

Стратегия интеграции предприятий в рамках цепочки создания стоимости

В условиях, когда повсеместно формируются интегрированные структуры в рамках цепочки создания стоимости, особенно важным представляется разрешение проблемы разработки стратегии интеграции. В предлагаемой статье предложен алгоритм достижения роста стоимости группы компаний, объединенных цепочкой создания ценности, обоснованы критерии оценки стратегии интеграции, приведен расчет получения синергии в результате интеграции, с учетом вероятности успеха интеграции.

Развитие и становление отраслевых рынков происходит в несколько стадий и заканчивается интеграцией капитала в рамках цепочек создания ценности для клиента. Именно интегрированные компании являются наиболее конкурентоспособными и эффективными для развития экономики страны, особенно в условиях глобализации мировой хозяйственной системы.

Концентрация и укрупнение субъектов рынка – закономерное развитие рынка, в силу того, что интегрированные структуры наиболее эффективно преобразовывают ресурсы в конечный продукт и приводят к наибольшему росту стоимости с наименьшими затратами, наиболее полно удовлетворяя потребностям конечного потребителя продукции, услуг¹. В этом случае используется понятие «цепочка создания стоимости»² (ЦСС), которое отражает тот факт, что создание интегрированных компаний происходит за счет концентрации капитала в группе компаний³. Цепочку создания стоимости можно рассматривать в качестве единого производственно-сбытового цикла создания и продажи товара (услуги), начинающуюся у первичного поставщика (добыча и переработка материально-технических ресурсов) до конечного потребителя (завершение оборота товара в сфере личного потребления).

При этом необходимо отметить, что участник цепочки создания стоимости, концентрирующий капитал является инвестором реального сектора, а не портфельным инвестором. Эта особенность цепочки создания стоимости свидетельствует о том, что организаторы цепочки создания стоимости выступают инвесторами, которые заинтересованы в увеличении стоимости всего бизнеса⁴, а не отдельной компании. С этой целью дополнительная прибыль, которую организаторы цепочки получают за счет интеграции компаний,

¹ В итоге конкурентной борьбы рынок приходит в состояние, когда его контролируют несколько участников, т.е. к олигополии. Олигополисты как правило являются разновидностями интегрированных структур.

² Цепочка создания стоимости (пер. Value chain). Наиболее точный перевод термина «value» - «ценность». Однако в российской деловой практике чаще всего его переводят как «стоимость». В дальнейшем при использовании термина «стоимость» будем подразумевать «ценность».

³ Под интеграцией предприятий понимается согласование их деятельности на основе общей производственной стратегии, единой ценовой, маркетинговой и сбытовой политики.

⁴ Под бизнесом в контексте настоящей работы понимается группа компаний, объединенных цепочкой создания ценности для клиента. В дальнейшем бизнес и интегрированная группа компаний понимаются как синонимы.

распределяется таким образом, чтобы инвестировать развитие отдельных звеньев цепочки создания стоимости, максимально увеличивая стоимость бизнеса в целом.

В России развитие интегрированных компаний проявляется в первую очередь в растущих секторах экономики – в строительном комплексе, металлургии, нефтяной, газовой промышленности. Большинство российских предприятий в своем развитии приходит к точке, когда невозможно при существующих ресурсах – человеческих, производственных, финансовых создать дальнейший прирост выручки. Предприятие работает с максимальной отдачей в существующих условиях и с существующими ресурсами. В этом случае для роста предприятия необходима интеграция с другими участниками цепочки. Это может быть горизонтальная либо вертикальная интеграция.

Основными компаниями в этих отраслях становятся вертикально-интегрированные производственные компании (ВИПК). Постепенно интегрированные компании занимают приоритетное место и в других отраслях – машиностроении, пищевой промышленности и др., чему способствует влияние государства, которое концентрирует наиболее важные активы и создает интегрированные структуры для повышения конкурентоспособности российской промышленности.

Одной из составляющих увеличения стоимости бизнеса является его рост за счет приобретения новых предприятий и интеграции их в цепочку создания стоимости. Можно увеличивать стоимость бизнеса за счет совершенствования структуры издержек, но наибольший эффект можно получить, увеличивая масштаб бизнеса. Добиться этого можно, интегрируя отдельных субъектов рынка в общую цепочку создания стоимости и организуя их деятельность наиболее эффективным образом.

Почему инвестор-организатор цепочки создания стоимости приобретает актив? Одним из важнейших мотивов инвестирования средств в компании-участники цепочки создания стоимости выступает приобретение контроля себестоимости конечного продукта (услуги).

Объясняется это тем, что интеграция компаний ведет к повышению уровня управления всей цепочкой на основе общей стратегии развития и регулирования себестоимости по стадиям создания продукта (услуги). В частности, создавая интегрированную группу компаний, инвестор получает возможность управлять сложившимися договорными отношениями участников, таким образом, чтобы уменьшить себестоимость конечной продукции.

Таким образом, инвестор не просто инвестирует финансовые средства в сторонние ликвидные активы с целью получения доходов от компании (как это делает портфельный инвестор), но увеличивает стоимость других участников группы компаний, создавая продукт/услуги посредством данного актива. Именно поэтому инвестор развивает только тех участников цепочки создания ценности, которые входят в его цепочки создания стоимости и повышают стоимость бизнеса в целом.

Почему отдельные предприятия заинтересованы в том, чтобы стать участником интегрированной группы компаний? Дело в том, что субъекты

рынка с малым масштабом деятельности, действующие изолированно, не могут составлять конкуренцию более крупным участникам и интегрированным структурам по ряду причин. Прежде всего, изолированные предприятия участвуют только в ограниченном звене цепочки создания ценности и потому зависимы от продаж товаров (услуг) конечным потребителям (для поставщиков), а также от поставщиков (при продаже конечным покупателям). В любом случае изолированное предприятие ограничено доступом к ресурсам и не имеет эффективных рычагов снижения себестоимости. Таким образом, у изолированных участников рынка остается только один выбор – максимально увеличить стоимость компании и войти в интегрированную цепочку создания стоимости. Это касается не только мелких, но и крупных участников рынка, которые, оценивая тенденции и прогнозы своего развития, уходят с рынка, реструктурируя свои активы. В качестве примера можно привести ЗАО «Интеко», собственники которого продали производственные активы, которые приносили меньше добавленной стоимости и сконцентрировались на рынке коммерческой недвижимости, формируя цепочку создания стоимости не только в сфере реализации объектов недвижимости, но и их создания.

В условиях, когда повсеместно формируются интегрированные структуры в рамках цепочки создания стоимости, особенно важным представляется разрешение проблемы разработки стратегии интеграции.

Такие авторы как Фостер Рид С., Рид Лажу А., Патрик А. Гохан, Рудык Н.Б., Радыгин А.Д., Асаул А.Н. в своих работах описывают природу и механизмы интеграции и стратегии поведения предприятий на современных рынках товаров/услуг. Но во многом описания механизма формирования стратегий носят неполный характер. Прежде всего, стратегии предприятия описываются с помощью различных методов экспертного характера. Примером экспертного подхода может служить Метод WOFC (Wheel of Opportunity/Fit Chart — WOFC) «колесо возможностей/таблица соответствия» — метод поэтапного создания стратегического плана, описанный Фостер Рид С. и Рид Лажу А.⁵. Использование данной методики позволяет дать качественную оценку вариантов стратегии, вне связи с цепочкой создания стоимости. Аналогичное замечание относится к таким инструментам разработки стратегии предприятия, как матрица БКГ, матрица МакКинси, сбалансированная система показателей и стратегические карты, матрица SWOT, ключевые факторы успеха и др. поскольку не решают проблемы описания алгоритма разработки стратегии интеграции предприятия в цепочку создания стоимости.

Названные методы могут быть использованы в качестве составной части стратегии интегрированных структур, дополняющей количественные методы.

Алгоритм разработки стратегии предприятия в условиях интеграции в рамках цепочки создания стоимости

Рассмотрим алгоритм создания стратегии вертикальной интеграции в группе компаний, объединенных цепочкой создания стоимости и создающих

⁵ Рид С.Ф., Лажу А.Р. Искусство слияний и поглощений / Пер. с англ. – 3-е изд. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007, стр. 37

синергетический эффект. Под синергией в данном случае понимается – дополнительная премия, получаемая вследствие упорядоченности системы. Природа синергии выражается в уменьшении неопределенности деятельности. При этом синергия и упорядоченность системы находятся в прямо пропорциональной зависимости: упорядоченность тем больше, чем меньше неопределенность в поведении участников системы. Неопределенность в поведении участников системы уменьшается с уменьшением числа участников системы. Число участников системы уменьшается посредством интеграции участников.

Например, после интеграции взаимодействие двух предприятий, находящиеся в разных звеньях ЦСС будет отличаться большей эффективностью в силу увеличения упорядоченности системы: построения единых бизнес-процессов интегрирующихся предприятий, применения единых информационных систем. В силу того, что коммуникации между сотрудниками интегрирующихся предприятий становятся теснее, решение вопросов в процессе деятельности предприятий происходит быстрее и качественнее. Работники предприятий объединяются общими целями, стратегией, корпоративной культурой.

Это приводит в действие следующие факторы синергии:

1. Снижение издержек взаимодействия.
2. Увеличение эффективности использования активов.

Вертикальная интеграция проявляется в развитии цепочек создания стоимости (Рисунок 1).

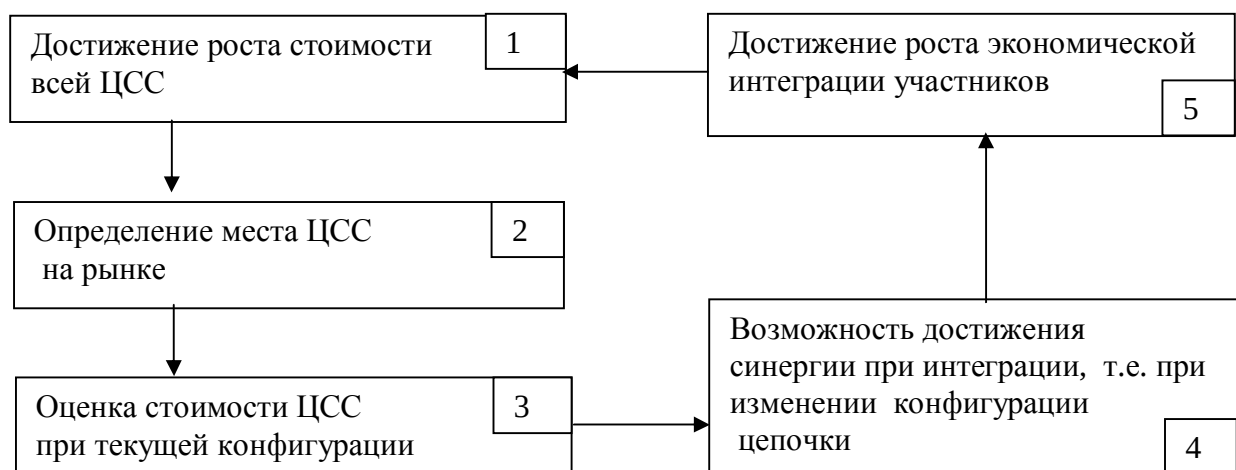


Рисунок 1. Создание максимальной стоимости ЦСС

Алгоритм создания стратегии предприятия в условиях процессов интеграции включает несколько этапов:

1. Определение места предприятия в матрице интеграционных возможностей
2. Расчет Коэффициента интеграции
3. Расчет экономического эффекта интеграции
4. Расчет синергетического эффекта

Предлагаемый алгоритм объединяет в себе матричный анализ, широко используемый в стратегическом менеджменте, применение статистических методов, а также использование финансовых показателей деятельности предприятия.

1. Определение места предприятия в матрице интеграционных возможностей

В основе матричного анализа интеграционных возможностей предприятия лежит взаимосвязь, между эффективностью, ростом и стоимостью предприятия, предложенная Нортон и Капланом, в виде стратегической карты предприятия. В основе стратегической карты предприятия лежит увеличение стоимости предприятия. Данная цель достигается двумя путями - через достижение эффективности и роста.

Прирост эффективности означает сокращение затрат и/или увеличение рентабельности продаж. Рост масштаба деятельности означает рост выручки за счет появления новых рынков сбыта, продаж большого объема продукции в результате интеграции.

Допустим, что рост масштабов деятельности осуществляется независимо от изменения эффективности, которая характеризуется соотношением издержек и прибыли в выручке. Таким образом, принимаем, что при изменении эффективности выручка остается неизменной.

Фактором изменения выручки выступает внешняя среда. Примером может служить строительный комплекс, где за последние года прирост прибыли девелоперов составлял постоянно больше 100%. При этом действовал следующий механизм: цены на жилье увеличивались за счет рыночного спроса, при этом себестоимость одного квадратного метра жилья оставалась той же, либо незначительно изменялась. Переменные издержки росли незначительно, либо не так быстро как выручка. В итоге даже неэффективное предприятие за счет роста объемов продаж становится прибыльным и растущим. Благоприятная конъюнктура имеет циклический характер, и может привести к ловушке: как только благоприятная экономическая конъюнктура заканчивается предприятие быстро уходит за грань рентабельности.

Взаимосвязь эффективности и роста носит двойственный характер: с одной стороны роста невозможно достичь без должного уровня эффективности, с другой стороны повышение эффективности невозможно без достижения необходимого уровня роста. Матрица интеграционных возможностей описывает интеграционные возможности предприятия в координатах роста и эффективности (Таблица 1).

В матрице обозначены 4 зоны прироста в соответствующих квадрантах.

Квадрант 1 = «Роста масштаба деятельности нет, прирост эффективности есть». У предприятия недостаточно ресурсов для интеграции, но оно имеет потенциал роста эффективности. Для этого предприятие снижает затраты, увеличивает рентабельность за счет внутренних возможностей. В данном квадранте предприятие является мишенью для поглощения.

Предприятию необходимо перейти в квадрант 3, чтобы максимизировать свою стоимость.

Таблица 1. Матрица интеграционных возможностей

Прирост Эффективности	Рост масштаба деятельности	
	Нет	Есть
Есть	1	4
Нет	2	3

Квадрант 2. = «Роста масштаба деятельности нет, прироста эффективности нет». Предприятие не увеличивает эффективность и ресурсов для осуществления интеграции у предприятия нет. В такой ситуации предприятие является мишенью для поглощения по минимальной цене. Предприятию необходимо переходить в квадрант 1, чтобы наращивать эффективность, увеличивать ресурсы и свою стоимость.

Квадрант 3. = «Рост масштаба деятельности есть, прироста эффективности нет». Предприятие имеет низкую рентабельность, отсутствует прирост эффективности. При этом существует прирост выручки за счет интеграционных возможностей. Предприятие использовало все возможности увеличения эффективности, прирост выручки возможен за счет интеграционных возможностей.

Квадрант 4. = «Рост масштаба деятельности есть, прирост эффективности есть». Целевое положение предприятия в результате реализации стратегии. Накопив финансовые ресурсы, предприятие имеет возможности для прироста эффективности и дальнейшего роста.

Оптимальный квадрант для продажи предприятия – 3, по причине достижения предела эффективности и максимальной стоимости при существующей структуре ресурсов. Для покупки предприятий – 4, в силу того, что у предприятия имеются достаточные финансовые ресурсы для осуществления интеграции и контроля других участников ЦСС, а также резервы роста эффективности.

Квадранты 1 и 2 являются неоптимальными для осуществления интеграции, поскольку, неэффективно использовать финансовые ресурсы на покупку других предприятий, когда покупатель находится в зоне низкой рентабельности и не имеет финансовых ресурсов. Продавать предприятия также неэффективно, потому что максимальная стоимость предприятия не достигнута.

2. Расчет коэффициента интеграции

Коэффициент интеграции показывает вероятность успеха интеграционных процессов с точки зрения получения синергии. Наиболее вероятным представляется успех в получении синергии у предприятий максимально взаимодействующих друг с другом. Это происходит в случае, когда поставщик

составляет наибольший удельный вес в закупках для данного передела в группе компаний, а выручка от группы компаний составляет максимальную долю в выручке поставщика. **Активное взаимодействие между предприятиями свидетельствует о снижении издержек взаимодействия. Т.е. у предприятий с максимальными долями выручки и издержек друг друга до начала интеграции уровень издержек взаимодействия ниже, чем у всех остальных, что и выражает более высокую вероятность получения синергии в результате интеграции.**

Если рассматривать Коэффициент интеграции с математической точки зрения, то он представляет собой вероятность, т.е. количество благоприятных исходов, отнесенное к общему количеству исходов. Количество благоприятных исходов – это доля выручки либо затрат в общей выручке или затратах. Перемножая вероятности, получаем вероятность наступления обоих событий, которая и показывает вероятность достижения успеха интеграции предприятий. Таким образом, Коэффициент интеграции является вероятностью достижения синергии исходя из ретроспективного опыта взаимодействия интегрируемых структур.

Таблица 2. Расчет Коэффициента интеграции

Группа компаний	Поставщик										
	Выручка Затраты	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
	10%	0,01	0,02	0,03	0,04	0,05	0,06	0,07	0,08	0,09	0,10
	20%	0,02	0,04	0,06	0,08	0,10	0,12	0,14	0,16	0,18	0,20
	30%	0,03	0,06	0,09	0,12	0,15	0,18	0,21	0,24	0,27	0,30
	40%	0,04	0,08	0,12	0,16	0,20	0,24	0,28	0,32	0,36	0,40
	50%	0,05	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30	0,35	0,40	0,45	0,50
	60%	0,06	0,12	0,18	0,24	0,30	0,36	0,42	0,48	0,54	0,60
	70%	0,07	0,14	0,21	0,28	0,35	0,42	0,49	0,56	0,63	0,70
	80%	0,08	0,16	0,24	0,32	0,40	0,48	0,56	0,64	0,72	0,80
	90%	0,09	0,18	0,27	0,36	0,45	0,54	0,63	0,72	0,81	0,90
	100%	0,10	0,20	0,30	0,40	0,50	0,60	0,70	0,80	0,90	1,00

3. Расчет экономического эффекта интеграции

Существует три потенциальных источника экономического эффекта интеграции:

- 1) прямое сокращение операционных расходов;
- 2) экономия за счет увеличения объема;
- 3) сокращение затрат на капитал.

Расчет экономии предполагает учет *величины экономии, вероятности и времени.*

Величина экономии рассчитывается исходя из Экономии на постоянных издержках, Экономии за счет объема, Финансовой экономии. Вероятность

получения синергии рассчитывается с использованием экспертного метода, либо методов имитационного моделирования, метода сценариев, Монте-Карло. Получение выгод по времени влияет на стоимость получаемых выгод. Чем далее по времени отстоит получение выгод, тем ниже ценность этих выгод.

1) Прямое сокращение операционных расходов

Этот эффект достигается тем, что в интегрированной структуре создаются службы, которые исключают дублирование работ. Например, в управляющей компании интегрированной структуры концентрируются обслуживающие подразделения (финансы, маркетинг), которые помогают исключить загрузку дополнительных работников отдельных компаний-участников интегрированной компании. Из некоторых отделов, могут образовываться отдельные предприятия. Например, в строительстве, может выделяться в отдельное предприятие механизация (предприятие, владеющее и эксплуатирующее технический парк машин) для обслуживания нескольких подрядчиков, объектов, IT-предприятие для предоставления информационных услуг, компания-перевозчик для оказания транспортных услуг всем участникам интегрированной структуры.

Таким образом, за счет сокращения однородных работ, действий, бизнес-процессов в каждой компании-участнике интегрированной структуры и концентрации однородных работ в отдельной организации обеспечивается экономия в основном постоянных затрат (как правило однородные функции относятся к постоянным затратам). Можно выделить первый вид экономии, который достигается в интегрированной структуре – экономия за счет сокращения постоянных затрат за счет нивелирования однородных видов работ и концентрации их в управляющей компании, либо в отдельных предприятиях.

$$E_1 = \sum C_1 - \sum C_0$$

E_1 - экономия за счет сокращения однородных функций в результате объединения предприятий в вертикально-интегрированную структуру

C_1 - затраты на однородные функции при самостоятельном существовании фирм, входящих в цепочку

C_0 - затраты на те же функции после объединения участников

2) Экономия за счет увеличения объема

Этот вид экономии позволяет максимально снизить себестоимость продукции в цепочке посредством максимальной загрузки участников цепочки. Эффект от максимальной загрузки здесь будет зависеть от структуры издержек: чем больше доля постоянных издержек в выручке, тем большую экономию за счет увеличения объема можно достигнуть, по причине того, что при увеличении объема постоянные издержки не изменяются, а переменные издержки увеличиваются пропорционально объему. Таким образом, при увеличении выручки уменьшается доля постоянных издержек и одновременно увеличивается рентабельность продаж.

Также, экономия за счет увеличения объема напрямую зависит от того, какую долю выпуска поставляют участники последующим участникам в цепочке. Если весь произведенный продукт каждого участника потребляется

внутри цепочки, то эффект экономии будет максимальным, потому что у участника, который потребляет продукты/услуги по сниженной цене возникает дополнительная экономия переменных издержек за счет уменьшения затрат на материалы/услуги, напрямую связанных с производством товаров/услуг. Если даже малая доля продуктов/услуг поставляется на сторону, то эффект экономии будет неполным.

$$E_2 = (p - v) \cdot (q_1 - q_0)$$

E_2 - экономия от увеличения объема;

q_0 - объем выпуска/оказания услуг в базовом периоде, до интеграции;

q_1 - увеличенный объем выпуска в настоящем периоде за счет интеграции;

p - цена единицы продукции/услуги;

v - средние переменные издержки.

3) Сокращение затрат на капитал

Эффект достигается посредством снижения затрат на капитал. При объединении активов стоимость заемного капитала снижается вследствие увеличения активов, удешевления кредитных источников, стоимость собственного капитала снижается вследствие изменения требований акционеров к доходности акционерного капитала.

$WACC = (\text{Стоимость собственного капитала} \cdot \text{Доля собственного капитала} + \text{Стоимость заемного капитала} \cdot \text{Доля заемного капитала})$

$$E_3 = E_{\text{ДП}} + E_{\text{ТС}}$$

$$E_{\text{ДП}} - \text{экономия дисконтированного денежного потока} = \frac{D_2 \cdot WACC_1 - D_1 \cdot WACC_2}{WACC_1 \cdot WACC_2}$$

$$E_{\text{ТС}} - \text{экономия терминальной стоимости}^6 = \frac{D_2 \cdot \frac{WACC_1 - t}{1 + WACC_1} - D_1 \cdot \frac{WACC_2 - t}{1 + WACC_2}}{\frac{WACC_1 - t}{1 + WACC_1} \cdot \frac{WACC_2 - t}{1 + WACC_2}}$$

D_1 - Денежный поток для стоимости капитала $WACC_1$ - начальная стоимость капитала

D_2 - Денежный поток для стоимости капитала $WACC_2$ - стоимость капитала при изменении требований акционеров к доходности капитала, при изменении стоимости кредитных ресурсов

D_1 - Денежный поток для расчета терминальной стоимости, для стоимости капитала $WACC_1$ - начальная стоимость капитала

D_2 - Денежный поток для расчета терминальной стоимости, для стоимости капитала $WACC_2$ - стоимость капитала при изменении требований акционеров к доходности капитала, при изменении стоимости кредитных ресурсов

⁶ Терминальная стоимость - стоимость актива или целой компании на определенный момент времени в будущем.

Учет времени при расчете экономии происходит посредством применения дисконтирования. Экономия от сокращения расходов и увеличения доходов дисконтируется с применением в качестве ставки дисконтирования WACC интегрированной структуры.

В связи с тем, что управление финансами и стратегией осуществляет управляющая компания, представляется правильным концентрация всей экономии с последующим распределением в соответствии со среднесрочным планом развития всей компании. В качестве критерия эффективности инвестирования средств внутри цепочки создания стоимости можно взять величину чистой текущей стоимости экономии. Если экономия появившаяся в результате инвестирования средств окупит произведенные затраты, то инвестирование средств возможно. Целесообразно инвестировать средства, если внутренняя норма доходности проекта выше, чем процент банковского депозита.

Существует прогноз спроса на конечный продукт, отталкиваясь от которого управляющая компания планирует свои инвестиции в участников. Здесь необходимо отметить, что прибыль необязательно распределяется между участниками на 100%. В зависимости от состояния рынка, складывающегося спроса, компания может инвестировать средства в потребителей товара (например, в ВИПК может входить банк, для потребительского и ипотечного кредитования населения), может распределить прибыль между акционерами.

Когда акционеры принимают решение о выплате дивидендов, прироста стоимости компании не происходит. В случае инвестирования в участников или потребителей происходит прирост стоимости. Поэтому можно рассматривать только два направления распределения прибыли, накопленной в управляющей компании. Вопрос об инвестировании в клиентов или участников цепочки можно решить с помощью величин предельной полезности инвестирования. Если предельная полезность инвестирования в участников больше, чем в клиентов принимается решение об инвестировании в участников и наоборот. Если предельная полезность инвестирования в участников и клиентов одинакова, то выбор осуществляется по правилам кривой безразличия.

4. Расчет синергетического эффекта

Рассчитав суммарную Экономическую эффективность, мы можем вычислить Дополнительную стоимость предприятия, которую можем получить от интеграции:

Синергетический эффект = Коэффициент интеграции * Экономическая эффективность интеграции.

Выводы:

1. В настоящее время нет экономического обоснования интеграции. Отсутствуют практические рекомендации по расчету экономического эффекта интеграции
2. Предложен алгоритм достижения роста стоимости группы компаний, объединенных цепочкой создания ценности
3. Обоснованы критерии оценки стратегии интеграции. К ним относятся прирост эффективности и рост масштаба деятельности.

4. Приведен расчет получения синергии в результате интеграции, с учетом вероятности успеха интеграции.

Список использованной литературы

1. Асаул А.Н., Скуматов Е.Г., Локтева Г.Е. Предпринимательские сети в строительстве / Под ред. д.э.н., проф. А.Н. Асаула. – Спб.: «Гуманистика», 2005
2. Патрик А.Гохан. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Пер. с англ. – 3-е изд. – М.:Альпина Бизнес Букс, 2007
3. Радыгин А.Д. Эволюция форм интеграции и управленческих моделей: опыт крупных российских корпораций и групп / Российский журнал менеджмента №4 2004, стр. 35-58
4. Рид С.Ф., Лажу А.Р. Искусство слияний и поглощений / Пер. с англ. – 3-е изд. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007
5. Рудык Н.Б. Конгломеративные слияния и поглощения: Книга о пользе и вреде непрофильных активов: Учеб.-практич. Пособие. – М.: Дело, 2005