

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ СЛИЯНИЙ / ПОГЛОЩЕНИЙ КОМПАНИЙ



**ЕНДОВИЦКИЙ
ДМИТРИЙ АЛЕКСАНДРОВИЧ**

Проректор по экономическому развитию и инновациям Воронежского государственного университета, заведующий кафедрой экономического анализа и аудита, доктор экономических наук, профессор, лауреат федерального уровня Всероссийского конкурса «Профессиональная команда страны» в номинации «Наука, образование, культура». Автор монографий, учебников и учебных пособий, опубликованных в издательствах «ЮНИТИ-ДАНА», «Финансы и статистика», «КНОРУС», «Экономистъ», «Проспект»



**СОБОЛЕВА
ВАЛЕРИЯ ЕВГЕНЬЕВНА**

Кандидат экономических наук, финансовый аналитик НП «Консультативный совет по корпоративному образованию, инновациям и бизнесу», преподаватель Учебно-методического центра профессиональных бухгалтеров, аудиторов и налоговых консультантов Воронежского государственного университета, лауреат премии по поддержке талантливой молодежи Минобрнауки РФ, лауреат конкурса, проводимого Благотворительным фондом В.Потанина, эксперт по проведению слияний/поглощений компаний



9 785859 719372

Д. А. Ендовицкий
В. Е. Соболева

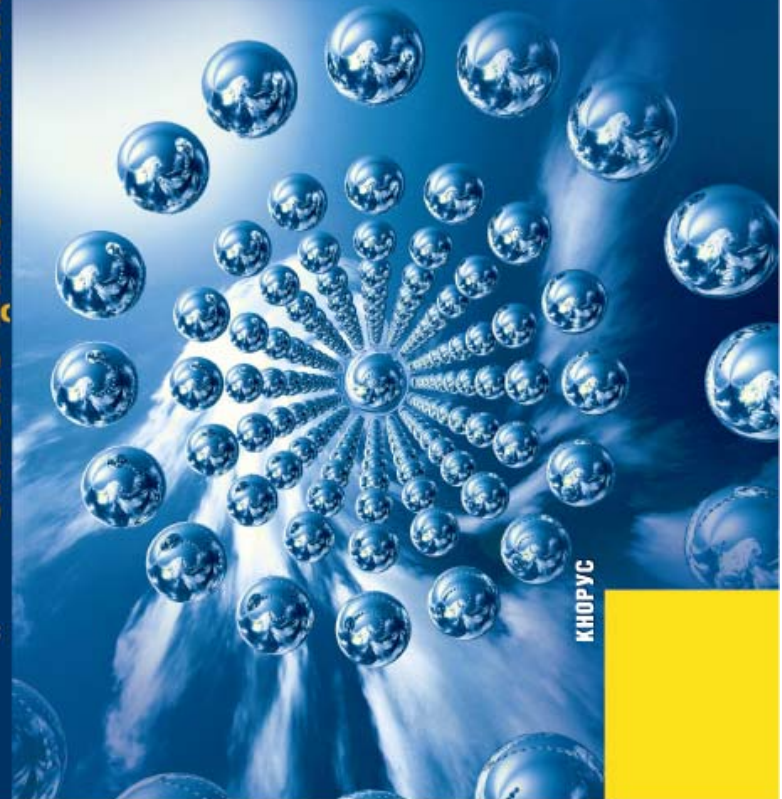
**ЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ
СЛИЯНИЙ / ПОГЛОЩЕНИЙ
КОМПАНИЙ**

КНОРУС

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ слияний / поглощений компаний

УЧЕБНОЕ
ПОСОБИЕ

Д. А. Ендовицкий
В. Е. Соболева



КНОРУС

Д.А. Ендовицкий
В.Е. Соболева

Экономический анализ слияний/поглощений компаний

D.A. Endovitsky
V.E. Soboleva

Financial analysis of mergers and acquisitions

 ИНОРУС · МОСКВА · 2008

УДК 330
ББК 65.053
Е62

Рецензенты:

Ю.И. Грецевский, заведующий кафедрой экономики и управления организациями Воронежского государственного университета, д-р экон. наук, проф.

В.В. Кузьмин, генеральный директор ООО «Воронежская инвестиционная палата»

Ендовицкий Д.А.

Е62 Экономический анализ слияний/поглощений компаний : научное издание / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева. — М. : КНОРУС, 2008. — 448 с.

ISBN 978-5-85971-937-2

Раскрываются теоретические и прикладные проблемы экономического анализа слияний/поглощений компаний. С использованием инструментария инвестиционного анализа, корпоративного аудита и современных концепций финансовой теории представлена методика интеграционного анализа. Отдельное внимание уделено оценке стратегических интересов поглощающей компании, анализу инвестиционной привлекательности компании-цели, специфике корпоративного контроля. Все положения методики прошли апробацию в российских промышленных организациях, находящихся в процессе слияния/поглощения. Информационная база соответствует требованиям отечественных и международных стандартов финансовой отчетности, составлена с учетом последних изменений в гражданском и налоговом законодательстве.

Издание может быть использовано в процессе чтения дисциплин «Комплексный экономический анализ хозяйственной деятельности», «Инвестиционный анализ», «Финансовый менеджмент» по специальности «Бухгалтерский учет, анализ и аудит» для подготовки бакалавров и магистров по направлению «Экономика». Будет полезным источником информации при написании курсовых и дипломных работ, магистерских и кандидатских диссертаций по проблематике финансово-инвестиционной деятельности.

Для учетно-финансовых работников организаций, финансовых аналитиков и менеджеров, преподавателей и студентов экономических вузов, а также слушателей учебно-методических центров аттестации профессиональных бухгалтеров, финансовых менеджеров и аудиторов.

УДК 330
ББК 65.053

ISBN 978-5-85971-937-2

© Ендовицкий Д.А., Соболева В.Е., 2008
© ЗАО «КноРус», 2008

ОГЛАВЛЕНИЕ

ПРЕДИСЛОВИЕ

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ПОЛОЖЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ КОМПАНИЙ.

- 1.1. Сущность, экономические причины и классификация сделок слияния / поглощения
- 1.2. Анализ состояния и тенденций развития процессов слияний и поглощений в Российской Федерации
- 1.3. Оценка возможности и целесообразности слияний и поглощений на различных этапах жизненного цикла компаний. Классификация рисков M&A
- 1.4. Сущность и содержание системы интеграционного (экономического) анализа хозяйствующих субъектов

ГЛАВА 2. ИНФОРМАЦИОННОЕ И ПРАВОВОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ КОМПАНИЙ

- 2.1. Систематизация правовой базы экономического анализа слияний и поглощений компаний, оценка ее достаточности и адекватности
- 2.2. Раскрытие актуальных вопросов слияния и поглощения компаний в отечественных и международных стандартах учета
- 2.3. Проблемы представления в финансовой отчетности компании информации о сделках слияния / поглощения
- 2.4. Источники информационного обеспечения анализа слияний и поглощений компаний

ГЛАВА 3. РАЗРАБОТКА ОРГАНИЗАЦИОННО-МЕТОДИЧЕСКИХ ПОЛОЖЕНИЙ ЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ КОМПАНИЙ

- 3.1. Система показателей экономического анализа слияний и поглощений компаний
- 3.2. Анализ инвестиционной привлекательности компании-цели слияния / поглощения с позиций мотивационного подхода
- 3.3. Анализ эффекта и эффективности слияния / поглощения компаний

ПРИЛОЖЕНИЯ

- Приложение 1. Основные определения сделок M&A
- Приложение 2. Мотивация сделок M&A

Приложение 3. Сравнительная характеристика основных форм интеграции.	
Приложение 4. Обзор некоторых современных тенденций рынка M&A	
Приложение 5. Качественный анализ возможностей компании на различных этапах ее жизненного цикла (в соответствии с классификацией ЖЦО)	
Приложение 6. Информационная база анализа хозяйствующих субъектов	
Приложение 7. Бухгалтерская финансовая отчетность компании ОАО «Заво	
Приложение 8. Методические подходы, которые могут быть использованы в анализе инвестиционной привлекательности компании-цели	
Приложение 9. Методика анализа инвестиционной привлекательности компании-цели	
Приложение 10. Аналитические таблицы, используемые при расчете эффекта и эффективности M&A	
Приложение 11. Выездная налоговая проверка реорганизуемого акционерного общества	
Приложение 12. Документальное сопровождение основных этапов реорганизации	
Conclusion.....	
Литература.....	

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Под влиянием факторов научно-технического прогресса важной тенденцией экономического развития на современном этапе стала экономическая глобализация, имеющая две формы: глобализация рынков и глобализация производства – что повлекло за собой ускорение темпов роста интеграционных процессов, являющихся важнейшим механизмом выживания компаний в условиях быстро меняющейся бизнес-среды. Ярким проявлением интеграционных процессов являются слияния и поглощения компаний, мотивируемые получением в ходе объединения дополнительных конкурентных преимуществ посредством достижения эффекта синергии, уравнение которой можно записать в виде формулы: $2+2=5$ (авторы синергической теории - Бредли, Десаи, Ким).

Как отмечает Хакен, первым обобщивший знания о синергетике, действие синергического эффекта (СЭ) в первую очередь направлено на качественное изменение всей системы, изменение условий, структуры и механизма взаимодействия ее элементов; вследствие этих изменений происходит рост количественных показателей функционирования. Изучение различных систем позволило установить некоторые особенности возникновения и появления синергического эффекта: 1) СЭ наблюдается только в сложных системах, не находящихся в состоянии устойчивого равновесия; 2) появление возможно только в самоорганизующихся системах, то есть системах, способных на установление согласованного внутреннего взаимодействия без внешнего управляющего воздействия; 3) для возникновения СЭ требуется кооперативное взаимодействие большого числа элементов системы, вероятность проявления синергии выше в крупных системах; 4) для возникновения синергизма необходимо кооперативное взаимодействие между элементами системы, объединяющие факторы их успешного взаимодействия, наличие уникальных свойств и функций, сочетание которых расширяет возможности элементов.

С нашей точки зрения, каждая компания представляет собой сложную систему, ориентированную на стратегическое развитие, состоящую из определенной совокупности тесно взаимосвязанных между собой элементов, востребованность которых определяется задачами и условиями осуществления интеграционных процессов.

Исходя из этой предпосылки, мы делаем вывод: слияния и поглощения являются механизмами объединения многоэлементных систем, находящихся во взаимосвязи и взаимозависимости от факторов внешней среды, в результате которого образуется более сложная система с новыми количественными и качественными характеристиками, обусловленными изменениями в структуре, взаимосвязях составляющих ее элементов, что, в свою очередь, определяет новый характер взаимоотношений с внешней средой.

Ряд авторов (Лапшин П.П., Хачатуров А.Е.) считают, что при слияниях / поглощениях (жесткой интеграции) синергический эффект не возникает, он характерен для «мягких» форм. Данный вывод, как было нами установлено в ходе анализа современных тенденций рынка корпоративного контроля, во многом подтверждается на практике. Согласно статистике, 51% компаний не достигают намеченных целей, сделки М&А оказываются неэффективны. На протяжении десятилетий экономисты всего мира занимаются этой проблемой. Были выдвинуты ряд гипотез («теория гордыни» (автор- Ричард Ролл), теория агентских издержек (авторы: М. Дженсен и В. Маклин)), объясняющие причины неудачных слияний и поглощений. Следует заметить, что в основном все исследования ведутся в области менеджмента. При этом, на наш взгляд, недооцененными остаются вопросы учетно-аналитического сопровождения сделок слияния / поглощения, которые, мы полагаем, играют ключевую роль, так как любая стратегия строится на основе результатов анализа внешних и внутренних факторов, анализ, в свою очередь, невозможен без информационного обеспечения, в котором значительный удельный вес занимают учетные данные.

В рамках монографического исследования нами предложены разработки в области теоретико-методологических и организационно-практических положений экономического анализа слияний / поглощений компаний, ориентированные на обеспечение принятия взвешенных управленческих решений в ходе разработки и обоснования стратегии интеграции, а также ее реализации и оценки результатов применения, учитывающие особенности отечественной бизнес- и правовой среды, состояния и тенденций развития бухгалтерского учета и отчетности.

В процессе исследования мы в первую очередь уточнили и систематизировали понятийный аппарат М&А, выявили специфику интеграционных процессов.

На основе систематизации взглядов, касающихся понятий «интеграционный процесс», «слияние / поглощение», проанализировав особенности сделок М&А (мотивы, цели, влияющие факторы, критерии признания, с точки зрения юридического, бухгалтерского, экономического подходов), мы сформулировали собственное определение: процессы слияния / поглощения –

- на уровне хозяйствующего субъекта: являются частью корпоративной стратегии компании, обусловлены воздействием внешних (глобализация и макроэкономические сдвиги) и внутренних импульсов (стремление к получению конкурентных преимуществ (усиление позиции на рынке, рост доходности, активное участие в переделе основных доходов рынка)); представляют собой интеграционные процессы, механизмами реализации которых могут быть реорганизация, реструктуризация, инвестирование; сопровождаются централизацией функций управления и корпоративного контроля;
- на уровне макроэкономики: М&А – динамично развивающаяся мировая тенденция консолидации активов и концентрации производственной деятельности.

В рамках монографии нами предложена классификация факторов, влияющих на динамику и характер процессов М&А. Мы выделили две основные группы: внешние и внутренние. Внешние, в свою очередь систематизировали по трем уровням: макро-, мезо- и микроуровень. Данный подход, на наш взгляд, значим для целей прогнозирования и минимизации рисков М&А, которые, как было выявлено нами в ходе анализа современных тенденций развития интеграционных процессов на мировом и страновом уровне, остаются высокими. Мы выделили две группы рисков М&А: специфические риски (характерные для конкретного этапа жизненного цикла организации) и общие. При этом общие риски классифицировали на риски компании-«жертвы», риски «агрессора» и общие для «жертвы» и «агрессора» риски. Помимо уточнения экономической природы и сущности интеграционных процессов провели анализ возможности, целесообразности, эффективности,

рискованности проведения компанией сделки слияния / поглощения с учетом такого фактора как жизненный цикл организации (ЖЦО), взяв за основу междисциплинарный подход. Выделили на каждом из этапов ЖЦО «точки контроля» (в рамках бухгалтерской и финансовой аналитических парадигм), с целью обеспечения принятия взвешенного решения о возможности, целесообразности слияния / поглощения компанией-инициатором М&А, обоснования рисков объединения.

Нами предложена и обоснована концепция интеграционного (экономического) анализа хозяйствующих субъектов, базирующаяся на принципах системности и комплексности. Исследование существующих подходов к анализу сделок слияния / поглощения компаний позволило выявить и учесть их недостатки, основным из которых, на наш взгляд, является недооценка особенностей сделок М&А, к которым мы относим:

- комплексный характер;
- наличие нескольких субъектов сделки, интересы которых могут быть разнонаправлены, что порождает различие в стратегиях поведения, фактор, который должен учитываться при разработке аналитических процедур;
- сложная экономическая природа сделок: объектом инвестирования выступает не просто отдельный актив, а предприятие как хозяйствующий субъект, осуществляя вложения в который, преследуется цель не только получения прибыли, но, прежде всего, роста капитализированной стоимости компании с целью получения конкурентных преимуществ, определение которых исходит из оценки особенностей внешней среды. Данный вывод влечет за собой многоаспектность анализа;
- на наш взгляд, также важно отметить такой момент, как объединение различных организационных структур, производственных, кадровых потенциалов, что требует изначального выявления их особенностей, оценки целесообразности данного объединения для обеих сторон;
- многоэтапность сделок М&А: наличие предынтеграционной, интеграционной и постинтеграционной стадий – каждой из которых соответствует свой набор целей;
- характер объединения: дружественный или враждебный – что влияет на полноту информационной базы обоснования управленческих решений.

Выделенные особенности сделок М&А определяют специфику анализа слияний и поглощений:

- наличие как минимум трех объектов анализа: компания-поглотитель (в случае слияния — компания 1), компания-цель (компания 2) и объединенная компания;

- выделение трех обособленных этапов анализа, обусловленное логикой интеграционного процесса (стадий предынтеграции, интеграции, постинтеграции);

- содержание анализа на предынтеграционной стадии М&А во многом определяется мотивом интеграции; влияние оказывает и такой фактор, как характер М&А (дружественный или враждебный);

- комплексный характер: сочетание различных видов анализа (по источникам информации и категориям пользователей — внешнего и внутреннего финансово-инвестиционного, операционного (производственного) анализа; по временному признаку — ретроспективного, оперативного, перспективного).

Общую цель ИЭА, с учетом данного нами определения процессов слияния / поглощения, на наш взгляд, можно сформулировать следующим образом: оценка влияния интеграционного процесса на рыночную стоимость хозяйствующих субъектов – участников интеграции. Однако, учитывая сложность процесса интеграции, мы полагаем, следует определить цель ИЭА для каждой стадии М&А. Предлагаем следующее определение:

Цель экономического анализа слияний / поглощений хозяйствующих субъектов состоит:

- на предынтеграционной стадии - в определении объективной потребности, целесообразности, возможности, рискованности, результативности интеграционного процесса - для компании-поглотителя; обосновании инвестиционной привлекательности - в отношении компании-цели; в формировании аналитической информации для разработки стратегии слияния / поглощения.

- на стадии интеграции – в своевременном выявлении факторов, способных повлечь отклонения от разработанной стратегии М&А, прогнозируемых значений эффективности интеграционного процесса;

- на постинтеграционной стадии – в оценке эффективности слияния / поглощения, определении стратегической эффективности объединенной компании.

Необходимость дифференциации целей, задач, объектов анализа по стадиям интеграционного процесса обуславливает выделение этапов ИЭА: первый этап ИЭА - прогнозный анализ интеграционных процессов (на стадии оценки целесообразности проведения М&А, стадии прединтеграции); второй этап - оперативный анализ интеграции (на стадии объединения); третий этап - ретроспективный анализ результатов интеграции (на постинтеграционной стадии). Как и стадии интеграции, этапы ИЭА связаны между собой.

Учитывая особенности ИЭА, мы дали следующее определение:

Интеграционный анализ представляет собой четырехуровневую систему аналитических процедур, позволяющих дать ретроспективную, оперативную и прогнозную оценку финансово-хозяйственной, инвестиционной, интеграционной деятельности компаний — объектов анализа, в соответствии с заданной целевой функцией на каждой стадии интеграции, в рамках обоснования решений стратегического, оперативного и тактического характера.

Нами выделены следующие задачи ИЭА:

- провести комплексную оценку целесообразности проведения М&А;
- определить критерии инвестиционной привлекательности компании-цели М&А;
- обосновать выбор компании-цели слияния / поглощения;
- оценить риски слияния / поглощения;
- обеспечить информационную базу при разработке и обосновании стратегии М&А;
- оценить прогнозируемую эффективность М&А, стратегическую эффективность объединенной компании;
- осуществить мониторинг рискообразующих факторов внешней и внутренней среды компаний-участниц М&А на этапе объединения, прогнозировать их влияние на эффективность интеграции;
- осуществить мониторинг расходов на проведение интеграции, выявить отклонение от плановых величин, определить влияние изменения данного фактора на показатели эффективности М&А;

- оценить фактическую эффективность проведенной интеграции, определить величину синергетического эффекта;
- оценить стратегическую эффективность объединенной компании.

Множественность задач ИЭА определяет многообразие объектов и направлений анализа. Следует отметить комплексность ИЭА. Его проведение (в соответствии с обоснованной нами логикой и определенной последовательностью), мы полагаем, позволит выявить ключевые факторы, влияющие на эффективность интеграционного процесса, установить зависимости всех значимых параметров ее оценки.

В рамках монографического исследования нами была определена и структурирована информационная база анализа; проведена систематизация правового обеспечения интеграционного (экономического) анализа хозяйствующих субъектов. Предложены группировки нормативно-законодательной базы по направлениям: регулирование формирования учетной информации; механизмы поглощения с учетом организационно-правовой формы компаний-участниц М&А; регулирование организационных вопросов реорганизации в зависимости от этапа интеграции; проблемные аспекты отражения в учете и отчетности сделок М&А.

Предложена модель системы показателей экономического анализа слияний и поглощений, соответствующая логике и содержанию интеграционного (экономического) анализа хозяйствующих субъектов.

Нами были рассмотрены вопросы организационного обеспечения ИЭА. Предложена обобщенная схема взаимодействия субъектов анализа (для случая, когда он проводится силами специалистов компании-инициатора, без привлечения внешних экспертов). Следует отметить, что три группы субъектов, выделенные нами, являются постоянными, вне зависимости от мотива интеграции – «Специалисты в области финансового и инвестиционного анализа», «Специалисты юридического отдела», «Специалисты отдела стратегического развития».

Мы полагаем, целесообразно выделять отдельную экспертную группу, ответственную за организационное обеспечение ИЭА, во главе с координатором – менеджером по интеграции. Руководитель компании (генеральный директор) осуществляет функции стратегического контроля.

Функция тактического контроля возлагается на директора по экономическому развитию.

Координатор аналитических работ (менеджер по интеграции) выполняет следующие функции: определяет цель, задачи, этапы анализа; формирует экспертную группу; разрабатывает график проведения аналитических работ, осуществляет оперативный контроль за их выполнением; отвечает за формирование аналитического отчета о результатах анализа инвестиционной привлекательности компании-цели, на базе которого, на уровне руководства компании, принимается решение о целесообразности слияния / поглощения.

Документальное сопровождение интеграционного (экономического) анализа хозяйствующих субъектов, с нашей точки зрения, включает:

- Приказ (распоряжение) руководителя компании о проведении анализа.
- Комплексный план работ (разрабатывается менеджером по интеграции), содержит перечень этапов анализа, график выполнения работ, структуру исполнителей.
- Инструкции с должностными обязанностями членов экспертной группы.
- Аналитические справки непосредственных и опосредованных исполнителей, составляющие информационное обеспечение анализа.
- Оперативные отчеты непосредственных исполнителей (членов экспертной группы), обеспечивающие контроль за динамикой процесса, своевременное выявление проблем, контрольных точек анализа.
- Инвестиционные, финансовые, операционные бюджеты, бизнес-план, прогнозы.
- Аналитические записки по наиболее привлекательным объектам М&А (составляются непосредственными исполнителями, предназначены для координатора экспертной группы) (в Приложении к монографии нами предложен макет аналитической записки).
- Аналитический отчет (составляется менеджером по интеграции для представления руководству компании). Заключительный документ, содержащий описание результатов проведенных мероприятий.

В рамках монографического исследования особое внимание нами уделено двум аспектам: анализу инвестиционной привлекательности компании-цели М&А и перспективному анализу эффективности интеграции.

Разработана методика анализа инвестиционной привлекательности компании-цели М&А, особенностью которой является использование мотивационного подхода при определении критериев инвестиционной привлекательности целевой компании. В рамках мотивационного подхода расчетно-аналитический раздел методики анализа инвестиционной привлекательности компании-цели М&А, с нашей точки зрения, целесообразно структурировать следующим образом:

- 1) общий раздел;
- 2) специальный раздел;
- 3) контрольный раздел.

Общий раздел посвящен оценке инвестиционной привлекательности компании-цели на основе анализа ее качественных характеристик. На наш взгляд, информация, формируемая в рамках данного раздела, актуальна для всех случаев слияния / поглощения, поэтому данный раздел, мы полагаем, целесообразно использовать при проведении анализа безотносительно характера и направления М&А. Специальный раздел учитывает фактор мотивации сделки М&А, а именно, включает систему аналитических процедур, ориентированных на обоснование решения об уровне инвестиционной привлекательности целевой компании в зависимости от цели и характера интеграции. Контрольный раздел позволяет дать заключительную оценку уровня инвестиционной привлекательности компании-цели на основе предложенного нами алгоритма расчета коэффициента инвестиционной привлекательности.

Кроме того, с целью интерпретации результатов нами были предложены критерии оценки значения коэффициента инвестиционной привлекательности значения, определенного расчетным путем.

Оценка уровня инвестиционной привлекательности, получаемая путем предложенного алгоритма расчетов, является базовой, но не исчерпывающей.

Положительными аспектами методики являются:

- комплексный характер: позволяет дать оценку на общем уровне (анализ качественных характеристик (положение компании на рынке, деловая репутация, характеристика руководства и акционеров, стратегическая эффективность деятельности) и на системном уровне);

- основу методики составляет дифференцированный подход к обоснованию уровня инвестиционной привлекательности компании-цели в зависимости от мотива сделки слияния / поглощения;
- простота и понятность;
- возможность определить «контрольные точки» инвестиционной привлекательности компании-цели, установить, по каким параметрам компания не соответствует эталонному уровню.

Следует отметить, что предложенная методика, фактически, представляет собой первый этап общей оценки инвестиционной привлекательности компании-цели: во-первых, потому, что опирается только на ретроспективные показатели; во-вторых, не учитывает такой важный момент, как оценка расходов на интеграцию (компания может являться (в соответствии с предложенным подходом к анализу) инвестиционно привлекательной, однако расходы, которые возникнут в результате интеграции, превысят прогнозируемый синергический эффект и в результате сделка будет неэффективной. Поэтому, с нашей точки зрения, данная методика должна быть дополнена вторым этапом: перспективным анализом синергического эффекта, анализом расходов на интеграцию и заключительной оценкой об уровне ее инвестиционной привлекательности.

На основе обобщения результатов исследований Майерса, Брейли, Росса нами были оптимизированы методические подходы к анализу эффективности М&А. Ключевыми в анализе являются показатели: оценки эффекта (синергии) и эффективности интеграции.

В рамках монографии в анализе эффективности сделки слияния / поглощения мы использовали в качестве основного метод дисконтирования денежных потоков (DCF), который базируется на одной из фундаментальных основ корпоративных финансов: стоимость активов сегодня — это текущая стоимость денежных потоков, которые будут получены от этих активов в течение их экономической жизни, дисконтированных по определенной ставке, соответствующей рискам этой компании.

Нами предложен следующий базовый алгоритм расчета эффекта и эффективности М&А:

1. Определение эффекта синергии.

1.1. Выбор ставки дисконтирования.

- 1.2. Дисконтирование денежных потоков по ставке WACC.
 - 1.3. Расчет текущей рыночной стоимости компаний.
 - 1.4. Расчет PV_{A+B} без учета синергии.
 - 1.5. Расчет PV_{A+B} с учетом синергии.
 - 1.6. Расчет синергического эффекта.
2. Определение эффективности M&A: на основе сопоставления эффекта синергии и расходов на интеграцию.

Представленные методические подходы к проведению анализа эффекта и эффективности сделок слияния / поглощения являются, на наш взгляд, удобными для реализации, актуальными и логически обоснованными. Мы выделяем следующие сильные стороны:

- результативность M&A определяется на основе перспективного анализа и метода дисконтирования денежных потоков. Данный подход соответствует психологической концепции инвестирования;
- методика позволяет определить два важных для стратегического анализа момента: во-первых, расчетным путем установить, будет ли получена какая-либо выгода от проведения сделки M&A (синергический эффект, общий для объединяемых компаний); во-вторых, спрогнозировать эффективность сделки непосредственно для компании, ее инициировавшей и взявшей на себя большую часть расходов.

Для целей обоснования эффективности M&A нами предложен комплекс показателей, рекомендуемых для использования в анализе эффективности M&A на постинтеграционном этапе, а также в анализе инвестиционной привлекательности компании-цели M&A на предынтеграционном этапе в качестве уточняющего критерия оценки.

Предложены способы расчета экономически целесообразной цены сделки и максимального размера премии к цене (позволяющие установить границы ценообразования).

Если компания-покупатель прогнозирует, что дополнительные расходы на проведение интеграции (привлечение независимых экспертов, приобретение баз данных, организационные расходы и проч.) будут значительны, то этот фактор, с нашей точки зрения, должен быть учтен при определении цены сделки. Предлагаем использовать показатель «Оптимальная премия к цене сделки».

На прединтеграционной стадии M&A, а также и на постинтеграционной стадии, мы полагаем, компании-поглотителю целесообразно рассчитывать такой показатель, как «Затратоемкость объединения».

В рамках анализа эффективности интеграции, с нашей точки зрения, целесообразно оценить изменение в уровне финансового риска компании-покупателя. Для этого предлагаем использовать показатель «Премия к финансовому риску компании-«поглотителя».

Предложенные показатели, используемые в рамках «доходного» подхода, с нашей точки зрения, совершенствуют качественную составляющую анализа эффективности интеграционных процессов

Как было отмечено нами ранее, показатели прогнозируемого эффекта и эффективности могут быть использованы и в оценке инвестиционной привлекательности компании-цели M&A. Можно сказать, что инвестиционная привлекательность целевой компании для инвестора имеет два аспекта: «привлекательность» компании и «привлекательность» сделки по поглощению / слиянию с данной компанией. Предложенные показатели характеризуют инвестиционную привлекательность с позиции второго аспекта.

Практическая значимость монографии состоит в совершенствовании аналитического обеспечения процесса принятия управленческих решений о возможности, целесообразности, эффективности слияния / поглощения — цель, на которую ориентирована предлагаемая система интеграционного анализа, а также методические рекомендации по анализу инвестиционной привлекательности приобретаемой компании и оценке эффекта и эффективности сделки M&A для компании-приобретателя. В конечном счете, практическое использование полученных результатов направлено на повышение обоснованности управленческих решений при осуществлении интеграции, а также качественное формирование информационной базы для заинтересованных пользователей.

Информацию о научной школе Воронежского государственного университета в области учета, экономического анализа и финансового контроля, а также о новых книгах, подготовленных специалистами ВГУ, можно получить по адресу: www.econ.vsu.ru/ea/.

Научное издание

Ендовицкий Дмитрий Александрович
Соболева Валерия Евгеньевна

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ СЛИЯНИЙ/ПОГЛОЩЕНИЙ КОМПАНИЙ

Монография

Редактор *А.В. Пряхникова*
Корректор *Т.И. Данисьева*
Компьютерная верстка: *В.Е. Масякин*

Санитарно-эпидемиологическое заключение
№ 77.99.60.953.Д.000035.01.08 от 09.01.2008 г.

Изд. № 727. Подписано в печать 27.05.2008. Формат 60×90/16.
Гарнитура «BalticaС». Печать офсетная. Бумага газетная.
Усл. печ. л. 28,0. Уч.-изд. л. 21,5. Тираж 3000 экз. Заказ №

ЗАО «КноРус». 129110, Москва, ул. Большая Переяславская, 46.
Тел.: (495) 680-7254, 680-0671, 680-1278.
E-mail: office@knorus.ru <http://www.book.ru>

Отпечатано в полном соответствии с качеством
предоставленного издательством электронного оригинал-макета
в ОАО «Московская типография № 2».
129085, Москва, пр. Мира, 105.