

---

## **МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ПРЕДВАРИТЕЛЬНОМУ АНАЛИЗУ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ**

---

**Гаврилов Виктор Владимирович,**

доктор экономических наук, профессор кафедры финансов и кредита Воронежского государственного университета;  
gavrilov@econ.vsu.ru

В условиях глобализации бизнеса и усиливающейся конкуренции в качестве одной из форм интеграции хозяйствующие субъекты рассматривают слияния и поглощения. Для принятия обоснованного управленческого решения необходимо проведение предварительного анализа слияния и поглощения, направленного на выявление и оценку потенциальных синергетических эффектов и определение допустимого уровня цены сделки и затрат на ее заключение, обеспечивающего справедливое распределение экономических выгод между участниками объединения. В статье предлагается схема проведения такого анализа.

**Ключевые слова:** предварительный анализ слияний и поглощений, стратегический анализ, производственный анализ, финансовый анализ, инвестиционный анализ, синергетические эффекты, анализ стоимости.

В условиях глобализации бизнеса и усиливающейся конкуренции как на внутреннем рынке, так и со стороны зарубежных и международных корпораций, компании при формировании своей стратегии рассматривают возможности объединения усилий для достижения целей и поддержания устойчивого роста. В качестве одной из форм интеграции хозяйствующие субъекты рассматривают слияния и поглощения. Активность российских компаний в слияниях и поглощениях объясняется многообразием возможных выгод и синергетических эффектов от интеграции: увеличением доли рынка, эффектами от масштаба, диверсификацией производства, возможностями привлечения дополнительного финансирования.

Для принятия обоснованного и экономически выгодного управленческого решения требуется проведение предварительного анализа слияния и поглощения, направленного на выявление и оценку потенциальных синергетических эффектов и определение допустимого уровня цены сделки и затрат на ее заключение, обеспечивающего справедливое распределение экономических выгод между участниками объединения.

Значительный вклад в исследование процессов слияний и поглощений

внесли российские и зарубежные специалисты С.Б. Авдашев, В.В. Балакшин, В.Г. Белолипецкий, И.В. Ивашковская, Д.А. Ендовицкий, В.В. Ковалев, И.В. Князев, Н.П. Любушин, И.А. Никоновский, Ю.М. Осипов, Н.В. Пахомов, А. Радыгин, Н.М. Розанов, Н.Б. Рудык, Е.В. Семенкова, В.К. Сенчаков, В.Е. Соболева, В.Н., Соколов, О.В, Соловьева, И.Н. Чекун, Р.Н. Шамгунов, Ю.А. Школьников, Н.П. Шмелева, Р.И. Энтов, М. Бредли, Р. Брейли, Дж. К. Ван Хорн, П.А. Гохан, Т. Дж. Галпин, М. Гленн, Т. Гранди, А. Дамодаран, А. Десаи, Р. Ибботсон, Д. Келли, Е. Ким, К. Койн, Р. Коуз, Дж. С. Линдер, С. Майерс, Т.Т. Нэгл, Р. Пайк, Ф.К. Рейли, С. Росс, А.А. Томпсон, Дж. Трейнер, К. Дж. Уайант, Дж. Д. Уолкен, Д. Фаррел, Т.Х. Ханнан, К. Шапиро, У. Шарп, М. Хэндон и др.

Заслуживают внимания исследования, проводимые крупными консалтинговыми и аудиторскими компаниями: AK&M, Deloitte & Touche, Ernst&Young, KPMG, McKinsey, Morning Star, PricewaterhouseCoopers, Arthur D. Little и многими другими.

На практике для принятия решений о целесообразности приобретения компаний заимствуются отдельные методы инвестиционного, комплексного и других видов анализа. Методики, разработанные специально для анализа процесса объединения компаний, встречаются значительно реже.

Особенность предварительного анализа слияний и поглощений состоит в том, что он в малой степени поддается унификации. В результате каждая отдельная сделка требует индивидуального подхода. При этом в зависимости от характера, мотивации и направления интеграции будет варьироваться состав и объем количественных и качественных показателей для анализа. Другим препятствием к унификации методики анализа слияний и поглощений является наличие ограничений доступа к информации. К примеру, при дружественном приобретении компания-цель охотно содействует и предоставляет данные бухгалтерского и управленческого учета, при враждебном – аналитикам приходится делать выводы лишь на основании внешней информации (финансовой отчетности, характеристики компании в прессе и т.п.).

Таким образом, разработка методических подходов к анализу слияний и поглощений компаний с учетом этапов сделки, видов деятельности организации и мотивов объединения не только теоретически значима, но и практически востребована.

В процессе предварительного анализа осуществляется выбор компании-цели приобретения, выявляются сильные и слабые стороны, определяется ее стоимость и выделяются аспекты оптимизации и возможности совместной деятельности.

Целью предварительного анализа слияний и поглощений является определение экономического потенциала и перспектив функционирования компаний как единого комплекса. Для достижения данной цели необходимо решить ряд задач: исследовать особенности деятельности и экономическое

положение компании-приобретателя и компании-цели; выявить сильные и слабые стороны участников объединения; оценить стоимость организаций; спрогнозировать будущие денежные потоки объединенных компаний; сопоставить величину выгод и затрат на приобретение и интеграцию и др.

Таким образом, на основании предварительного анализа должно быть обосновано решение о целесообразности интеграции компаний.

На рис. 1 представлена предлагаемая схема предварительного анализа слияний и поглощений.

Для принятия решения об интеграции необходимо определить, учитывая экономическое положение в стране и мире, насколько своевременна сделка, а также соотнести выгоды от объединения и затраты на него.

В качестве основополагающих блоков анализа слияний и поглощений целесообразно выделить стратегического, производственного, финансового и инвестиционного разделов. Их результаты дают всю необходимую информацию для формирования выводов о компании-цели приобретения. Добавив к ним данные о затратах на заключение сделки и интеграцию, можно принять обоснованное решение о целесообразности объединения.



Рис. 1. Общая схема предварительного анализа слияний и поглощений

Стратегический анализ – преимущественно качественный анализ, представляющий собой оценку положения компании-цели в ее взаимосвязи с окружением. На рис. 2 систематизированы основные аспекты, требующие внимания в рамках данного раздела анализа. Остановимся подробнее на

некоторых из них.

Под возможностью расширения компании имеется в виду расположение компании на территории, не окруженной объектами строительства или землепользования. Наибольшей возможностью расширения производства обладают организации, имеющие запас прилегающей территории в собственности.



Рис. 2. Содержание стратегического анализа компании

Анализ деловой репутации позволяет сделать выводы об эффективности функционирования компании. Ее количественная оценка используется для проведения анализа стоимости организации затратным подходом.

Для характеристики конкурентоспособности компании удобно использовать SWOT-анализ, предусматривающий определение сильных и слабых сторон компании и связанных с ними возможностей и угроз.

Анализ типа конкуренции предполагает, в частности, выявление барьеров для входа в отрасль. Так, например, для металлургии основными барьерами являются высокие затраты на приобретение активов, высокая консолидация рынка, объясняемая наличием эффектов масштаба, ценовая политика крупнейших компаний отрасли и зависимость от долгосрочных отношений с покупателями и поставщиками.

Анализ динамики стоимости акций компании на фондовом рынке позволяет сделать вывод о своевременности приобретения данной организации. Получив справедливую оценку стоимости компании, нужно сопоставить ее с рыночной стоимостью. Если справедливая стоимость выше рыночной, это означает, что компания недооценена участниками фондовой биржи, что дает возможность покупателю уплатить за долю участия сумму, меньшую справедливой. Также целесообразно учитывать общую ситуацию на фондовом рынке. Неслучайно крупные компании умело используют кризисное состояние для приобретения малых организаций, подверженных более сильному влиянию экономических циклов.

При анализе налогового регулирования необходимо обращать внимание на возможность получения налоговых выгод от интеграции, при возможности оценивать их количественно. Кроме того, следует учитывать особенности налогообложения, связанные со спецификой деятельности организации. К примеру, для металлургических компаний, добывающих железную руду из собственных источников, необходимо учитывать налог на добычу полезных ископаемых.

При анализе поставщиков и покупателей необходимо обратить внимание на возможности создания вертикальной интеграции между объединяемыми компаниями. Кроме того, следует оценивать риск нежелания контрагентов сотрудничать с компанией после ее объединения с другой компанией. Целесообразно рассмотреть возможные альтернативы источников снабжения сырьем и материалами и каналов реализации продукции.

Результаты стратегического анализа представляют компании-приобретателю возможность получить видение общей экономической ситуации и положения объекта слияния и поглощения.

Структура производственного анализа при слиянии и поглощении представлена на рис. 3.

При реализации производственного блока анализа необходимо, исследуя сильные и слабые стороны производственной деятельности организации, сопоставлять их с достоинствами и недостатками приобретающей компании. Это позволит выявить потенциальные синергетические эффекты.

Исследуя технологию производства и его цикл, аналитик получает информацию о видах используемого сырья и материалов, промежуточной продукции, что позволяет ему сделать вывод о возможности существования синергетических эффектов от интеграции.



Рис. 3. Производственный анализ слияний и поглощений

Основной целью анализа производственных мощностей при слиянии и поглощении является определение состояния производственных активов и потенциала их использования после объединения компаний. Такой анализ должен включать исследование объемов производства в динамике; выявление узких мест в производстве и причин их образования; выявление объектов, не используемых на полную мощность и определение причин недозагрузки; определение возможностей устранения узких мест и недозагрузки оборудования; выявление избыточной загрузки производственных мощностей и определение возможности их расширения или перевода части работы на оборудование компании-приобретателя.

Учитывать виды продукции организации следует, если планируется продолжение деятельности компании-цели. При интеграции компании виды продукции используют в качестве одного из критериев для отбора кандидатов на приобретение.

Анализ себестоимости обеспечивает информацией о структуре и уровне отдельных статей затрат, позволяет обнаружить источники их сокращения. При анализе затрат на сырье целесообразно оценить возможность организации поставок между компаниями-участницами слияния и поглощения по ценам ниже среднерыночных. В металлургической отрасли обязателен учет расходных коэффициентов сырья, а также металла при резке для получения сведений о величине производственных отходов. Информация о величине затрат также необходима для прогнозирования будущих денежных потоков компании.

Анализ использования трудовых ресурсов позволяет сделать вывод об уровне организации работы персонала, что свидетельствует о качестве выполнения менеджментом функций управления.

Структура финансового анализа представлена на рис. 4.



Рис. 4. Финансовый анализ слияний и поглощений

Анализ имущества и источников их формирования предполагает исследование динамики и структуры активов и пассивов баланса. При этом полезно обратиться к информации, представленной в приложениях, касающейся основных средств и нематериальных активов организации. Однако этих сведений, как правило, недостаточно для принятия решения о слиянии и поглощении. Более детализированные данные об имуществе компании требуются для выявления потенциальных синергетических эффектов, определения рыночной стоимости активов для последующей их продажи вразброс. При анализе чистых активов следует определять их рыночную стоимость. Эта величина будет представлять собой стоимость компании-цели приобретения в соответствии с затратным подходом.

При анализе платежеспособности и ликвидности, помимо расчета традиционных коэффициентов ликвидности, целесообразно использовать методику расчета общего (реального) коэффициента платежеспособности. Данная методика позволяет устранить недостатки традиционно используемых коэффициентов абсолютной, текущей и критической ликвидности и методики ликвидности баланса, которые определяют лишь факт возможности погашения обязательств, однако не учитывают в достаточной мере сроков имеющихся задолженностей. Кроме того, коэффициенты ликвидности предполагают, что долгосрочные кредиты и займы будут погашены только после того, как они окупятся, хотя в действительности эти обязательства подлежат исполнению в любом случае.

Финансовая устойчивость организации может быть оценена на основании системы абсолютных и относительных показателей. Абсолютные показатели используются для анализа наличия запасов и величины источников их формирования. Относительные показатели финансовой устойчивости помогают определить, насколько компания зависит от внешних источников финансирования.

Анализ деловой активности включает оценку показателей оборачиваемости, фондоотдачи и рентабельности. Целесообразно определять оборачиваемость дебиторской и кредиторской задолженностей, запасов, собственного капитала. Кроме того, критериями деловой активности являются широта рынков сбыта продукции, включая поставки на экспорт, репутация организации, выражающаяся, в частности, в известности клиентов, пользующихся услугами организации, степень выполнения плановых показателей, обеспечение заданных темпов их роста (снижения), уровень эффективности использования ресурсов организации.

На основе анализа финансовой устойчивости, ликвидности и платежеспособности, деловой активности и качественного анализа существующих рисков предоставления займов можно сделать вывод о кредитоспособности компании. Задача по анализу кредитоспособности является комплексной и требует глубокого внимания и большого количества сведений, однако может быть значительно упрощена при наличии

информации о кредитном рейтинге компании, который формируется консалтинговыми агентствами для крупных организаций.

Доходность акций определяется стоимостью акций компании на фондовом рынке и величиной дивидендов.

Анализ доходов, расходов и финансовых результатов начинается с оценки их абсолютных значений. Следует выяснить, является ли организация прибыльной или терпит убытки. Затем необходимо определить, из чего складывается полученный финансовый результат, для чего может быть полезен вертикальный анализ отчета о прибылях и убытках. Далее рассчитываются показатели рентабельности капитала и обычных видов деятельности. При наличии внутренней информации бухгалтерского и управленческого учета необходимо проследить, какие виды деятельности организации наиболее успешны, присутствует ли убыточная или малорентабельная продукция.

Следует отметить, что проведение стратегического, производственного и финансового анализа требует от аналитика комплексного мышления и поиска вероятных выгод от объединения. Потому на каждом из этапов анализа необходимо выявлять резервы роста эффективности деятельности организации и предусматривать мероприятия по обеспечению наиболее полного использования ее ресурсов.

В рамках инвестиционного анализа рекомендуется построение модели будущих денежных потоков и оценка ее чувствительности к прогнозным значениям, а также анализ окупаемости и рисков сделки слияния и поглощения.

В процессе предварительного анализа для принятия решения об инвестировании необходимо также исследовать справедливую (рыночную) и инвестиционную стоимость слияния и поглощения.

Справедливая стоимость представляет собой минимальную цену, которую принял бы финансово заинтересованный продавец. Следовательно, она устанавливает порог цены, ниже которой продавцу невыгодно осуществлять реализацию своей компании.

При определении рыночной стоимости компании в соответствии с Международными стандартами оценки и Федеральными стандартами оценки, обязательными к применению субъектами оценочной деятельности, и принятой в России практикой могут использоваться три принципиально различных подхода: затратный, сравнительный и доходный.

При выборе подходов к анализу стоимости следует исходить из специфики деятельности компании, наличия, доступности и качества исходных данных, возможности и сроков получения необходимой информации. По результатам проведенного анализа с учетом доступной информации принимается решение об использовании того или иного подхода. В некоторых случаях каждой стоимости, полученной в рамках реализованных методов, присваивается весовой коэффициент, на их основе определяется итоговая

стоимость компании-цели.

После того, как была получена справедливая стоимость компании-цели приобретения, необходимо сравнить ее со стоимостью компании на фондовом рынке. Если справедливая стоимость оказалась выше рыночной, то компания недооценена, следовательно, ее приобретение может быть выгодным для последующей перепродажи, ликвидации и реализации ее активов или ее присоединения и продолжения деятельности.

Далее следует выявить возможные синергетические эффекты, определить вероятность их достижения и величину в денежном выражении, которая в сумме с рыночной стоимостью компании-цели представляет собой верхний предел цены ее приобретения. Иногда количественно оценить данные эффекты не представляется возможным в связи с неопределенностью будущей рыночной ситуации или недостатком исходной информации. В таких случаях их не учитывают при расчете верхнего предела стоимости приобретения целевой компании.

Инвестиционная стоимость – это стоимость организации для определенного стратегического покупателя, учитывающая качественные характеристики и синергии покупателя. Основной особенностью данного вида стоимости является то, что она учитывает синергетические эффекты от слияния или поглощения компании. Таким образом, ее получают путем прибавления к справедливой стоимости компании величины ее синергетических эффектов. Инвестиционная стоимость представляет собой верхний предел цены, которую приобретатель готов уплатить за получение компании-цели.

Наконец, для получения наиболее точного результата анализа слияния и поглощения необходимо учитывать затраты, связанные с организацией и заключением сделки, а также расходы на интеграцию. Их игнорирование может повлечь завышение цены приобретения доли участия в компании подписание соглашения на невыгодных для организации-покупателя условиях.

Безусловно, ограниченные рамки статьи не позволяют акцентировать внимание на всех проблемах, возникающих в процессе принятия решения о слиянии и поглощении. Однако надеемся, что предложенная общая схема предварительного анализа слияний и поглощений будет полезна для повышения обоснованности принимаемых управленческих решений.

#### **Список источников**

1. Гранди, Т. Слияния и поглощения. Как предотвратить разрушение корпоративной стоимости, приобретая новый бизнес [текст] / Т. Гранди. – М.: ЭКСМО, 2008. – 240 с.
2. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов [текст] / А. Дамодаран. – М.: Альпина паблишер, 2010. – 1344 с.
3. Ендовицкий, Д. А. Экономический анализ слияний и поглощений [текст] / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева. – М.: КНОРУС, 2008. – 448 с.

4. Оценка бизнеса: учеб. пособие [текст] / [под ред. В.Е. Есипова, Г.А. Маховиковой]. 3-е изд. – Спб.: Питер, 2010. – 512 с.

5. Пожидаева, Т.А. Анализ финансовой отчетности: учеб. пособие [текст] / Т.А. Пожидаева. – М. КНОРУС, 2007. – 319 с.

---

# **METHODOLOGICAL APPROACHES TO PRELIMINARY ANALYSIS OF MERGERS AND ACQUISITIONS**

---

**Gavrilov Viktor Vladimirovich,**

Dr. Sc. of Economy, Professor of the Chair of Finances and Credit of Voronezh State University; gavrilov@econ.vsu.ru

In conditions globalization of business and increasing competition as a form of integration of business entities are considering mergers and acquisitions. To make informed management decisions necessary to conduct a preliminary analysis of mergers and acquisitions, aimed at identifying and evaluating potential synergistic effects and the definition of an acceptable level of transaction price and the cost of its conclusion, providing an equitable distribution of economic benefits among the participants of association. The article presents the scheme of such analysis.

**Keywords:** preliminary analysis of mergers and acquisitions, strategic analysis, production analysis, financial analysis, investment analysis, synergies, cost analysis.