazgBxRldZLbYpzVUs3sYtTlXH&api=1&no_preview=1) (дата обращения: 15.08.2025).

105. AK&M подвело итоги российского рынка M&A в 2020 году / AK&M : сайт. – Текст : электронный. – URL: [akm.ru/news/ak\\_m\\_podvelo\\_itogi\\_rossiyskogo\\_ryntka\\_m\\_a\\_v\\_2020\\_godu/](http://akm.ru/news/ak_m_podvelo_itogi_rossiyskogo_ryntka_m_a_v_2020_godu/) (дата обращения: 30.08.2025).

106. Berkshire консолидировала долю в Occidental Petroleum на сумму более \$15 млрд / Интерфакс : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.interfax.ru/business/966428> (дата обращения: 15.08.2025).

107. Danfoss официально завершил сделку по покупке гидравлики Eaton / Ридан : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://ridan.ru/news/eaton-hydraulics-acquisition-finalized> (дата обращения: 15.08.2025).

108. ESG-стратегия / ВЭБ.РФ : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://vzb.rph/ustojchivoe-razvitiye/esg-strategiya/> (дата обращения: 15.08.2025).

109. Press Release: Completion of acquisition of 86.54% in ChelPipe / TMK : сайт. – Текст : электронный. – URL: [tmk-group.com/storage/news/3580/20210316-tmk-chelpipe-deal-completion.pdf](http://tmk-group.com/storage/news/3580/20210316-tmk-chelpipe-deal-completion.pdf) (дата обращения: 30.08.2025).

## Статьи

110. Авдеева, Т.З. Оценка финансового результата компании в условиях стоимостно-ориентированной стратегии управления / Т.З. Авдеева // Вестник науки. – 2025. – № 2 (83). – С. 31-38. – ISSN 2442-2467.
111. Амирян, А.А. Административно-правовой статус государственной корпорации «Росатом» / А.А. Амирян, Д.К. Фомин, Ю.М. Чернов // Евразийский юридический журнал. – 2024. – № 9 (196). – С. 138-140. – ISSN 2073-4506.
112. Антонова, Н.А. Due diligence в условиях актуарного учета : методика процедуры / Н.А. Антонова // Вестник Адыгейского государственного университета. Серия 5 : Экономика. – 2014. – № 3 (150). – С. 182-188. – ISSN 1217-2654.
113. Алексеев, С.А. Отраслевые факторы макроэкономической нестабильности и синергетического эффекта при оценке стоимости бизнеса в сделках M & A / С.А. Алексеев // Инновации и инвестиции. – 2025. – № 4. – С. 393-395. – ISSN 2307-180X.
114. Аштаева, С.С. О роли государственных корпораций России на современном этапе / С.С. Аштаева // Аграрное и земельное право. – 2025. – № 2. – С. 193.-195. – ISSN 1815-1329.
115. Бондарева, В.Г. Анализ финансового состояния предприятия в условиях цифровизации / В.Г. Бондарева, Д.В. Черджеева // Экономика и управление : проблемы, решения. – 2025. – № 1 (154). – С. 120-138. – ISSN 2227-3891.
116. Власова, Ю.А. Оценка состояния российского рынка слияний и поглощений в текущих экономических условиях / Ю.А. Власова // Аудиторские ведомости. – 2025. – № 1. – С.49-54. – ISSN 1727-8058.
117. Власова, Ю.А. Понятие операционной эффективности сделок слияния и поглощения и методы ее оценки / Ю.А. Власова, Ж.И. Герзелиева // Управленческий учет. – 2025. – № 3. – С. 306 – 310. – ISSN 1814-8476.

118. Вологова, Ю.Н. Государственный корпорации в реализации научно-технологической политики России / Ю.Н. Вологова // Общество и экономика. – 2024. – № 6. – С. 61-81. – ISSN 0207-3676.
119. Гайдуков, Д.А. Понятие и сущность государственной корпорации по законодательству Российской Федерации / Д.А. Гайдуков // Безопасность бизнеса. – 2025. – № 2. – С. 29-32. – ISSN 2072-3644.
120. Герасимова, А.В. Методика анализа и оценки рисков при проведении финансового due diligence / А.В. Герасимова // МНИЖ. – 2016. № 1-1 (43). – С. 28-36. – ISSN 2303-9868.
121. Гимальдинов, Б.А. Инвестиционные сделки и их справедливая оценка как детерминант финансовой устойчивости и конкурентоспособности бизнеса / Б.А. Гимальдинова, Т.Н. Кибук // Гуманитарный научный журнал. – 2025. – № 1-2. – С. 16-20. – ISSN 2078-9661.
122. Гриднева, А.О. Управление рисками в стратегическом менеджменте: анализ и оценка потенциальных угроз / А.О. Гриднева // Вестник науки. – 2025. – № 1 (82). – С. 61-70. – ISSN 3526-2986.
123. Грязева, М.С. Государственное регулирование финансовых отношений корпораций / М.С. Грязева, В.А. Бондаренко // Вестник экономики, управления и права. – 2024. – № 2 (17). – С. 43-51. – ISSN 1533-9163.
124. Гурьянов А.В. Особенности правового статуса и организационно-правовой формы акционерных обществ с государственным участием и государственных корпораций (компаний) / А.В. Гурьянов // Законодательство. – 2024. – № 6. – С. 7-14. – ISSN 1681-8695.
125. Гурнович, Т.Г. Финансовые стратегии российских предприятия / Т.Г. Гурнович, И.А. Степанов // Деловой вестник предпринимателя. – 2025. – № 1 (19). – С. 65-67. – ISSN 2687-0991.
126. Ермольчик, В.В. Классификация сделок слияния и поглощения компаний / В.В. Ермольчик // Проблемы современной науки и образования. – 2017. – № 5 (87). – С. 65-70. – ISSN 2304-2338.

127. Жажиева, Л.В. Анализ финансовой позиции компании / Л.В. Жажиева // Учет и контроль. – 2025. – № 1. – С. 84-89. – ISSN 2415-7783.
128. Зимакова, Л.А. Использование математического моделирования прогнозной оценки финансовых результатов синергетического эффекта в деятельности строительных компаний / Л.А. Зимакова // Экономика. Информатика. – 2013. – № 22-1 – С. 82-91. – ISSN 2687-0932.
129. Зимин, В.В. Синергетический эффект в сделках слияния и поглощения: оценка эффективности / В.В. Зимин, А.А. Бакулина // Экономика. Бизнес. Банки. – 2019. – № 7 (33). – С. 49-60. – ISSN 2304-9596.
130. Ижевский, В.Л. Оценка синергетического эффекта консолидационного процесса методом когнитивного моделирования / В.Л. Ижевский, В.Н. Кононов // Экономический анализ : теория и практика. – 2017. – № 7 (466). Том 16. – С. 1286-1306. – ISSN 2073-039X.
131. Кандаурова, Д.Ю. Анализ специфики формирования финансовых ресурсов отечественными государственными корпорациями и компаниями в условиях структурной трансформации экономики / Д.Ю. Кандаурова, М.В. Чараева // Финансовая экономика. – 2023. – № 12. – С. 167-170. – ISSN 2075-7786.
132. Кандаурова, Д.Ю. Анализ стратегических целей консолидации организаций в государственных корпорациях / А.А. Бакулина, Д.Ю. Кандаурова // Менеджмент и бизнес-администрирование. – 2024. – № 3. – С. 107-120. – ISSN 2075-1826.
133. Кандаурова, Д.Ю. Формирование консолидированной отчетности компаний государственного сектора Российской экономики в условиях санкционных вызовов / Д.Ю. Кандаурова, М.В. Чараева // Вестник Ростовского государственного экономического университета (РИНХ). – 2024. – № 1. Том 31. – С. 146-154. – ISSN 1991-0533.
134. Кандаурова, Д.Ю. Положительные и отрицательные стороны стратегий государственных корпораций / А.А. Бакулина, Д.Ю. Кандаурова // Экономические науки. – 2025. – № 242. – С. 528-534. – ISSN 2072-0858.

135. Кандаурова, Д.Ю. Роль госкорпораций в экономической системе государства и анализ эффективности их управления / Д.Ю. Кандаурова, А.А. Бакулина // Вестник евразийской науки. – 2025. – № S1. Том 17. – ISSN 2588-0101. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://esj.today/PDF/23FAVN125.pdf> (дата обращения: 07.11.2025).
136. Кандаурова, Д.Ю. Отечественный и зарубежный опыт финансовой консолидации крупных промышленных групп/холдингов / А.А. Бакулина, Д.Ю. Кандаурова // Вестник Академии знаний. – 2025. – № 3 (68). – С. 544-550. – ISSN 2304-6139.
137. Кандаурова, Д.Ю. Факторы, влияющие на финансовую стратегию госкорпорации и их взаимосвязь / Д.Ю. Кандаурова // Инновации и инвестиции. – 2025. – № 10. – С. 350-354. – ISSN 2307180X.
138. Кандаурова, Д.Ю. Влияние синергетического эффекта на финансовую стратегию государственной корпорации / Д.Ю. Кандаурова // Вестник Евразийской науки. – 2025. – № 4. Том 17. – ISSN 2588-0101. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://esj.today/PDF/62FAVN425.pdf> (дата обращения: 07.11.2025).
139. Кандаурова, Д.Ю. Роль синергетического эффекта в консолидации организаций в составе государственных корпораций / Д.Ю. Кандаурова // Вестник Евразийской науки. – 2025. – № S5. Том 17. – ISSN 2588-0101. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://esj.today/PDF/04FAVN525.pdf> (дата обращения: 07.11.2025).
140. Касьяненко, Т. Формирование и оценка синергического эффекта синергии объединения / Т. Касьяненко, Д. Иванов // Интеллектуальная собственность. Промышленная собственность. – 2019. – № 5. – С. 5-22. – ISSN 0201-7067.
141. Кириллов, М.В. Повышение эффективности риск-менеджмента за счет внедрения профессиональных стандартов в практику деятельности предприятия государственной корпорации «Росатом» / М.В. Кириллов,

А.Н. Силенко // Научный аспект. – 2024. – № 5. – С. 3779-3786. – ISSN 2226-5694.

142. Кох, Л.В. Методы оценки синергетического эффекта сделок слияния и поглощения в банковской сфере / Л.В. Кох, Т.В. Сергеева // Вестник Забайкальского государственного университета. – 2015. – № 6 (121). – С. 143-148. – ISSN 2227-9245.

143. Курковский, С.В. Финансово-экономический анализ группы компаний «Лента» и оценка успешности стратегии для развития финансовых показателей / С.В. Курковский, Д.А. Мишин, С.С. Гуткаева // Управленческий учет. – 2025. – № 1. – С. 24-34. – ISSN 1814-8476.

144. Курсова, Е.О. Правовой статус государственных корпораций как субъектов административно-правовых отношений: соотношение с государственными и публично-правовыми компаниями / Е.О. Курсова // Административное право и процесс. – 2025. – № 3. – С. 66-68. – ISSN 2071-1166.

145. Курченков, В.В. Стратегические приоритеты развития государственных корпораций российской экономики в современных условиях / В.В. Курченков, О.С. Макаренко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2021. – № 3. Том 23. – С. 5-15. – ISSN 2713-1599.

146. Кулышева, О.А. Финансовые стратегии / О.А. Кудышева, А. Мырыттурдыева, Я. Оразова, Б. Батыров // Матрица научного познания. – 2025. – № 2-2. – С. 103 – 105. – ISSN 2541-8084.

147. Лабскер, Л.Г. Структура множества стратегий, оптимальных во множестве смешанных стратегий по критерию вальда-сэвиджа, и финансовое приложение / Л.Г. Лабскер, Н.А. Ященко // Финансовая аналитика : проблемы и решения. – 2025. – № 2. – С. 55-82. – ISSN 2073-4484.

148. Малышева, Е.В. Государственная регистрация корпорации и ее юридическое значение / Е.В. Малышева // Трибуна ученого. – 2024. – № 8. – С. 33-37. – ISSN 2658-3119.

149. Малышкина, И.А. Формирование финансовой стратегии российских корпораций : общая характеристика. / И.А. Малышкина // Русская экономическая бюллетень. – 2024. – № 4 (7). – С. 331-336. – ISSN 2658-5286.
150. Мальцева, О.С. Роль финансового контроллинга в формировании конкурентных стратегий организаций: подходы, инструменты и влияние на устойчивость бизнеса. / О.С. Мальцева, И.Ю. Лопатина // Студенческий вестник. – 2025. – № 16-8 (349). – С. 20-21. – ISSN 3421-9443.
151. Мелекесова, М.А. Коммуникационные стратегии зарубежных государственных корпораций / М.А. Мелекесова // Формирование и эволюция новой парадигмы инновационной науки в условиях современного общества. – 2024. – № 1 (32). – С. 69-71. – ISSN 2122-4744.
152. Мурзина, Т.А. Ключевые аспекты стратегии финансового менеджмента. Типология факторов / Т.А. Мурзина // Экономика и бизнес : теория и практика. – 2025. – № 3 (121). – С. 213-218. – ISSN 2411-0450.
153. Назарова В.В. Определение оптимальной премии в сделках слияния и поглощения в нефтегазовом секторе / В.В. Назарова, О.Р. Шевякина // Корпоративные финансы. – 2015. – № 4 (36). Том 9. – С. 5–30. – ISSN 2073-0438.
154. Несипбаева, К.А. Управление финансовыми рисками в условиях неопределенности / К.А. Несипбаева // Студенческий. – 2025. – № 10-3 (206). – С. 17-20. – ISSN 2541-9412.
155. Радыгин, А.Д. Государственная компания: сфера проявления «провалов государства» или «провалов рынка»? / А.Д. Радыгин, Ю.В. Симачев, Р.М. Энтов // Вопросы экономики. – 2015. – № 1. – С. 45-79. – ISSN 0042-8736.
156. Решетникова, Т.В. Генезис понятия «слияния и поглощения» в миранаучном знании / Т.В. Решетникова, Ф.И. Валиева // Известия Уральского государственного горного университета. – 2017. – Выпуск 3 (47). – С. 93-96. – ISSN 2307-2091.

157. Сабинина, А.Л. Элементы бюджетирования и ранжирования при формировании стратегии финансовой устойчивости предприятия / А.Л. Сабинина, Н.А. Шульженко, Д.А. Воропаева, Б.А. Маликов // Финансы и кредит. – 2025. – № 1. – С. 56-77. – ISSN 2071-4688.

158. Сурков, Я.И. Внешние и внутренние факторы, влияющие на финансовую стратегию Госкорпорации «Ростех» / Я.И. Сурков // Устойчивое развитие социально-экономической системы Российской Федерации : сборник трудов XXIII Всероссийской научно-практической конференции, Симферополь, 18–19 ноября 2021 года. – Симферополь : Общество с ограниченной ответственностью «Издательство Типография «Ариал», 2021. – С. 137-141. – ISBN 546-5-406-62564-2.

159. Титов, А.Б. Роль государственных корпораций в инвестиционной политике / А.Б. Титов, Н.Г. Титова // Экономика и управления : проблемы, решения. – 2024. – № 5 (146). – С. 151-157. – ISSN 2227-3891.

160. Фадейкина, Н. Основы мотивации и синергетические эффекты сделок слияния и поглощения компаний / Н. Фадейкина, К. Цыганков // РИСК : Ресурсы, Информация, Снабжение, Конкуренция. – 2012. – № 4. – С. 509-519. – ISSN 1560-8816.

161. Цзин, Я. Основные типы слияний и поглощений компаний / Я. Цзин // Экономика и социум – 2019. – № 6 (61) – С. 904-910. – ISSN 2123-2492.

162. Чернышкова, И.В. Роль бухгалтерской (финансовой отчетности) для формирования стратегии развития предприятия / И.В. Чернышкова // Наука и молодежь : новые идеи и решения. – 2025. – № 2. – С. 154-156. – ISSN 120-7639.

163. Чернявская, С.А. Анализ финансовой устойчивости / С.А. Чернявская, В.И. Нестерова, Д.Н. Каширя // Журнал прикладных исследований. – 2025. – № 5. – С. 41-50. – ISSN 2712-7516.

164. Чжан, Х. Стратегии управления финансовыми рисками / Х. Чжан // Экономика и социум. – 2025. – № 3-1 (130). – С. 926-929. – ISSN 2225-1545.

165. Шапошникова, Е.А. Государственная корпорация «Ростех» как катализатор, отражающий цифровизацию российского общества / Е.А. Шапошникова, Г.М. Маскудова // Актуальные аспекты развития науки и общества в эпоху цифровой трансформации – 2024. – № 1. – С. 55-59. – ISSN 1530-8839.
166. Шешуков, Д.Е. История развития теорий финансовой стратегии корпорации / Д.Е. Шешуков // Первый экономический журнал. – 2025. – № 1 (355). – С. 95-105. – ISSN 2782-5183.
167. Юнусова, Э.Г. Вопросы финансовой стратегии госкорпорации Российской Федерации в предкризисный период / Э.Г. Юнусова // Проблемы и пути социально-экономического развития: город, регион, страна, мир : VI Международная научно-практическая конференция (Санкт-Петербург, 1 декабря 2015 г.) : сборник статей / под редакцией В.Н. Скворцова. — Санкт-Петербург : Ленинградский государственный университет им. А.С. Пушкина, 2016. – С. 125-130. – ISBN 978-5-8290-1553-4.
168. Юшкова, Л.Я. Контроль за качеством и безопасностью / Л.Я. Юшкова, Н.А. Донченко, Ю.И. Смоляников [и др.] // Государственный сектор. – 2019. – № 9. – С. 62-65. – ISSN 2655-1875.

#### Источники на иностранном языке

169. A new era : IFF and DuPont mega-merger finalised with new brand identity / NutraIngredients : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.nutraingredients.com/Article/2021/02/02/A-new-era-IFF-and-DuPont-mega-merger-finalised-with-new-brand-identity/> (дата обращения: 15.08.2025).
170. Ankudinova, J., Ehrhardt, M. On the numerical solution of nonlinear BlackScholes equations / J. Ankudinova, M. Ehrhardt // Computers and Mathematics with Applications. – 2008. – № 3. Volume 56. – Р. 799—812. – ISSN отсутствует.

171. Berk, J. Corporate Finance / J. Berk, P. DeMarzo. – Harlow : Pearson Education Limited, 2023. – 1196 p. – Company. – Boston : Bain & Co., 2024. – 94 p. – ISBN 978-1-955599-23-4.
172. Berle, A. The Modern Corporation and Private Property. / A. Berle, G. Means. – New York : MacMillan, 1933. – 380 p. – ISBN 1412815533, 9781412815536.
173. Begezha Turns Top Russian Forest Holder in \$515 Million Deal / Bloomberg : сайт. – Текст : электронный. – URL: bloomberg.com/news/articles/2021-10-11/segezha-becomes-russia-s-top-forest-holder-in-515-million-deal (дата обращения: 30.08.2025).
174. Bristol-Myers Squibb to Acquire Celgene : сайт. – URL: news.bms.com/news/details/2019/Bristol-Myers-Squibb-to-Acquire-Celgene-to>Create-a-Premier-Innovative-Biopharma-Company/default.aspx (дата обращения: 30.06.2025). – Текст : электронный.
175. Capital City Training Ltd. EBITDA – What it is, how to calculate and why it matters : сайт. – URL: https://www.capitalcitytraining.com/knowledge/ebitda/ (дата обращения: 13.05.2025). – Текст : электронный.
176. Conditional Value at Risk (CVaR) : Definition, Uses, Formula / Investopedia : сайт. – URL: https://www.investopedia.com/terms/c/conditional\_value\_at\_risk.asp (дата обращения: 15.08.2025). – Текст : электронный.
177. Discussion Paper on Conducting Advanced Scenario Analysis ; Guidance on Scenario Analysis / TNFD : сайт. – Текст : электронный. – URL: официальный сайт TNFD (PDF) (дата обращения: 15.08.2025).
178. Fama, E.F. Separation of Ownership and Control / E.F. Fama, M.C. Jensen // Journal of Law and Economics. – 1983. – № 26. – P. 301-325. – ISSN отсутствует.
179. Feldman, E.R. Synergy in Mergers (Working Paper). — Wharton School, University of Pennsylvania, 2016 : сайт. – Текст : электронный. – URL:

[https://faculty.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2016/11/Synergy-in-Mergers\\_FeldmanHernandez.pdf](https://faculty.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2016/11/Synergy-in-Mergers_FeldmanHernandez.pdf) (дата обращения: 16.01.2025).

180. Financial Results 4Q and FY. / Sistema PJSFC : сайт. – Текст : электронный. – URL: <docs.publicnow.com/72AEF6CE930254795D82044C3698A505A5E8E30D> (дата обращения: 22.03.2025).

181. Four current trends in estimating M&A integration costs / EY (Ernst & Young : сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://www.ey.com/en\\_us/insights/strategy-transactions/four-current-trends-estimating-mergers-acquisitions-integration-costs](https://www.ey.com/en_us/insights/strategy-transactions/four-current-trends-estimating-mergers-acquisitions-integration-costs) (дата обращения: 15.08.2025)).

182. Groupe PSA and FCA agree to merge : сайт. – URL: <stellantis.com/en/news/press-releases/2019/december/groupe-psa-and-fca-agree-to-merge> (дата обращения: 12.02.2025). – Текст : электронный.

183. Groupe PSA and FCA plan to join forces.... : сайт. – URL: <stellantis.com/en/news/press-releases/2019/october/groupe-psa-and-fca-plan-to-join-forces-to-build-a-world-leader-for-a-new-era-in-sustainable-mobility> (дата обращения: 04.02.2025). – Текст : электронный.

184. Haken, H. Synergetics: Basic Concepts. In: Meyers, R. (eds) / H. Haken // Encyclopedia of Complexity and Systems Science. – New York : Springer. – 2009. – P. 8926–8946. – ISBN 978-0-387-30440-3.

185. Hancock, N. A new era : IFF and DuPont mega-merger finalised with new brand identity / Nutraingredients : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.nutraingredients.com/Article/2021/02/02/A-new-era-IFF-and-DuPont-mega-merger-finalised-with-new-brand-identity/> (дата обращения: 22.01.2025).

186. IFRS Foundation. IFRS 3 Business Combinations / IFRS Foundation. – London : IFRS Foundation, 2023. – 132 p. – ISBN 978-1-914113-54-9.

187. International Accounting Standards Board. Exposure Draft : Business Combinations — Disclosures, Goodwill and Impairment / IASB. – London : IASB, 2024. – 87 p. – ISBN 978-1-914113-66-2.

188. Integrating the Balanced Scorecard and Enterprise Risk Management : A Longitudinal Case Study of a Large Energy Corporation / International Journal of Accounting Information Systems : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://research.cbs.dk/en/publications/integrating-the-balanced-scorecard-and-enterprise-risk-management> (дата обращения: 15.08.2025).
189. Kismet Capital Group expands tower asset portfolio with Russian Towers buy / Reuters : сайт. – Текст : электронный. – URL: [reuters.com/markets/europe/kismet-capital-group-expands-tower-asset-portfolio-with-russian-towers-buy-2022-01-10/](https://reuters.com/markets/europe/kismet-capital-group-expands-tower-asset-portfolio-with-russian-towers-buy-2022-01-10/) (дата обращения: 06.03.2025).
190. Koller, T. Measuring and Managing the Value of Companies. University Edition. — 8th. Ed.. — Hoboken : Wiley, 2025. — 896 p. – ISBN 915-1-414123-31-7.
191. Labyntsev, N.T. Organizational foundations of consolidation groups of companies / N.T. Labyntsev, E.F. Beztsennaya // Fundamental research. – 2014. – № 8 (part 3) – P. 683-687. – ISSN 1812-7339.
192. Lehueude, Hector J. Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis./ J. Hector, G. Kirkpatrick, D. Teichmann // CGN : Effects on Corporate Governance in Financial & Economic Crises (Topic). – 2009. – ISSN отсутствует.
193. Lintner, J. The valuation of risky assets and the selection of risky investment in stock portfolios and capital budgets / J. Lintner // Review of Economics and Statistics. – 1965. – February. – P. 13-37. – ISSN отсутствует.
194. Magnit completes acquisition of DIXY / Magnit : сайт. – Текст : электронный. – URL: [magnit.com/en/media/press-releases/magnit-completes-acquisition-of-dixy/](https://magnit.com/en/media/press-releases/magnit-completes-acquisition-of-dixy/) (дата обращения: 20.02.2025).
195. Мізюк, Б.М. Стратегічне управління : Підручник / Б.М. Мізюк. – Львів : Магнолія полюс, 2006. – 392 с. – ISBN отсутствует.
196. Нємцов, В.Д. Стратегічний менеджмент / В.Д. Нємцов, Л.Є. Довгань. – Київ : ТОВ «УВПК ЕксоВ», 2001. – 560 с. – ISBN 966-7769-02-X.

197. Russian retailer Magnit finalises Dixy buy for 87.6 bln roubles. / Reuters : сайт. – Текст : электронный. – URL: reuters.com/article/business/russian-retailer-magnit-finalises-dixy-buy-for-87-6-billion-roubles-idUSKBN2ES1MT/ (дата обращения: 30.08.2025).

198. Segezha closes deal to acquire Bonum Capital's Siberian Inter / Interfax : сайт. – Текст : электронный. – URL: interfax.com/newsroom/top-stories/73439/ (дата обращения: 30.08.2025).

199. Scheme of Arrangement becomes effective (15.02.2016) : сайт. – URL: shell.com/.../scheme-of-arrangement-becomes-effective.pdf (дата обращения: 22.01.2025). – Текст : электронный.

200. Smuts J.C. Holism and Evolution / J.C. Smuts // Repr. ed. — [S.l.] : Creative Media Partners, LLC, 2022. — 392 p. — ISBN 978-1-01544-060-9.

201. SRS Acquiom. 2024 M&A Deal Terms Study / SRS Acquiom. – Denver : SRS Acquiom, 2024. – 105 p. – ISBN 978-1-79235-224-9.

202. Tröger, T. Convergence and Persistence in Corporate Governance / T. Tröger, N. Gordon, M. Roe // European Business Organization Law Review. – 2006. – P. 605-614. – ISSN отсутствует.

203. Weston, J.F. The Nature and Significance of Conglomerate Finns / J.F. Weston // St John's Review Special Edition. – 1970. – № 44. – P. 66-70. – ISSN отсутствует.

204. Williamson, O.E. Corporate Control and Business Behavior / O.E. Williamson. – New Jersey : Prentice-Hall, 1970. – 196 p. – ISBN 013173203X.

## Приложение А

(информационное)

### **Подходы отечественных авторов к классификации процессов финансовой консолидации хозяйствующих субъектов**

**Таблица А.1 – Подходы отечественных авторов к классификации процессов финансовой консолидации хозяйствующих субъектов**

Автор	Классификация
1	2
Бутаева Т.Х. Дзугаев Х.А. Муртазова З.А.	<p>По критерию вида объединения:</p> <p>1 Горизонтальное — это объединение компаний-конкурентов, выпускающие идентичную продукцию и имеющие общий рынок сбыта.</p> <p>2 Вертикальное - объединяются разные направления бизнеса для увеличения контроля над цепочкой производства от сырьевой базы до конечного потребителя (например, агрокомпания объединяется с заводом по производству семян или удобрений).</p> <p>3 Родовое — это объединение взаимосвязанных производств (например, производитель мобильных телефонов и производитель аксессуаров для гаджетов).</p> <p>4 Конгломератное - объединение несвязанных компаний из разных производственных сфер. Цель - расширение ассортимента.</p> <p>5 Экспансионно-географическое - объединение с целью увеличения каналов сбыта.</p> <p>По национальному и культурному признаку:</p> <p>1 Национальное - осуществляется между компаниями, ведущие свою деятельность на территории одного государства;</p> <p>2 Транснациональное - между предприятиями, которые осуществляют свою деятельность на территории разных стран</p>
Цин Я	<p>По характеру интеграции</p> <p>1 Горизонтальные слияния - это объединение компаний, представленных в одной отрасли бизнеса, производящих аналогичные продукты, или имеющих одинаковых технологический процесс, или одни из этапов технологического процесса. Как правило, в результате объединения усиливается конкурентоспособность и возможно рыночная власть уже новой, появившейся после слияния компаний. 2 Вертикальные слияния — это объединение компаний, представляющих звенья цепочки, идущей к потребителю, каждое из которых обозначает технологический процесс изготовления продукта в различных отраслях. 3 Конгломератные слияния - объединение компаний, представляющих не конкурирующие друг с другом отрасли.</p> <p>По национальной принадлежности объединяемых компаний:</p> <p>1 Национальные слияния - объединение компаний, работающих на территории одного государства; 2 транснациональные слияния - слияния компаний, находящихся в разных странах.</p> <p>По способу объединения потенциала компаний:</p> <p>1 Корпоративные альянсы предполагают сделку слияния двух и более фирм, сконцентрированную на конкретном сегменте бизнеса. В этом случае будет синергетический эффект только в этом направлении, в других же видах деятельности компании будут работать самостоятельно. 2 Корпорации предполагают объединение всех чистых активов предприятия. В итоге создается из двух компаний одна. В этом случае также может происходить экономия от масштаба, получение новых налоговых льгот или обмен инновациями. Это приводит в конечном итоге к повышению эффективности деятельности объединенной компании.</p> <p>По потенциалу в ходе слияния объединяется:</p> <p>1 Производственные слияния предполагают объединение производственных мощностей двух и более фирм для того, чтобы получить синергетический эффект за счет увеличения масштабов деятельности; 2 Чисто финансовые слияния предполагают объединение компаний, которые не функционируют как одна компания</p>

## Продолжение таблицы А.1

1	2
Ермольчик В.В.	<p>По характеру интеграции выделяют:</p> <p>1 Горизонтальная интеграция (объединение компаний, производящих идентичную продукцию); 2 Вертикальная интеграция (объединение компаний, связанных технологией производства); 3 Родовые слияния (объединение компаний, производящих взаимосвязанную продукцию); 4 Конгломератные слияния (объединение компаний различных отраслей без наличия производственной общности).</p> <p>В свою очередь конгломератные слияния подразделяются на: 1 Слияния с расширением продуктовой линии, то есть соединяются: а) неконкурирующие продукты, б) каналы сбыта и в) различные процессы производства; 2 Слияния с расширением рынка, то есть приобретение дополнительных каналов реализации продукции; 3 Чистые конгломератные слияния, не предполагающие никакой производственной общности.</p> <p>По национальной принадлежности: 1 Между национальными компаниями в рамках одной страны (национальные); 2 Между компаниями, представляющими разные страны (транснациональные).</p> <p>По отношению к сделке: 1 Дружественные слияния, когда обе стороны идут на слияние добровольно; 2 Враждебные слияния, когда менеджмент поглощаемой компании не согласен на слияние и стремится помешать готовящейся сделке, осуществляя ряд противозахватных мероприятий.</p> <p>По способу объединения потенциала: 1 Корпоративные альянсы. Предусматривают объединение нескольких участников только в рамках конкретного направления, в то время как остальная деятельность ведется полностью независимо от партнеров; 2 Корporации. Предусматривают полное объединение участников для дальнейшей совместной деятельности.</p> <p>В зависимости от потенциала: 1 Производственные слияния, предусматривающие соединение производственного потенциала с целью получения синергетического эффекта; 2 Чисто финансовые слияния, предусматривающие централизацию финансовой политики, без производственного соединения, с целью усиления позиций на рынке ценных бумаг, в финансировании инвестиционных проектов.</p> <p>В зависимости от условий слияния или поглощения выделяют следующие слияния: 1 На паритетных условиях («пятьдесят на пятьдесят»), считается наиболее сложным вариантом интеграции, так как такое слияние в итоге может завершиться поглощением; 2 Не на паритетных условиях, то есть не по принципу «пятьдесят на пятьдесят»; 3 Слияние с образованием нового юридического лица; 4 С полным поглощением, и получением контроля над всеми подразделениями и видами деятельности компании; 5 С частичным поглощением, то есть получение частичного контроля деятельности компаний-цели</p>
Гарифуллин Ф.Ф.	<p>По характеру интеграции:</p> <p>1 Горизонтальные слияния - объединение компаний по отраслевому признаку, то есть осуществляющих производство подобной продукции со схожими технологическими процессами.</p> <p>2 Вертикальные слияния – предполагают интеграцию компаний, выполняющих различные этапы технологических, административных и сбытовых функций, занятых во многих направлениях одной отрасли.</p> <p>3 Конгломератные слияния - объединение компаний, представляющих не конкурирующие друг с другом отрасли.</p> <p>Дополнительные варианты конгломератных слияний:</p> <p>а) слияния с увеличением номенклатуры продукции, суть которых заключается в приобретении не конкурирующей компании, производящей отличную от компании-покупателя продукцию. При этом процессы производства и сбыта могут быть схожи; б) слияния с развитием рынка сбыта, основанных на расширении каналов сбыта продукции через приобретение крупных точек реализации; в) чистые конгломератные слияния - интеграция компаний, не имеющих никакой общности.</p> <p>По страновой принадлежности: национальные и транснациональные.</p> <p>По отношению руководства компаний: враждебные и дружественные</p> <p>По условиям предлагаемой сделки: паритетные и непаритетные</p>

## Продолжение таблицы А.1

1	2
Назарян В.А.	<p>Горизонтальная консолидация: Это тип консолидации, при котором происходит объединение компаний, работающих в одной и той же отрасли или секторе экономики. Горизонтальная консолидация позволяет компаниям укрепить свои позиции на рынке и расширить свою долю рынка за счет объединения ресурсов и клиентской базы.</p> <p>Вертикальная консолидация: Это тип консолидации, при котором происходит объединение компаний, находящихся в различных этапах производственного цикла или в поставщик-потребительских отношениях. Вертикальная консолидация позволяет компаниям оптимизировать свою производственную цепочку, уменьшить затраты на логистику и улучшить координацию между различными звеньями производства.</p> <p>Конгломератная консолидация: Это тип консолидации, при котором происходит объединение компаний, работающих в различных отраслях или секторах экономики, не имеющих прямой связи между собой. Конгломератная консолидация позволяет компаниям разнообразить свой бизнес и расширить свой портфель продуктов и услуг.</p> <p>Географическая консолидация: Это тип консолидации, при котором происходит объединение компаний, работающих в различных географических регионах или странах. Географическая консолидация позволяет компаниям расширить свое присутствие на рынке, получить доступ к новым региональным рынкам и клиентам.</p> <p>Финансовая консолидация: Это тип консолидации, при котором происходит объединение компаний с целью улучшения их финансовых показателей, таких как рентабельность, ликвидность, финансовая устойчивость и др.</p>
Зимин В.В.	<p>Горизонтальная интеграция представляет собой сделку, которая происходит между компаниями, производящими идентичную продукцию или оказывающими аналогичные виды услуг.</p> <p>Вертикальные слияния и поглощения, в свою очередь, - это объединение компаний, одна из которых является поставщиком сырья и материалов для другой.</p> <p>Согласно национальной принадлежности, выделяют: национальную или транснациональную интеграцию.</p> <p>На основе способа объединения потенциалов выделяют корпоративные альянсы и корпорации. Корпоративные альянсы возникают в том случае, когда компания-покупатель и компания-цель проводят сделку с целью концентрации на одном, общем направлении деятельности, для достижения максимальной доходности только по одному выбранному направлению. Остальные же бизнес-процессы компаний действуют независимо друг от друга. Корporации, в противовес корпоративным альянсам, подразумевают объединение абсолютно всех активов, которые являются основой бизнеса</p>

Источник: составлено автором на основе источников [45; 47; 126; 129; 161].

## Приложение Б

(информационное)

### Расчетные данные

Таблица Б.1 – Дисконт-факторы и приведенные стоимости (базовый сценарий, WACC = 11, в процентах)

Год t	FCFF, млрд руб.	Дисконт-фактор $1/(1+WACC)^t$	PV(FCFF), млрд руб.
1	8,00	0,90090	7,21
2	12,00	0,81162	9,74
3	14,00	0,73119	10,24
4	16,00	0,65873	10,54
5	18,00	0,59345	10,68
$\Sigma PV$	–	–	48,41

Источник: составлено автором на основании данных [12; 18].

Таблица Б.2 – Расчет итоговых значений

$\Sigma PV(FCFF)$ , млрд руб.	CAPEX, млрд руб.	NPV, млрд руб.
48,41	30,00	18,41

Источник: составлено автором на основании данных [12; 18].

Таблица Б.3 – Расчет IRR (интерполяция по двум пробным ставкам)

Ставка, r, в процентах	NPV(r), млрд руб.
30,00	+0,0767
31,00	-0,5744
IRR (линейная интерполяция)	$\approx 30,12$ , в процентах

Источник: составлено автором на основании данных [12; 18].

Таблица Б.4 – Срок окупаемости (PBP, простая недисконтированная) — «лестница» кумулятивных потоков

Год	Поток, млрд руб.	Кумулятивно, млрд руб.
0	-30,00	-30,00
1	+8,00	-22,00
2	+12,00	-10,00
3	+14,00	+4,00
Доля года до «нуля»	10/14	0,71
PBP, лет	–	2,71

Источник: составлено автором на основании данных [12; 18].

Таблица Б.5 – Умеренный стресс-тест (WACC = 12,5, в процентах; FCFF – 10, в процентах) — проверки устойчивости

Год t	FCFF·0,9, млрд руб.	Дисконт-фактор $1/(1+0,125)^t$	PV(FCFF), млрд руб.
1	7,20	0,88889	6,40
2	10,80	0,79012	8,53
3	12,60	0,70233	8,85
4	14,40	0,62430	8,99
5	16,20	0,55493	8,99
$\Sigma PV$	—	—	41,76
$NPV_{stress} = \Sigma PV - CAPEX$	—	—	11,76

Источник: составлено автором на основании данных [12; 18].

## Приложение В

(информационное)

### Сценарный анализ проекта ГК «Ростех» и АО «Вертолеты России»

Таблица В.1 – Сценарный анализ проекта ГК «Ростех» и АО «Вертолеты России»

Сценарий	WACC, в процентах	FCFF, млрд руб. (годы 1–5)	CAPEX, млрд руб.	NPV, млрд руб.	IRR, в процентах	PBP, лет
Оптимистический	10,00	8,8; 13,2; 15,4; 17,6; 19,8	30,00	24,79	34,57	2,52
Базовый	11,00	8; 12; 14; 16; 18	30,00	18,41	30,12	2,71
Стрессовый	12,50	7,2; 10,8; 12,6; 14,4; 16,2	30,00	11,76	25,47	2,95

Источник: составлено автором на основании данных [12; 67].

## Приложение Г

(информационное)

### **Расчет коммерческого, социального, бюджетного, экономического эффектов от консолидаций**

Таблица Г.1 – Расчет коммерческого эффекта от консолидаций (выручка до/ выручка после)

Показатель	Входные данные (значение; год), руб.	Итоговое значение	Примечание
ГК «Ростех» (проект: авиационный контур — ПАО «ОАК» + АО «Вертолеты России»)	ПАО «ОАК» 2018: 411,6 млрд, АО «Вертолеты России» 2018: 188,5 млрд, Итого до: 600,1 млрд	723,36 / 600,10 = 1,20	Здесь преднамеренно используются только профильные активы (ПАО «ОАК»+АО «Вертолеты России»), чтобы отражать эффект консолидации именно в отраслевом контуре, а не по всей ГК.
	ПАО «ОАК» 2023: 476,5 млрд, АО «Вертолеты России» 2023: 246,9 млрд, Итого после: 723,36 млрд		
ГК «Росатом» (проект: «открытый контур» + АО «Атомэнергопром»)	Выручка 2023 (открытая часть): 2,572 трлн; рост к 2022: +45,6% ⇒ 2022 ≈ 1,767 трлн	2,572/1,767=1,456	–
ГК «Роскосмос» (проект: объединение с АО «Объединенная ракетно-космическая корпорация», реорганизация отрасли)	2023: ≈413 млрд, прирост к 2022: +24 млрд ⇒ 2022: ≈389 млрд	413/389=1,062≈1,05	–

Источник: составлено автором на основании [52; 60; 64; 65; 83].

Таблица Г.2 – Расчет социального эффекта от консолидаций. ГК «Ростех» (проект: авиационный контур — ПАО «ОАК» + АО «Вертолеты России»)

Критерий	Вес ( $w_i$ )	Обоснование веса	Коэф. ( $k_i$ )	Обоснование коэффициента	Вклад $w_i \cdot k_i$
Бренд/репутация объединенного кластера	0,25	Ключевой драйвер нематериальной стоимости и доступа к госзаказу	1,60	Укрупнение кластера; подтвержденный рост узнаваемости и амбиций по масштабу	0,40
Единая инженерная школа / НИОКР	0,20	Определяет технологические компетенции, качество и глубину продуктовых линий	1,55	Расширение гражданской линейки; активизация НИОКР; устойчивый тренд 2–3 года	0,31
Экспортная узнаваемость	0,20	Критична для выручки, сервисного контура и портфеля заказов	1,50	Сохранение доли на внешних рынках; рост экспортного портфеля	0,30
Социальная устойчивость занятости	0,15	Влияет на непрерывность производства и социальную стабильность	1,30	Консолидация площадок снижает риски простоев и текучести	0,195
Корпоративная культура / коммуникации	0,10	Определяет скорость интеграции и унификации стандартов	1,25	Единые практики госкорпорации ускоряют внедрение процессов	0,125
Партнерства / коопeração	0,10	Расширяет кооперационные связи и эффект общих закупок/логистики	1,15	Централизация закупок и логистики снижает трансакционные издержки	0,115
Итого	1,00	—	—	—	1,45

Источник: составлено автором на основании [65; 83].

Таблица Г.3 – Расчет социального эффекта от консолидаций. ГК «Росатом» (проект: «открытый контур» + АО «Атомэнергопром»)

Критерий	Вес ( $w_i$ )	Обоснование веса	Коэф. ( $k_i$ )	Обоснование коэффициента	Вклад $w_i \cdot k_i$
1	2	3	4	5	6
Международная репутация / бренд	0,25	Ключ к экспортным контрактам и доступу к рынкам	1,40	Рост «открытой» выручки, укрепление позиций на внешних рынках	0,350
Вертикальная интеграция / комплекс услуг	0,20	Структурный драйвер ценности (топливный цикл + сервис)	1,30	Полный цикл предложения; синергия портфеля	0,260

Продолжение таблицы Г.3

1	2	3	4	5	6
Технологические компетенции / НИОКР	0,15	Основа дифференциации и устойчивости контрактов	1,30	Подтвержденная технологическая база, масштаб НИОКР	0,195
Кооперация / локализация	0,15	Важна для исполнения контрактов и устойчивости цепочек	1,25	Рост локализации, глубина кооперации в проектах	0,188
Социальная устойчивость / занятость	0,15	Влияет на стабильность исполнения и региональный эффект	1,15	Масштаб занятости, подготовка кадров	0,173
Корпоративное управление / устойчивость результатов	0,10	Качество реализации долгих проектов	1,35	Улучшение финрезультатов АО «Атомэнергопром»	0,135
Итого	1,00	—	—	—	1,30

Источник: составлено автором на основании [52; 69].

Таблица Г.4 – Расчет социального эффекта от консолидаций. ГК «Роскосмос» (проект: объединение с АО «Объединенная ракетно-космическая корпорация», реорганизация отрасли)

Критерий	Вес ( $w_i$ )	Обоснование веса	Коэф. ( $k_i$ )	Обоснование коэффициента	Вклад $w_i \cdot k_i$
Управляемость / централизация отрасли	0,30	Базис для координации НИОКР и производства	1,20	Консолидация (агентство + АО «ОРКК») в единую ГК	0,360
Кооперация / сквозные цепочки	0,20	Критично для серийности и сервисного контура	1,15	Укрупнение кооперации и стандартизация	0,230
Репутация / пуски и программы	0,20	Влияет на доверие заказчиков и партнеров	1,18	Рост выручки 2023 и стабильность программ	0,236
Кадры / занятость	0,15	Обеспечивает непрерывность и качество работ	1,05	Сохранение кадровой базы	0,158
Импортозамещение / локализация	0,10	Снижает уязвимость цепочек поставок	1,15	Активное импортозамещение	0,115
Культура / стандарты	0,05	Ускоряет интеграцию и унификацию	1,05	Внедрение единых практик	0,053
Итого	1,00	–	–	–	1,15

Источник: составлено автором на основании [60; 64].

Таблица Г.5 – Расчет бюджетного эффекта от консолидаций. ГК «Ростех» (проект: авиационный контур — ПАО «ОАК» + АО «Вертолеты России»)

Критерий	Вес ( $w_i$ )	Обоснование веса	Коэф. ( $k_i$ )	Обоснование коэффициента	Вклад $w_i \cdot k_i$
1	2	3	4	5	6
Налогооблагаемая прибыль	0,35	Данный элемент формирует основу налоговой базы и определяет ее наиболее чувствительный сегмент	0,50	Финансовые отчеты ПАО «ОАК» показывают устойчивый убыток, что существенно сокращает базу налога на прибыль	0,175
Налоговые режимы/льготы (ОПК)	0,20	В оборонной отрасли налоговые режимы оказывают прямое воздействие на величину бюджетных поступлений	0,70	Специальные льготы и режимы, предоставляемые предприятиям ОПК, снижают совокупную нагрузку	0,140
Перенос убытков/внутригрупповая оптимизация	0,20	Этот фактор позволяет перераспределять финансовый результат по группе, сглаживая налогооблагаемую прибыль	0,60	Возможность переноса убытков по ст. 283 НК РФ ведет к дополнительному снижению поступлений	0,120
Взносы/НДФЛ (занятость)	0,15	Массовая занятость работников является относительно стабильным и предсказуемым источником поступлений	1,00	Сохранение численности персонала обеспечивает поступления в бюджеты через НДФЛ и страховые взносы	0,150
Косвенные налоги (НДС)	0,10	Хотя НДС важен, его величина сильно зависит от структуры закупок и вычетов	0,90	Для ОПК характерна высокая доля входного НДС в длинных производственных цепочках	0,090
Итого	1,00	—	—	—	0,70

Источник: составлено автором на основании [65; 83].

Таблица Г.6 – Расчет бюджетного эффекта от консолидаций. ГК «Роскосмос» (проект: объединение с АО «Объединенная ракетно-космическая корпорация», реорганизация отрасли)

Критерий	Вес ( $w_i$ )	Обоснование веса	Коэф. ( $k_i$ )	Обоснование коэффициента	Вклад $w_i \cdot k_i$
Налогооблагаемая прибыль	0,40	База для налога на прибыль	0,90	Высокое значение прибыли, но слаживание на уровне группы	0,360
Экспорт/льготные режимы	0,30	Снижает эффективную ставку	0,70	Доля экспорта; преференции по режимам	0,210
Взносы/НДФЛ (занятость)	0,15	Крупная занятость, стабильный вклад	1,00	Масштаб персонала в контуре	0,150
Косвенные налоги (НДС)	0,15	Значимо при длинных цепочках	0,88	Экспортные вычеты /0 по экспорту, в процентах	0,132
Итого	1,00	–	–	–	0,85

Источник: составлено автором на основании [60; 64].

Таблица Г.7 – Расчет бюджетного эффекта от консолидаций. ГК «Росатом» (проект: «открытый контур» + АО «Атомэнергопром»)

Критерий	Вес ( $w_i$ )	Обоснование веса	Коэф. ( $k_i$ )	Обоснование коэффициента	Вклад $w_i \cdot k_i$
Налогооблагаемая прибыль	0,45	Ключевой фактор, но его значимость снижается при хронических убытках	0,15	Показатели отрасли указывают на убытки и минимальную налоговую базу	0,068
Режимы/субсидии	0,20	Значимость обусловлена зависимостью отрасли от госфинансирования	0,60	Доля субсидий и льготных режимов сокращает налоговую нагрузку	0,120
Взносы/НДФЛ (занятость)	0,20	Отражает вклад отрасли в бюджеты через фонд оплаты труда	0,70	Часть занятости сохранена, но ее структура нестабильна	0,140
Косвенные налоги (НДС)	0,15	Важный, но нестабильный источник при капиталоемких проектах	0,50	Инвестфаза снижает величину базы для начисления НДС	0,075
Итого	1,00	–	–	–	0,40

Источник: составлено автором на основании [52; 69].

Таблица Г.8 – Расчет экономического эффекта от консолидаций. ГК «Ростех» (проект: авиационный контур — ПАО «ОАК» + АО «Вертолеты России»)

Критерий	Вес ( $w_i$ )	Обоснование веса	Коэф. ( $k_i$ )	Обоснование коэффициента	Вклад $w_i \cdot k_i$
Экономия масштаба (централизация закупок/производства)	0,40	Базовый драйвер снижения удельных издержек в укрупненной структуре	1,05	Кооперация внутри кластера и укрупнение портфеля заказов повышают эффективность	0,420
Интеграционные издержки (ИТ, оргструктура)	0,40	Существенные переходные расходы в первые 1–2 года после консолидации	0,95	Отчетность показывает рост издержек на фоне реструктуризации и НИОКР	0,380
Логистика и снабжение (входные комплектующие, длинные цепочки)	0,20	Влияние на оборотный цикл и себестоимость значимо, но вторично	1,00	Эффект выравнивается: часть логистики оптимизируется, часть — удорожается	0,200
Итого	1,00	—	—	—	1,00

Источник: составлено автором на основании [63; 83].

Таблица Г.9 – Расчет экономического эффекта от консолидаций. ГК «Роскосмос» (проект: объединение с АО «Объединенная ракетно-космическая корпорация», реорганизация отрасли)

Критерий	Вес ( $w_i$ )	Обоснование веса	Коэф. ( $k_i$ )	Обоснование коэффициента	Вклад $w_i \cdot k_i$
Масштаб/загрузка мощностей (портфель, серийность)	0,40	Главный фактор удельной себестоимости при росте выпуска	0,95	Рост «открытой» выручки и загрузки снижает удельные издержки, но не мгновенно	0,380
Сервис/топливный цикл (вертикальная интеграция)	0,30	Влияет на маржу через эффект «сквозной цепочки»	0,95	Расширение сервисных и топливных контрактов дает умеренную экономию	0,285
Интеграционные/переходные расходы	0,30	Значимы в проектном цикле и при расширении портфеля	1,00	Допзатраты компенсируются масштабом и «длинными» контрактами	0,300
Итого	1,00	–	–	–	0,95

Источник: составлено автором на основании [60; 64].

Таблица Г.10 – Расчет экономического эффекта от консолидаций. ГК «Росатом» (проект: «открытый контур» + АО «Атомэнергопром»)

Критерий	Вес ( $w_i$ )	Обоснование веса	Коэф. ( $k_i$ )	Обоснование коэффициента	Вклад $w_i \cdot k_i$
Интеграционные издержки и капиталоемкая фаза	0,50	Доминирующее влияние на совокупные издержки в период реорганизации	1,20	Переход к единой структуре + инвестиционные программы повышают текущие расходы	0,600
Эффекты масштаба/кооперации (стандартизация, унификация)	0,30	Потенциальный компенсатор издержек после стабилизации процессов	0,95	Масштаб частично нивелирует рост затрат, но эффект отложен	0,285
Логистика/импортозамещение (цепочки поставок)	0,20	Важный корректор себестоимости в условиях санкций	1,05	Замещение компонентов и перестройка цепочек повышают цену входа	0,210
Итого	1,00	–	–	–	1,1

Источник: составлено автором на основании [52; 69].