

УДК 338.2 + 330.341.44

Н. Б. Хасаншина

ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ЦЕЛИ И МОТИВЫ КОРПОРАТИВНОЙ ИНТЕГРАЦИИ

В начале XXI в. в условиях глобальной конкуренции для большинства средних и крупных компаний характерна ориентация на рыночную экспансию и увеличение масштабов бизнеса. Один из наиболее распространенных приемов развития и укрупнения бизнеса в корпоративном секторе — это слияния и поглощения компаний в различных вариантах горизонтальной, вертикальной, родовой и конгломератной интеграции. В западной теории и практике понятию «слияния и поглощения» соответствует английский аналог *Mergers & Acquisitions (M&A)*. Многие исследователи и аналитики утверждают, что M&A — это динамично развивающаяся мировая тенденция консолидации активов и концентрации производственной деятельности. В частности, С. В. Гвардин считает, что в ближайшей перспективе российский рынок M&A, так же как и мировой рынок, будет стремительно развиваться, чему, прежде всего, будут способствовать рост цен на нефть и накопление финансовых ресурсов в реальном и банковском секторах экономики [1, с. 186].

В отечественной научной литературе исследования процессов слияний и поглощений на российском рынке корпоративного контроля (РКК)¹ ведутся с опорой преимущественно на западную терминологию и интерпретацию мировой практики. Несовершенства российского законодательства и, в известной степени, недостаточный опыт корпоративной интеграции в сложных условиях отечественного рынка препятствуют развитию теоретической базы, необходимой для объяснения и прогнозирования дальнейшей динамики слияний и поглощений, анализа их мотивации и оценки эффективности.

В настоящее время в российской экономической науке наиболее системно и комплексно методология анализа экономического содержания процессов корпоративной интеграции представлена в работах Н. Б. Рудык, Е. В. Семенковой [2], Ю. В. Игнатишина [3], С. В. Гвардина, И. Н. Чекун [4], Д. А. Ендовицкого [5]. Однако необходимо отметить, что сегодня в экономической литературе не существует единой классификации способов интеграции бизнеса. Многие авторы разделяют понятия «слияние» и «поглощение» и дают

Наталья Борисовна ХАСАНШИНА — канд. экон. наук, доцент, заведующая кафедрой «Экономика» Омского филиала Московской финансово-промышленной академии. В 1987 г. окончила экономический факультет Омского технологического института, в 1994 г. — аспирантуру СПбГУЭиФ. С 1996 по 2007 г. работала на факультете менеджмента и экономики Омского государственного университета путей сообщения (ОмГУПС). С 2007 г. работает в ОмФ МФПА. Сфера научных интересов — проблемы государственного регулирования экономики, интеграционные процессы в корпоративном секторе экономики. Автор 30 научных работ.

свои оригинальные трактовки сущности сделок М&А. В данной статье в целях нивелирования научных разногласий по вопросам терминологии сделок М&А достаточно обозначить только те особенности последних, которые позволят нам в дальнейшем более четко определить экономические цели и мотивы корпоративной интеграции. Для этого, на наш взгляд, наиболее конструктивным является подход Н. Б. Рудык и Е. В. Семенковой. В их терминологии слияние — это сделка, в результате которой происходит объединение двух или более компаний в одну, сопровождающееся конвертацией акций сливающихся компаний и сохранением состава собственников с целью достижения общих стратегических целей. Поглощение — это сделка, при которой в результате покупки контрольного пакета акций происходит переход прав собственности на компанию-покупателя, что сопровождается часто заменой менеджмента купленной компании и изменением ее финансовой и производственной политики [2, с. 9].

В экономической теории центральной является проблема эффективного использования ограниченных ресурсов. В таком контексте В. Г. Крыжановский определяет М&А как структурную перестройку в целях эффективного распределения и использования всех ресурсов предприятия, заключающуюся в создании комплекса бизнес-единиц на основе соединения действующих и организации новых структурных подразделений, присоединения к предприятию других предприятий и приобретения определяющей доли в уставном капитале или акций сторонних организаций [6, с. 3].

С позиций экономической теории мы предлагаем рассматривать сделки по слияниям и поглощениям как процессы корпоративной интеграции, осуществляемые через механизмы реструктуризации собственности, реорганизации бизнеса компаний-участников и установления корпоративного контроля, нацеленные на повышение эффективности бизнеса и достижение конкурентных стратегических преимуществ².

В научных дискуссиях по слияниям и поглощениям одним из наиболее сложных и противоречивых является вопрос об эффективности сделок М&А, что приводит к столкновению часто противоположных точек зрения. Одни авторы считают М&А действительно важным источником повышения эффективности бизнеса, другие, напротив, утверждают, что интеграция компаний в результате возникновения внутрифирменного конфликта интересов зачастую отражает властные инстинкты менеджеров и приводит к отрицательной динамике показателей эффективности. Кроме того, сама система оценки экономической эффективности М&А с помощью различных показателей находится в процессе становления.

Углубленный комплексный анализ эффективности интеграционных процессов на российских рынках требует, на наш взгляд, уточнения базовых мотивов и причин реализации сделок по слияниям и поглощениям. Мотивы М&А являются основой для принятия решений инициаторами сделок, определяют цели и ожидаемые эффекты от корпоративной интеграции и побуждают компании к ее осуществлению.

Сегодня исследование мотивов слияний и поглощений — это основополагающее, но не менее дискуссионное направление анализа, чем оценка эффективности сделок М&А. Однако следует отметить, что любая интеграция бизнес-единиц является формой реализации четко обоснованной стратегии. Аналитики Российского информационного агентства М&А утверждают, что для определения мотивов слияний и поглощений следует выделять и группировать причины интеграции на основе сущности РКК, а также отделять их от механизмов интеграции [7].

У истоков российских исследований мотивации слияний и поглощений лежат несколько подходов, сложившихся в международной теории и практике: синергетическая

теория — авторы М. Брэдли, А. Десаи, Е. Ким [8]; Д. Ван Хорн [9]; Р. Брейли, С. Майерс [10]; теория агентских издержек — авторы М. Дженсен, У. Меклинг [11]; теория гордыни/самоуверенности — автор Р. Ролл [12].

В отечественной экономической науке в последние годы предприняты серьезные попытки развития западных теорий мотивации слияний и поглощений и их адаптации к российской практике. Значительный вклад в это направление внесли Н. Б. Рудык, Е. В. Семенкова [2], Ю. В. Иванов [13], Ю. В. Игнатишин [3], П. П. Лапшин, А. Е. Хачатуров [14], А. А. Левин [15], В. В. Терехов [16], Д. А. Ендовицкий, В. Е. Соболева [17] и др.

Основной теорией, объясняющей причины сделок М&А, является классическая концепция возникновения синергетического эффекта, в результате которого «стоимость интегрированного участника АВ > стоимость А + стоимость В». Российские авторы, исследуя мотивы М&А, опираются на тот же принцип синергии, но по-разному подходят к определению его внутренней структуры, и, как следствие, к выбору критериев для классификации мотивов интеграции. Так, в рамках обобщенной синергетической теории Ю. В. Игнатишин предлагает рассматривать четыре группы мотивов корпоративной интеграции на основе направлений текущей деятельности и перспектив дальнейшего развития бизнеса: операционные, финансовые, инвестиционные и стратегические мотивы [3, с. 47]. Однако, на наш взгляд, такой подход не позволяет выявить важную группу мотивов М&А, связанных со стремлением компаний-участников к получению маркетинговых преимуществ. Кроме того, в данной структуре мотивов не отражена возможность повышения эффективности бизнеса на основе его организационно-функциональной перестройки, а также на базе получения дополнительных инновационных импульсов развития. И, наконец, не показан блок мотивов, связанных с ожиданиями по оптимизации аппарата управления компаний в ходе интеграции. Мы считаем, что это особые группы мотивов, играющие значительную роль в процессах принятия решений по инициации сделок М&А.

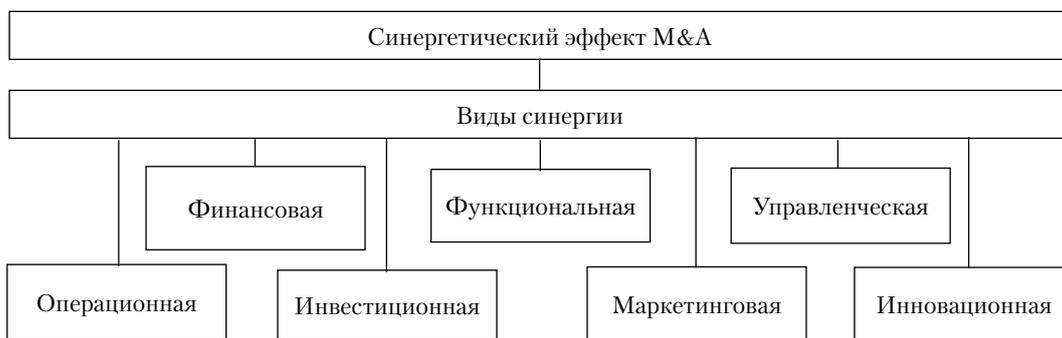
Из теории агентских издержек и теории гордыни следует, что, принимая решения об интеграции в форме слияний и поглощений, собственники компаний и менеджеры преследуют различные цели и руководствуются различными мотивами. По мнению Д. А. Ендовицкого, каждая сделка М&А индивидуальна своей мотивацией и исключение составляет только группа финансовых мотивов. При этом мотивацию сделок в наибольшей степени определяет система интересов двух взаимосвязанных групп: собственников и управленческого персонала. У собственников (мажоритариев и миноритариев) и менеджеров свои мотивы интеграции, что, в свою очередь, часто приводит к конфликту интересов и, как результат, к противостоянию сторон [15, с. 29].

Поскольку окончательные решения об интеграции принимают собственники компаний, такая классификация мотивов М&А может быть использована как важный инструмент прединтеграционного анализа целесообразности каждой конкретной сделки. Однако такой подход к анализу мотивации М&А не позволяет определить и структурировать ожидаемые эффекты по основным направлениям действия синергии, способной в совокупности существенно повысить эффективность бизнеса после интеграции.

Анализ современных концепций мотивации М&А позволяет утверждать, что основной причиной реструктуризации корпоративной собственности в виде слияний и поглощений является рациональное стремление собственников и менеджмента компаний-участников получить и усилить синергетический эффект. При этом главной целью интеграции является достижение дополнительных конкурентных стратегических преимуществ в сферах управления, производства, финансов, маркетинга, инвестиций и проч. В результате М&А

могут быть созданы взаимообусловленные правовые, экономические, управленческие и иные системные механизмы, способные обеспечить функциональную интеграцию организаций участников таким образом, что использование их общих ресурсов и возможностей приведет к достижению стратегических целей и задач.

Уточняя внутреннюю структуру синергетического эффекта и расширяя его экономическое содержание, мы предлагаем идентифицировать виды интеграционной синергии по возможным направлениям повышения эффективности бизнеса после интеграции. По нашему мнению, при таком подходе необходимо выделить следующие виды синергии М&А (см. рисунок).



Виды интеграционной синергии по возможным направлениям повышения эффективности бизнеса.

Предложенная автором классификация видов синергии в структуре совокупного синергетического эффекта позволяет рассматривать семь групп рациональных мотивов корпоративной интеграции по направлениям генерации синергетического эффекта. Первые три группы мотивов М&А — операционные, финансовые и инвестиционные — в разной степени проанализированы в работах Ю. В. Игнатишина [3, с. 46–54], Н. Б. Рудык, Е. В. Семенковой [2, с. 45], И. Г. Владимировой [18], Ю. В. Иванова [13, с. 50].

В данной статье с позиций экономической теории систематизированы мотивы М&А как возможные или ожидаемые эффекты действия операционной, финансовой и инвестиционной синергии. Мотивы функциональной, маркетинговой, управленческой и инновационной синергии впервые рассматриваются и анализируются как обособленные группы мотивов М&А, так как, по нашему мнению, указанные виды интеграционной синергии являются не менее важными источниками повышения эффективности бизнеса в результате совершения сделок М&А.

Раскрывая экономическое содержание мотивов М&А по каждому направлению действия синергии, важно разделять мотивы интеграции или ожидаемые от нее эффекты и процессы, способствующие развитию синергии.

Операционная синергия

Экономия за счет увеличения масштабов деятельности возникает при горизонтальной или вертикальной интеграции в том случае, если участники сделок М&А создают единые центры управления, единую инфраструктуру, тем самым снижая постоянные расходы

на единицу продукции. Экономия за счет направления интеграции происходит при горизонтальной интеграции вследствие того, что объединение устраняет дублирующие функции, способствует углублению специализации и росту производительности труда. В случае вертикальной интеграции повышается эффективность технологического процесса в целом, происходит уход от рыночной стоимости ресурсов, улучшается контроль качества, в итоге снижаются и транзакционные затраты, и затраты на единицу товара/услуги. Снижение операционных издержек возможно также в результате того, что после интеграции при получении добавленной стоимости издержки на единицу продукции снижаются на фиксированный процент при каждом удвоении объема продукции. Такое явление получило название эффекта агломерации. Балансировка производственных мощностей в рамках технологической цепи возможна в условиях наращивания ресурсов компании и объединения имущественных комплексов, что позволяет участникам интеграции использовать ресурсы в новых, более оптимальных комбинациях. Возможность комбинирования взаимодополняющих ресурсов приводит к экономии не только за счет стоимости ресурсов, но и за счет снижения затрат на их получение. Загрузка избыточных ресурсов в результате объединения дает возможность их использования в новых направлениях производства и иных видах деятельности. Экономия на снижении закупочных цен может быть достигнута за счет увеличения совокупного объема закупок и получения возможности пользоваться дополнительными скидками.

Финансовая синергия

Рост стоимости компании после объединения происходит на основе оптимистических ожиданий игроков рынка, что приводит к росту цен на акции. Кроме того, стоимость компании может вырасти в результате увеличения чистого денежного потока. Экономия на налоговых платежах возможна за счет использования налоговых льгот участников интеграции, не способных ранее самостоятельно их применить, а также за счет снижения налоговой базы на основе объединения амортизационных отчислений и убытков прошлых лет. Кроме того, интеграция позволяет оптимизировать систему налоговых платежей. Снижение затрат на финансирование возможно в результате изменения источников финансирования, а также за счет увеличения размеров обеспечения займов в результате объединения материальных и финансовых ресурсов интегрируемых компаний и, как следствие, снижения стоимости привлечения капитала. Увеличение финансовых возможностей позволяет компании оптимизировать финансовые потоки. Мобилизация финансовых ресурсов может быть мотивом интеграции в условиях дефицита мобильных активов. Использование избыточных ресурсов компании после интеграции дает дополнительные возможности развития бизнеса и осуществления ранее невозможных инвестиционных проектов. Высвобождение финансовых ресурсов происходит за счет экономии на масштабах деятельности и приводит к получению дополнительных финансовых ресурсов, т. е. вознаграждению собственников интегрированной компании за предпринимательскую активность. Диверсификация бизнеса после интеграции может оказать положительное воздействие на благосостояние собственников за счет деятельности в отдельных рыночных сегментах с различной конъюнктурой, что, в свою очередь, позволяет стабилизировать доходы компании и снизить риски. Не менее значимым мотивом интеграции может быть стремление к получению крупных контрактов, так как объединение позволяет более успешно конкурировать за новые контракты. И, наконец, за счет формирования нового портфеля активов с разными уровнями колебаний спроса на продукцию возможна стабилизация денежных потоков интегрированной компании.

Инвестиционная синергия

Эффект роста инвестиционных возможностей достигается за счет повышения привлекательности интегрированной компании для потенциальных инвесторов, что позволяет получить дополнительный инвестиционный капитал. Потребность размещения временно свободных денежных средств чаще всего реализуется в приобретении активов участников, их имущества, прав/инструментов контроля и проч., что, в свою очередь, позволяет оптимизировать корпоративный контроль и повысить эффективность управления новым инвестиционным портфелем интегрированной компании. Если объединение происходит за счет временно свободных средств участников, интеграцию можно рассматривать как инвестиционный проект, который эффективен, в частности, в ситуации, когда существует опасность враждебной интеграции. В условиях реорганизации отрасли может быть выгодно промежуточное приобретение прав контроля над участниками с целью последующего их обмена на права контроля над иным участником. Высвобождение дублирующих активов и их реализация, а также избавление от непрофильного имущества позволяет оптимизировать структуру активов, получить экономию по налогу на имущество, земельному налогу, освободить значительную часть финансовых ресурсов. В результате интеграции возникает математический эффект роста прибыли на акцию. Кроме того, после объединения возможно получение дивидендов на вложенные в уставный капитал средства. Экономия на неадекватной цене сделки достигается в результате приобретения активов корпорации по цене ниже балансовой или рыночной. После интеграции происходит рыночная переоценка портфеля активов купленной компании. Оправдание спекулятивных надежд возможно в случае проведения спекулятивной сделки M&A. При этом компания-покупатель создает дополнительную стоимость на основе ожиданий игроков фондового рынка относительно будущего интегрированной компании.

Функциональная синергия

Основным мотивом в этой группе является повышение эффективности аллокации ресурсов в результате структурно-функциональной реорганизации бизнеса после интеграции. Снижение асимметричности организационной структуры бизнеса достигается за счет пересмотра и оптимизации ее качественных и количественных характеристик. Интегрированная компания получает возможность избавиться от диспропорций в организационной структуре, от неприбыльных подразделений, а также перераспределить центры ответственности и прибыли. Кроме того, в результате интеграции могут быть сформированы новые организационные структуры и механизмы, обеспечивающие более эффективное использование общих ресурсов и возможностей. При интеграции может произойти изменение принципов формирования бизнес-процессов на основе переоценки их эффективности. Менеджеры интегрированной компании могут применить новые способы проектирования бизнес-процессов и управления ими в рамках общей перестройки организационно-функциональной структуры компании и добиться значительного повышения эффективности бизнеса. Эффект быстрого достижения стратегических целей также возможен за счет функциональной реструктуризации компании.

Маркетинговая синергия

Основным мотивом в этой группе является увеличение рыночной доли компании. Не менее важной целью интеграции может быть снижение взаимной конкуренции и, как результат, высвобождение части ресурсов компании. Интеграция позволяет

участникам, ранее конкурировавшим друг с другом, получить эффект снижения издержек на конкурентную борьбу. Возможен также эффект укрепления конкурентных позиций объединенной компании на рынке. Эффект подавления конкурентов через приобретение прав контроля над ними обычно связан с несогласованной интеграцией, но также может быть использован для снижения рисков ценовой конкуренции. Устранение конкурентов и монополизация рынка возможны только при соответствующих количественных и качественных параметрах рынка.

За счет объединения торговых, складских и транспортных ресурсов, а также на основе оптимизации логистических цепей и взаимодополнения сильных сторон участников происходит централизация и усиление маркетинговой инфраструктуры, прежде всего сбытовой сети, что, в свою очередь, позволяет существенно снизить затраты на маркетинг. Возможна также реализация стратегий «связанных продаж» и общих рекламных компаний. Интеграция позволяет оптимизировать процессы ценообразования (с учетом норм антимонопольного законодательства) и проводить более эффективную ценовую политику. Кроме того, слияния и поглощения часто приводят к оптимизации товарной политики и расширению ассортимента продукции за счет объединения и пересмотра ассортиментных групп компаний-участников, диверсификации продуктовой линии и производства взаимодополняющих товаров. Выход на новые отраслевые или региональные рынки также может быть важным мотивом интеграции. При этом возможен быстрый выход на новые рынки с основным товаром, а также быстрый вывод нового товара на традиционные рынки. Рост клиентской базы достигается за счет расширения рынков сбыта после интеграции. Объединение компаний, действующих на разных рынках или разных территориях, а также оптимизация работы с клиентской базой могут привести к снижению зависимости от ключевых поставщиков и клиентов и, как следствие, к получению дополнительных источников экономии. Исследование новых рынков возможно на основе формирования новых маркетинговых стратегий после интеграции. Эффект повышения имиджа компании возникает в случае интеграции с участником, обладающим известным именем, репутацией, что может способствовать взаимному обогащению участников и выходу компании на другой уровень бизнеса.

Управленческая синергия

Повышение эффективности управления происходит, как правило, на основе реструктуризации аппарата управления и ликвидации дублирующих функций после интеграции, что часто приводит к снижению затрат на управление. Повышение качества управления возможно в результате улучшения координации бизнес-процессов, а также за счет роста профессионально-квалификационного уровня сотрудников в результате интеграции. Эффект переноса компетенции и управленческих ноу-хау достигается при приобретении команды опытных менеджеров, работающих в покупаемой компании. Возможен вариант привлечения стороннего менеджмента за счет высвобождения финансовых ресурсов после интеграции. Эффект престижности масштабов достигается на основе наращивания экономической базы и последующего превращения ее в политическую власть и увеличение политического влияния в регионе. Данный эффект позволяет преодолевать законодательные барьеры и ограничения, снижать транзакционные и административные издержки управления, а также уменьшать политические риски. Совершенствование корпоративной стратегии и культуры возможно за счет командной синергии в результате объединения управленческих способностей команды.

Инновационная синергия

Использование новых технологий возможно в результате объединения ресурсов не только по позициям имущественного комплекса, но и по технологическим процессам. Повышение потенциала НИОКР связано с возможным совмещением и/или приобретением научно-исследовательских центров, а также объединением кадров, способных генерировать инновации. Снижение затрат на НИОКР может возникнуть в результате изменения структуры и оптимизации направлений НИОКР, а также за счет венчурного инвестирования в проекты, изначально ориентированные на использование технологических новинок и других результатов научных достижений. Не менее важным мотивом интеграции может стать финансирование новых НИОКР и/или разработка новых марок, ранее (до объединения) не доступных. Среди мотивов могут учитываться возможности разделения рисков по разработке новых продуктов и снижения информационной асимметричности. И, наконец, интеграция позволяет добиться получения и широкого внедрения ноу-хау участников за счет объединения, а также упрощения доступа к информации в результате интеграции, что в свою очередь дает дополнительные инновационные импульсы развития бизнеса.

Рассмотренные выше содержание и взаимосвязь мотивов М&А — это попытка максимально охватить совокупность рациональных целей и возможных эффектов корпоративной интеграции в сложной структуре синергетического эффекта. Однако необходимо отметить, что в каждой конкретной сделке в процессе принятия решений формируется своя группа мотивов, целей и ожиданий участников. Кроме того, как отмечалось выше, теория гордыни и теория агентских издержек описывает механизмы, значительно ограничивающие действие интеграционной синергии. Ожидаемый синергетический эффект могут ограничивать также факторы нестабильности глобальных, национальных и региональных рынков, институциональные изменения, политические риски и прочие внешние для бизнеса факторы. Очевидно, что даже в идеальной ситуации всесторонне просчитанного и стратегически спланированного продвижения участников М&А к достижению поставленных ими целей и эффектов, в ходе корпоративной интеграции могут происходить события и процессы, нивелирующие действие рассмотренных нами механизмов генерации синергетического эффекта и приводящие к снижению совокупной синергии и общей эффективности сделок. Анализ таких факторов выходит за рамки нашего исследования.

Следует подчеркнуть, что совокупный синергетический эффект трудно оценить количественно. По мнению автора, предложенный подход к классификации мотивов М&А может быть использован в экономическом анализе как основа для формирования различных критериев оценки эффективности интеграционных процессов.

¹ Рынок корпоративного контроля — это рынок обращения прав контроля над компанией. При этом понятие «корпоративный контроль» означает осуществление права собственности, т. е. совокупности экономических и юридических прав, дающих возможность собственникам влиять на стратегическое развитие и текущую деятельность компании.

² В данной статье понятия «М&А», «слияния и поглощения», «интеграция», «корпоративная интеграция», «интеграционные процессы» и «реструктуризация корпоративной собственности» используются в качестве синонимов.

1. *Гвардин С. В., Чекун И. Н.* Финансирование слияний и поглощений в России. М.: БИНОМ. Лаборатория знаний, 2006. 195 с.

2. *Рудык Н. Б., Семенкова Е. В.* Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. М.: Финансы и статистика, 2000. 456 с.

3. *Игнатишин Ю. В.* Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы. СПб.: Питер, 2005. 208 с.
4. *Гвардин С. В., Чекун И. Н.* Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России. М.: Питер, 2007. 187 с.
5. *Ендовицкий Д. А.* Экономический анализ слияний и поглощений. М.: КноРус, 2008. 439 с.
6. *Крыжановский В. Г.* Реструктуризация предприятия. М.: ПРИОР; ИВАКО Аналитик, 1998. 48 с.
7. Слияния и поглощения в России. URL: ReDeal Group <http://www.redeal.ru/> (дата обращения: 02.02.2010).
8. *Bradley M., Desai A., Kim E.* The Rational Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy? // Journal of Financial Economics. 1983. N 2. P. 842–852.
9. *Ван Хорн Д., Вахович Д.* Основы финансового менеджмента. 11-е изд., перераб. и доп. М.: Вильямс, 2003. 992 с.
10. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-Бизнес, 1997. 1120 с.
11. *Дженсен М., Меклинг У.* Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности // Вестн. С.-Петербург. ун-та. Серия 8: Менеджмент. 2004. № 4. С. 118–191.
12. *Roll R.* The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers // Journal of Business. 1986. N 2. P. 197–216.
13. *Иванов Ю. В.* Слияния, поглощения и разделение компаний: стратегия и тактика трансформации бизнеса. М.: Альпина Паблишер, 2001. 244 с.
14. *Лапшин П. П., Хачатуров А. Е.* Синергетический эффект при слияниях и поглощениях компаний // Менеджмент в России и за рубежом. 2005. № 2. С. 21–30.
15. *Левин А. А.* Мотивы слияний и поглощений в корпоративном секторе экономики // Слияния и поглощения. 2007. № 21. С. 32–37.
16. *Терехов В. В.* Мотивы проведения сделок по слиянию и поглощению // Экономические науки. 2007. № 8. С. 186–191.
17. *Ендовицкий Д. А., Соболева В. Е.* Мотивационный подход в анализе инвестиционной привлекательности компании — цели слияния/поглощения // Инвестиции и налогообложение. 2008. № 4. С. 3–9.
18. *Владимирова И. Г.* Слияния и поглощения // Менеджмент в России и за рубежом. 1999. № 1. С. 33–36.

Статья поступила в редакцию 6 мая 2010 г.