

ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ

СУЩНОСТЬ И СОДЕРЖАНИЕ СИСТЕМЫ ИНТЕГРАЦИОННОГО (ЭКОНОМИЧЕСКОГО) АНАЛИЗА ХОЗЯЙСТВУЮЩИХ СУБЪЕКТОВ

Ендовицкий Д.А., д.э.н., профессор, заведующий кафедрой экономического анализа и аудита ВГУ;
Соболева В.Е., магистр экономики, ведущий специалист ООО «Научный центр «Аудит-наука»

В современной рыночной экономике слияния и поглощения являются важным механизмом внешнего роста компаний (их капитализированной стоимости), который, в условиях глобализации, во многом мотивирован объективной необходимостью наращивания конкурентных преимуществ за счет финансовой и операционной синергии, выхода на новые рынки, экономии на трансакционных издержках, оптимизации структуры портфеля ценных бумаг и грамотной диверсификации рисков. Несмотря на сильную экономическую мотивацию сделок M&A, их очевидные преимущества по статистике только 35% всех сделок являются успешными, то есть в ходе их осуществления достигается эффект синергии.

Объективная целесообразность проведения слияний и поглощений в условиях формирования глобальной системы мирового хозяйства, с одной стороны, и крайне низкая эффективность данных процессов, с другой стороны, обуславливают актуальность исследования M&A. Слияния и поглощения как проявления процесса глобализации экономики представляет интерес для многих ученых и экономистов-практиков. Однако следует констатировать тот факт, что в настоящее время большая часть исследований интеграционных процессов ведется с позиции их менеджмента, то есть рассматриваются вопросы организации сделок и общие подходы к управлению интегрированной компанией. При этом, на наш взгляд, такой важнейший аспект слияний и поглощений, как аналитическое обоснование их целесообразности, эффективности недостаточно освещен в экономической литературе. Вопросы, связанные с использованием аналитических процедур для обоснования экономической целесообразности, а именно возможности, потребности, рискованности, результативности, сделок M&A для потенциальных/реальных компаний-участниц интеграционного процесса находятся в центре внимания небольшого круга ученых. На наш взгляд, недооценка этого направления обусловлена сложной экономической природой сделок слияния/поглощения, непониманием важности установления максимально возможного числа взаимосвязей компонентов системы участников M&A, выявлении как можно большего числа внешних и внутренних факторов, влияющих на данную систему, прогнозирования последствий их влияния. Все эти аспекты связаны с большими затратами времени, а время в сделках слияния/поглощения – дефицитный ресурс.

Мы полагаем, очевиден тот факт, что разработка стратегических планов компании, формирование концепции затрат, управления прибылью, кадровая, инве-

стиционная, инновационная политика организации, составляющие важнейшие аспекты стратегии слияний и поглощений, базируются на данных экономического анализа, представляющего собой «систематизированную совокупность аналитических процедур, имеющих целью получение заключений, выводов и рекомендаций экономического характера в отношении некоторого объекта» [1; с. 22]. Таким образом, по нашему мнению, можно сделать вывод о том, что анализ в сделках M&A играет ключевую роль и его грамотная организация в контексте целей, задач, особенностей того или иного этапа сделки во многом определяет эффективность интеграции. Учитывая рост числа слияний и поглощений (следует особо отметить, в странах с переходной экономикой и, прежде всего, в России) и низкую динамику положительных результатов от их осуществления очевиден тот факт, что назрела необходимость анализа интеграционных процессов.

Учитывая сложность сделок слияния/поглощения, определяемую, прежде всего, наличием как минимум двух сторон-участниц сделки, что порождает возможность конфликта интересов, связанного с различным пониманием целей и задач интеграции, а также характером интеграции, на наш взгляд, не вызывает сомнений, что для определения задач и последовательности проведения анализа M&A, данное экономическое явление следует рассматривать с позиций системного подхода в рамках диалектического метода познания, то есть как сложную динамическую систему [2; с. 30], изучение которой должно осуществляться с учетом всех внутренних и внешних связей, взаимозависимости и взаимоподчиненности ее отдельных элементов [3; с. 16].

Используя предпосылку «система – множество составляющих единство элементов, связей и взаимосвязей между ними и внешней средой, образующие присущую данной системе целостность, качественную определенность и целенаправленность» [4; с. 25], мы делаем вывод, что слияния и поглощения представляют собой сложную систему, содержащую комплекс многоуровневых подсистем, характеризующихся целостностью, качественной определенностью, замкнутостью, автономностью, наличием внешних и внутренних связей друг с другом и с окружающей средой, способных к самостоятельному функционированию. Указанными подсистемами являются компании-участницы сделок M&A, представляющие собой системы, целенаправленные на стратегическое развитие, состоящие из определенной совокупности тесно взаимосвязанных между собой элементов, востребованность которых определяется задачами и условиями осуществления интеграционных процессов. В общем виде модель сложной системы [5; с. 100] может быть представлена в виде следующей схемы (рис. 1).

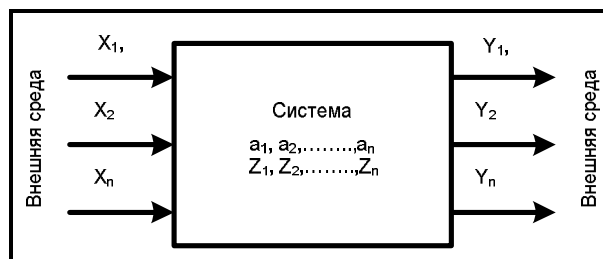


Рис. 1. Схема модели сложной системы

Схема, представленная на рис. 1, требует следующего комментария. Элементы X_1, X_2, \dots, X_n являются входными переменными системы (например, располагаемая ресурсная база, поставки материальных ресурсов, привлечение кредитов, плановые задания по выпуску и реализации продукции и т.д.). Элементы Y_1, Y_2, \dots, Y_n – выходные переменные системы (например, количество выпущенной продукции, уровень качественных показателей использования ресурсной базы, величина финансового результата и т.д.). Элементы Z_1, Z_2, \dots, Z_n характеризуют текущее состояние системы (например, текущий уровень выполнения плана выпуска и продаж продукции, текущий уровень количественных и качественных показателей использования ресурсной базы и др.). Индексы a_1, a_2, \dots, a_n являются параметрами системы (например, нормы и нормативы, принятые для конкретного предприятия по количественным и качественным показателям использования ресурсной базы, финансовым коэффициентам и т.д.). Входы и выходы системы осуществляют связь системы с внешней средой, то есть другими системами. Элементы Z_1, Z_2, \dots, Z_n фиксируют все изменения состояния системы, происходящие за счет поступления входных сигналов и вследствие внутренних процессов, протекающих в системе.

Мы полагаем, следует рассмотреть более сложную модель – объединение нескольких компаний в единую систему, с учетом направления интеграции (рис. 2).

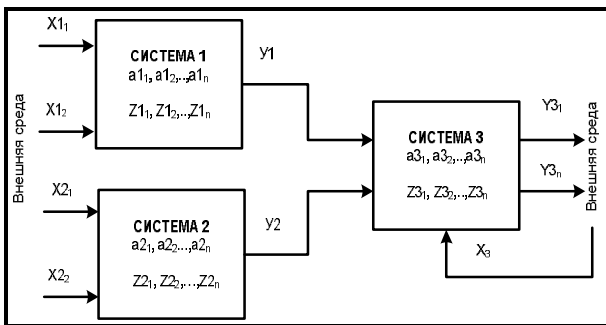


Рис. 2 (а). Модель сложной системы при горизонтальной интеграции

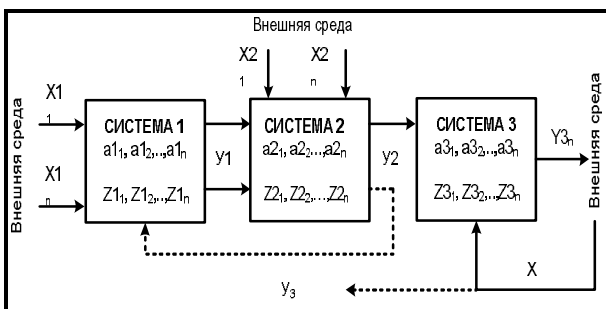


Рис. 2 (б). Модель сложной системы при вертикальной интеграции

На рис. 2 нами приведены три схемы моделей сложных систем, возникающих в случаях слияния/поглощения компаний. Общей для всех схем является структура сложной системы, а именно, наличие, как минимум, двух сторон-участниц М&А (на рис. 2, исходя из ранее рассмотренной модели предпри-

ятия как сложной системы (см. рис. 1), это блоки «Система 1» и «Система 2» и интегрированной компании (на рис. 2 – блок «Система 3»). Различия в представленных на рис. 2 схемах обусловлены спецификой направления интеграции.

На рис. 2 (а) представлен случай горизонтальной интеграции. Как было рассмотрено нами ранее, в случае горизонтального слияния происходит объединение компаний идентичных производственных и бизнес-профилей, мотив – достижение эффекта масштаба и получение конкурентных преимуществ перед остальными предприятиями отрасли. Таким образом, входные переменные системы (факторы внешней среды) являются в целом одинаковыми, поэтому на рис. 2 (а) мы представили блок «Внешняя среда» единым для систем 1 и 2. Структура систем 1 и 2 (а именно, элементы Z и индексы «а» также в целом будут примерно одинаковыми, поскольку объединяются предприятия одной отрасли). В результате горизонтальной интеграции образуется Система 3 (интегрированная компания), которая отличается элементами Z и индексами (параметрами) «а» от Систем 1 и 2 (по их соотношению можно судить о том, достигнут эффект синергии или нет). В свою очередь Система 3 имеет свой набор выходных переменных Y (отличных от Y_1 и Y_2), что определяет изменение взаимосвязей с внешней средой (X_3) (следует подчеркнуть двусторонний характер влияния).

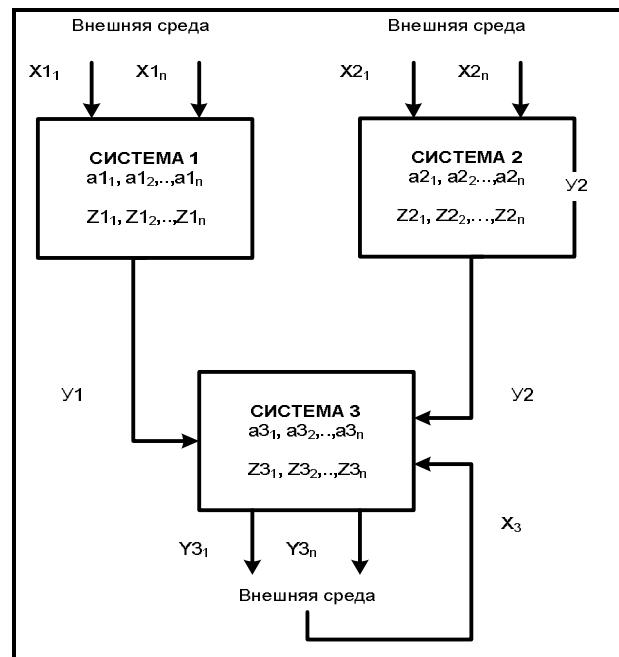


Рис. 2 (в). Модель сложной системы в случае конгломерата

На рис. 2 (б) нами рассмотрен случай вертикальной интеграции, особенностью которой является объединение компаний, не являющихся конкурентами, но составляющих звенья одной производственной цепи, чаще всего это отношения типа «поставщик сырья – производитель». Исходя из рассмотренных особенностей вертикальной интеграции, мы делаем вывод о том, что модель сложной системы в данном случае будет отличаться от той, что представлена на рис. 2 (а).

Поскольку мы имеем дело с компаниями различных бизнес-профилей, влияние внешней среды, внешние факторы для них будут существенно различаться, поэтому для Системы 1 и для Системы 2 мы выделили блоки «Внешняя среда» ($[X_1, \dots, X_{1n}]$ и $[X_2, \dots, X_{2n}]$) следует рассматривать отдельно). Система 1 (чаще всего это компания-поставщик сырья), предоставляет свою продукцию (услуги) – выходной параметр Y_1 – Системе 2, поэтому на рис. 2 (б) представлено последовательное соединение Систем 1 и 2. Механизмом вертикальной интеграции компаний может быть и слияние, и поглощение (в отличие от случая горизонтальной интеграции, где превалирует слияние), поэтому на рис. 2 (б) нами рассмотрены два случая:

- 1) слияние (на рис. 2 (б) появление блока «Система 3»);
- 2) поглощение (на рис. 2 (б) – пунктирная стрелка от блока «Система 2» к блоку «Система 1», что позволяет «замкнуть новую систему», обеспечив ее целостность и автономность).

В случае слияния структура образованной Системы 3 (элементы Z и индексы (параметры) «а») отличаются от аналогичных структурных элементов Систем 1 и 2, что сказывается на изменении выходного элемента Y (Y_3) и факторов влияния внешней среды (X_3) (опять-таки следует подчеркнуть двусторонний характер влияния).

В случае поглощения (чаще всего происходит поглощение компанией-производителем (Система 2) компании-поставщика (Система 1 на рис. 2 (б), обратный вариант менее распространен), замыкается цепочка Система 2-Система 1 (что показано пунктирной стрелкой на рис. 2 (б)), при этом выходной элемент усложненной Системы 2 (как показано на рис. 2 (б)) или Системы 1 изменяется, становится Y_3 . Так же, как и в рассмотренном случае слияния, происходит изменение в количественном и (или) качественном влиянии факторов внешней среды (X_3).

На рис. 2 (в) нами представлена модель сложной системы, образуемой в случае конгломератного слияния/поглощения. Особенность данной модели заключается в том, что изначально блоки «Система 1» и «Система 2» не связаны между собой (в случае конгломератной интеграции объединяются компании, имеющие различные бизнес-профили и не являющиеся звеньями одной производственной (финансовой) цепи; основной мотив – диверсификация рисков). Учитывая особенность конгломератного слияния/поглощения, мы выделили различные блоки «Внешняя среда» для Систем 1 и 2, поскольку входные элементы систем (X_1 и X_2) будут существенно различаться, так же, как и структурные элементы самих Систем 1 и 2, а следовательно, и выходные элементы (Y_1 и Y_2). Образованная в ходе слияния Система 3 (рис. 2 (в)), как и в предыдущих примерах, будет характеризоваться новым набором структурных элементов, отличных от Систем 1 и 2, новым выходным элементом (Y_3) и изменившимися взаимосвязями с внешней средой (X_3). В случае поглощения изменится набор структурных элементов Системы 1 либо 2, структура ее выходных элементов (Y_3) и, соответственно, факторов внешней среды (X_3).

Анализ моделей, представленных на рис. 2, позволяет нам сделать вывод о том, что 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. Исходя из сделанного нами вывода, мы полагаем, с целью установления логических связей между интегрируемыми системами и их элементами, их анализа необходимо использовать системный подход – методологический принцип исследования, сформировавшийся в XX веке. Под системным подходом следует понимать «подход к исследованию объекта (проблемы, явления, процесса) как к системе, в которой выделены элементы, внутренние и внешние связи, наиболее существенным образом влияющие на исследуемые результаты его функционирования, а цели каждого из элементов определены исходя из общего предназначения объекта». В экономическом анализе системный подход, на наш взгляд, означает изучение объекта исследования с учетом всех внутренних и внешних связей, взаимозависимости и взаимоподчиненности его отдельных элементов и их экономических показателей.

На рис. 3 нами представлена еще одна модель системы слияний и поглощений. Ее отличие от моделей, изображенных на рис. 2, заключается в том, что она учитывает факторы, представляющие угрозу целостности базовых элементов (подсистем) системы слияний и поглощений, основными из которых, на наш взгляд, являются:

- конфликт интересов собственников и менеджеров объединяемых компаний. Как было показано ранее, их мотивы в M&A чаще всего не совпадают;
- конфликт систем управления: при интеграции компаний ключевым является вопрос системы управления вновь образованной компанией. Модель управления каждой из объединяемых компаний учитывает специфику данной компании. В случае M&A необходимо оценить какая из имеющихся систем управления более эффективна в новых условиях. При этом возможен конфликт управленцев, не желающих терять ключевые места в компании.

Анализ схемы, представленной на рис. 3, позволяет сделать следующие выводы. Система субъектов слияний и поглощений имеет сложную структуру: системы 1, 2, 3, 4 на рис. 3, представляющие собой компании-участницы M&A, образованную в ходе интеграции компанию, а также государственные антимонопольные органы, которые, на наш взгляд, целесообразно выделять в качестве отдельного самостоятельного элемента системы субъектов слияния/поглощения, особенно при определении факторов, угрожающих целостности анализируемой системы. Элементы выделенных подсистем могут находиться в противоречии друг с другом (наиболее существенным, по нашему мнению, является конфликт агентских групп: мажоритариев-миноритариев-менеджеров, интересы которых в отношении стратегического видения будущего компании, дивидендной политики, подходах к управлению прибылью могут не совпадать. Кроме того, может возникнуть конфликт на уровне самих подсистем (субъектов слияний/поглощений), а именно:

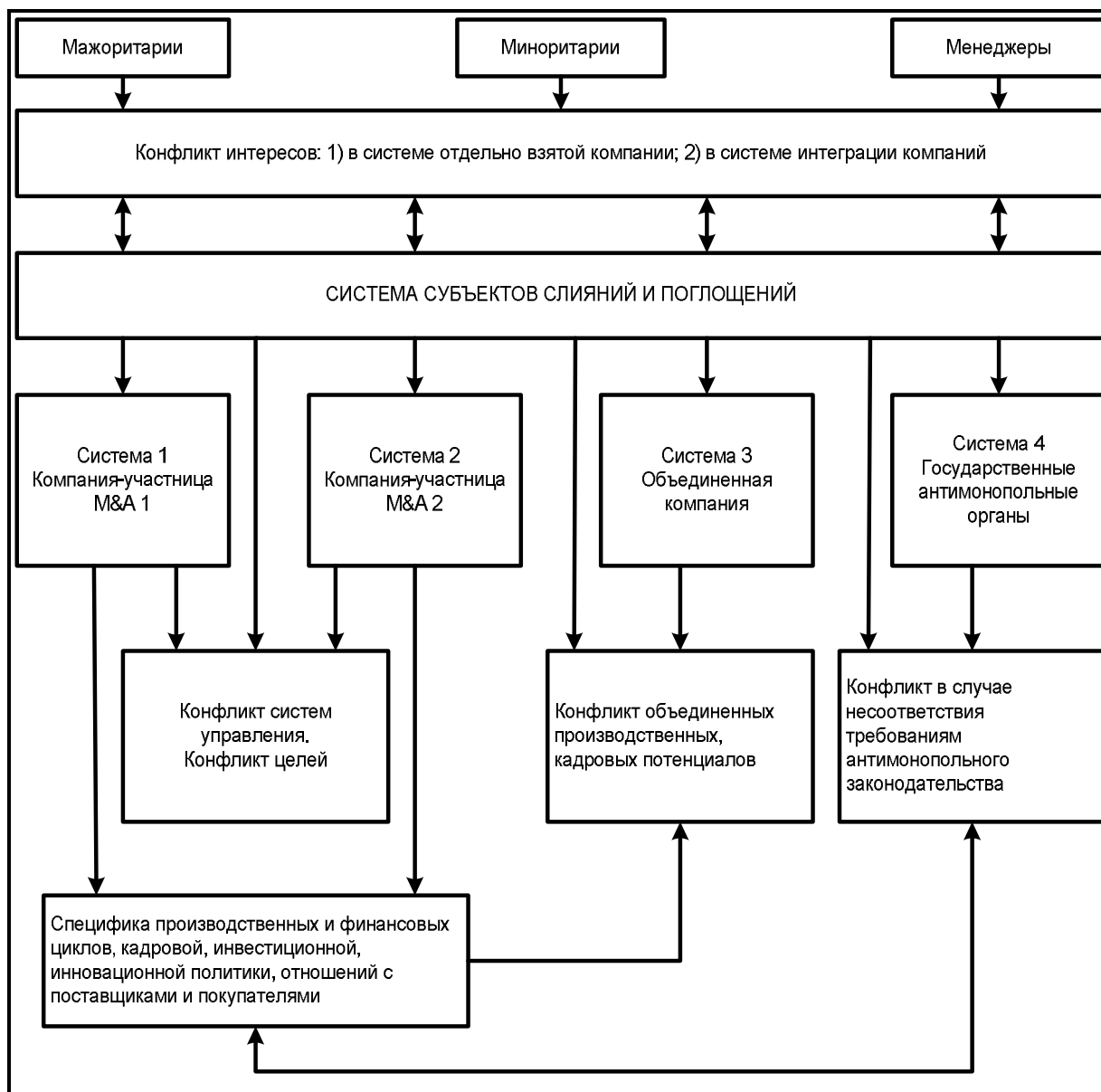


Рис. 3. Взаимосвязь элементов системы субъектов слияния/ поглощения и факторы, угрожающие целостности системы

- между компаниями-участницами М&А: конфликт стратегических целей компаний (более характерен для недружественных поглощений); конфликт систем управления, базирующийся на предпосылке о специфике производственных и финансовых циклов, кадровой, инвестиционной, инновационной политики, отношений с поставщиками и покупателями каждой компании-участницы М&А. Управленческие концепции одной компании могут быть не приемлемы для другой. Есть еще один немаловажный аспект: ключевые управленческие позиции в большинстве случаев занимают представители только одной из объединяемых компаний;
- между компаниями-участницами и государственными органами антимонопольного регулирования: на наш взгляд, следует учитывать вероятность данного конфликта, поскольку существуют установленные на государственном уровне лимиты масштабов интеграции, выход за рамки которых может привести к запрету (аннулированию) сделки;
- между компаниями-участницами М&А и объединенной компанией: ошибки, допущенные при планировании интеграции, в том числе при анализе инвестиционной привлекательности объектов интеграции, их экономического потенциала, могут привести к порождению противоречий внутри образованной в ходе интеграции системы.

Таким образом, между элементами системы субъектов слияний и поглощений существуют интегративные связи, однако, они не устраняют присутствия противоречий на различных уровнях, которые могут угрожать целостности системы. На наш взгляд, система экономического анализа слияний и поглощений должна быть построена таким образом, чтобы она позволяла своевременно выявлять факторы, деструктивно влияющие на процесс интеграции, что позволит грамотно планировать объединение компаний и избежать разбалансированности системы.

Обобщив точки зрения различных авторов (П. Гохана [6; с. 567-601], Ю.В. Игнатишина [7; с. 93], Н.Б. Рудык [8; с. 236], Д.А. Гирько [9; с. 38-39]) в отношении особенностей экономического анализа слияний и поглощений, мы выделяем два основных подхода:

Обобщив точки зрения различных авторов (П. Гохана [6; с. 567-601], Ю.В. Игнатишина [7; с. 93], Н.Б. Рудык [8; с. 236], Д.А. Гирько [9; с. 38-39]) в отношении особенностей экономического анализа слияний и поглощений, мы выделяем два основных подхода:

- это финансовый анализ, цель которого – получение информации о финансовом состоянии компании-цели (либо обеих компаний – в случае слияния);
- это инвестиционный анализ, цель – объективная оценка целесообразности осуществления инвестиций в виде приобретения компании-цели.

Исходя из позиций системного подхода, мы полагаем, данные точки зрения являются ограниченными в силу следующих *особенностей сделок M&A*:

- комплексный характер. Следует различать понятия «системность» и «комплексность». Принцип комплексности требует охвата всех значимых сторон деятельности изучаемого объекта, всестороннего анализа их причинных зависимостей в экономике управления предприятием, анализа всех значимых факторов предприятия, которые описывают комплекс внутренних противоречий, положительных и отрицательных сторон каждого явления, процесса [3; с. 16];
- наличие нескольких субъектов сделки, интересы которых могут быть разнонаправлены, что порождает различие в стратегии поведения, фактор, который должен учитываться при разработке аналитических процедур;
- сложная экономическая природа сделок: с одной стороны, по сути, они относятся к инвестиционной деятельности, с другой стороны, 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, разработки систем оперативной диагностики эффективности деятельности объединенной компании, а также систем показателей перспективной оценки;
- многоэтапность сделок M&A: наличие прединтеграционного, интеграционного и постинтеграционного этапов – каждому из которых соответствует свой набор целей, определяющих специфику задач анализа;
- характер объединения: дружественный или враждебный – что влияет на информационную базу обоснования управленческих решений.

Выделенные особенности сделок M&A определяют *специфику анализа слияний и поглощений*:

- а) наличие как минимум трех объектов анализа: компания-поглотитель (в случае слияния – компания 1), компания-цель (компания 2) и объединенная компания;
- б) выделение трех обособленных блоков анализа: на прединтеграционном, интеграционном, постинтеграционном этапах – цели и задачи анализа по каждому блоку принципиально различаются. Следует также выделить и четвертый блок – «Дезинтеграционный этап», на котором должны быть проанализированы причины и последствия разделения бизнеса и прекращения деятельности;
- в) содержание анализа на прединтеграционном этапе будет зависеть от целей интеграции (финансовая или (и) операционная синергия) и ее направления (горизонтальная, вертикальная, конгломератная), от характера M&A (дружественный или враждебный);
- г) комплексный характер: сочетание различных видов анализа (по источникам информации: финансового, внутрихозяйственного (управленческого); по категориям пользователей: внешнего и внутреннего; по временному признаку: ретроспективного, оперативного, перспективного).

Исходя из концепции системного подхода, выделенных особенностей сделок M&A и определяемой ими

специфики экономического анализа интеграционных процессов, мы полагаем, цель экономического анализа слияний и поглощений может быть сформулирована следующим образом:

Цель экономического анализа слияний и поглощений состоит 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 формирования стратегии слияния/поглощения, своевременном выявлении факторов, способных повлечь отклонения от разработанной стратегии – на этапе объединения; в оценке финансовой и операционной синергии, полученной в результате интеграции компаний или определения причин ее отсутствия – для интегрированной компании; в выявлении причин и последствий разукрупнения (ликвидации) интегрированной компании.

Сформулированное нами определение общей цели анализа процессов слияний и поглощений требует конкретизации с учетом этапов жизненного цикла интеграции бизнеса (рис. 4).

Кривая жизненного цикла интеграции бизнеса, представленная на рис. 4, иллюстрирует основные этапы M&A:

- I – прединтеграционный этап (стадия анализа возможности, целесообразности, затрат и ожидаемых результатов от слияния/поглощения);
- II – этап интеграции (стадия осуществления интеграционных расходов и юридического оформления сделки слияния/поглощения);
- III – постинтеграционный этап (стадия становления и функционирования интегрированной компании):
 - IIIa – подэтап положительного синергетического эффекта от осуществления сделки слияния/поглощения;
 - IIIb – подэтап стабильного развития и нулевого синергетического эффекта);
- IV – дезинтеграционный этап (стадия устойчивого снижения величины денежного потока и выхода из бизнеса – прекращения деятельности).

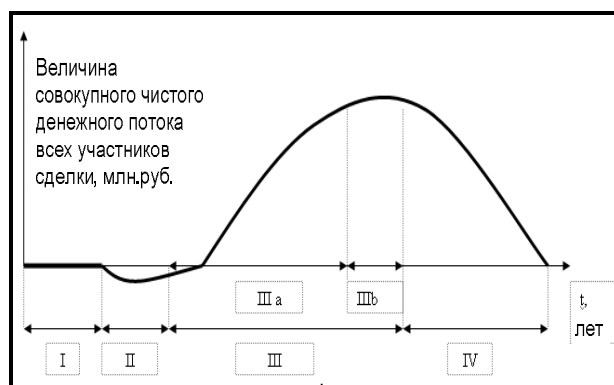


Рис. 4. Кривая жизненного цикла интеграции бизнеса (этапы)

Для каждого этапа объединения компаний характерны специфические цели анализа, что следует из приведенной характеристики особенностей различных участков жизненного цикла интеграции бизнеса. Мы предлагаем следующую структуру дерева целей анализа (рис. 5).



Рис. 5. Цели анализа слияний и поглощений в зависимости от стадий интеграционного процесса

Представленная на рис. 5 схема дерева целей анализа слияния/поглощения, позволяет сделать вывод об уникальности и обособленности задач, которые возникают перед аналитиком на различных этапах интеграции. Поэтому, на наш взгляд, в основу систематизации задач анализа должен быть положен принцип их разделения в зависимости от стадии процесса М&А.

Мы выделяем следующие особенности прединтеграционного этапа:

1. Необходимость обоснования целесообразности слияния/поглощения, что подразумевает для компании, рассматривающей возможность интеграции анализ конкурентного окружения и возможности роста в отрасли, внутрихозяйственный финансовый анализ, анализ в системе финансового менеджмента, цель которого – обоснование финансовых планов, прогнозирование результатов возможной интеграции (в данном случае ключевыми являются моменты анализа структуры капитала, возможности и целесообразности привлечения заемных источников финансирования, прогнозная оценка рисков).
2. Выбор компании-цели слияния/поглощения, обоснование решения. В общем виде данный блок подразумевает решение следующих задач.
3. Выбор цели: прежде всего, необходим внешний финансовый анализ, цель которого – оценка результатов финансово-хозяйственной деятельности поглощаемой (присоединяемой) компании, составление общего представления об ее инвестиционной привлекательности. Дальнейшая конкретизация вопроса, на наш взгляд, требует учета таких факторов, как вид сделки (слияние или поглощение), направление интеграции (горизонтальная, вертикальная, конгломератная), характер интеграции (дружественная или враждебная).

Мы полагаем, при поглощении проводимый анализ компании-цели должен быть более тщательным, чем в случае слияния, поскольку компания-«поглотитель» принимает на себя все риски компании-цели, кроме того, изменяется структура ее капитала, соотношение собственных и заемных средств, что чревато вероятностью банкротства. Поэтому в случае поглощения, особое значение имеет инвестиционный анализ компании-цели, включающий два крупных блока: анализ инвестиционной привлекательности поглощаемой организации и анализ факторов, влияющих на эффективность инвестиций, оценка параметров риска финансовых операций. Кроме того, на наш взгляд, направление интеграции – важнейший фактор в определении задач анализа. Как было рассмотрено ранее, в случае горизонтальной интеграции объеди-

няются компании одного бизнес-профиля. Поэтому, мы полагаем, в данном случае ключевым является внутрихозяйственный анализ компании-цели, направленный на выявление «узких мест» в производственном и финансовом циклах интегрируемых компаний, оптимизация производственных, снабженческих, сбытовых процессов, процесса управления эффективностью деятельности. Однако, выполнение данных задач сомнительно в случае недружественного поглощения, ввиду отсутствия доступа к внутренней информации. В случае вертикальной интеграции целесообразность проведения внутрихозяйственного управленческого анализа, на наш взгляд невелика, поскольку объединяются компании с разными бизнес-профилями. Но, мы считаем, что в целях минимизации рисков возможного слияния/поглощения, потребность в проведении внутрихозяйственного финансового анализа является актуальной, в том числе и для обоснования инвестиционной привлекательности компании-цели. При этом следует учитывать, что в случае недружественного поглощения, доступ к такой информации будет затруднен.

Обоснование выбора: обобщение данных внешнего финансового, внутрихозяйственного финансового и внутрихозяйственного управленческого, а также инвестиционного анализа, на основании которого делается вывод о «привлекательности» компании-цели (интегрируемой компании, в случае слияния).

Следующей особенностью прединтеграционного этапа является необходимость разработки стратегии слияния/поглощения, приоритетными являются задачи анализа в рамках концепции финансового менеджмента, а именно, аналитическое обоснование стратегического и финансового планов интеграции.

Выделив особенности прединтеграционного этапа сделок слияния/поглощения, мы разработали схему задач анализа процессов интеграции бизнеса для данного этапа (рис. 6), в разрезе: компания-поглотитель – компания-цель (для случая слияния также можно рассматривать данную схему, при этом задачи «поглотителя» можно экстраполировать на обе интегрируемые компании). В рамках представленной схемы нами выделены два крупных блока задач анализа, объектом одного из которых является непосредственно компания-«поглотитель» (блок «Анализ целесообразности М&А»), объектом другого – компания-цель (блок «Анализ инвестиционной привлекательности»). На наш взгляд, данный подход обеспечивает наглядность приоритетных задач анализа, стоящих на этапе решения вопроса о целесообразности интеграции перед обоими участниками сделки, позволяет разработать аналитически обоснованную, адекватную стратегию интеграции.

На рис. 6 нами приведена наиболее полная классификация задач экономического анализа М&А на прединтеграционном этапе. Следует заметить, что данная схема является иллюстрацией случая *дружественного поглощения*, то есть подразумевается, что у компании-поглотителя имеется полный доступ к внутренней информации компании-цели, которая, в свою очередь, является заинтересованной в осуществлении сделки. При этом у компании-цели возникает ряд специфических задач – важная из которых – определение достоверной стоимости своего бизнеса, являющейся базой для оценки эффективности продажи.

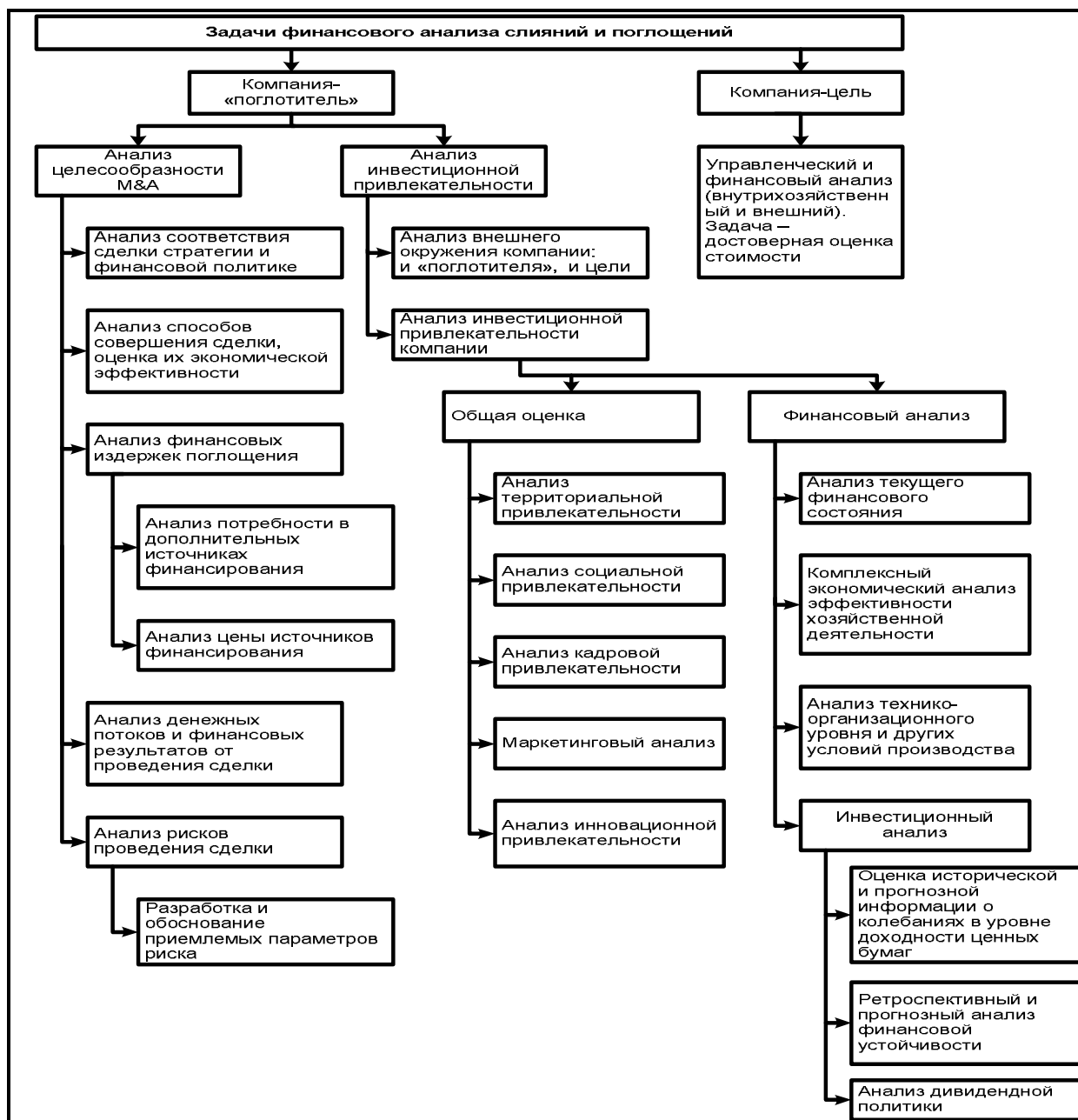


Рис. 6. Задачи анализа M&A на прединтеграционном этапе

В случае *недружественного поглощения* (слияния) компания-поглотитель сможет провести только внешний ретроспективный финансовый анализ компании-цели, на базе которого будут сделаны вероятностные выводы об уровне ее инвестиционной привлекательности, подкрепленные данными отраслевого анализа (уровень конкуренции, положение в отрасли, рыночная доля, динамика изменений).

Особенностью *интеграционного этапа* сделок M&A является то, что он связан с планированием и реализацией организационных мероприятий, обусловленных интеграцией бизнеса. Планирование в данном случае, на наш взгляд, следует понимать как динамический процесс, то есть план интеграции должен постоянно корректироваться с учетом данных мониторинга изменений бизнеса участников сделки слияния/поглощения.

С нашей точки зрения, на интеграционном этапе можно выделить два основных направления анализа. С одной стороны, это условия объединения, а с другой, расходы на интеграцию (рис. 7). Условия объединения, по нашему мнению, включают два блока: «Объединение бизнес-профилей», а именно как нужно комбинировать различные производственные и финансовые аспекты компаний-участниц интеграции, и блок «Организационная структура», обеспечивающая оптимальную систему управления, что, в свою очередь, напрямую связано с кадровой политикой. Разработка данных направлений в основном характерна для случая слияния. При поглощении, особенно вертикальном или конгломератном, изменения коснутся только организационной структуры и отчасти системы управления, прежде всего, это касается случаев образования холдинга.



Рис. 7. Содержание анализа на интеграционном этапе М&А

Задачи аналитика на данном этапе заключаются в установлении базовых критериев, определяющих экономический эффект от слияния/поглощения. Составляется операционный и финансовый бюджет, имеющие эквивалентное значение в случае горизонтального слияния/поглощения. В случае вертикального слияния/поглощения особое значение будет иметь операционный бюджет. В случае конгломератного – финансовый.

Планируемая потребность в объеме продаж, позволяющая компаниям наращивать конкурентные преимущества, а также планируемая экономия управленческих и коммерческих расходов, являющаяся важнейшим источником эффекта синергии, на наш взгляд, во многом будут определять условия объединения бизнес-профилей.

Бюджетирование [10; с. 10-24] также позволяет спрогнозировать будущие денежные потоки, на основе чего строится прогнозная оценка эффекта синергии.

Кроме того, мы полагаем, на этапе синергии важнейшей задачей анализа является анализ уровня и целесообразности расходов на интеграцию. Мы выделили две группы расходов: сопровождающие сделку (внешние) и внутренние. Задача аналитика состоит в том, чтобы провести их мониторинг, спрогнозировать эффект их влияния на уровень синергии.

Особенностью *постинтеграционного этапа М&А* является необходимость определения эффекта синергии, а также проведения комплексного экономического анализа текущей, инвестиционной, финансовой деятельности хозяйствующего субъекта (холдинга) (рис. 8).

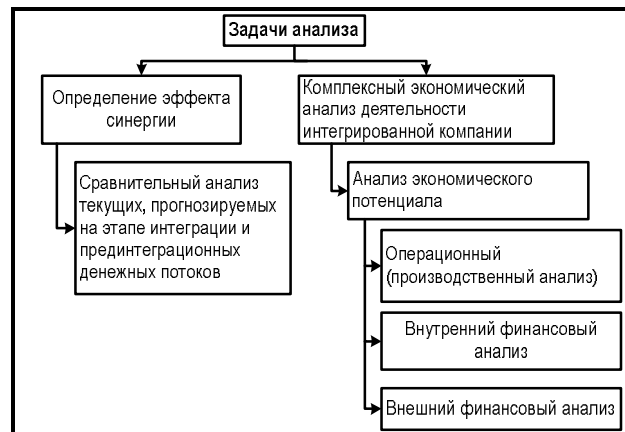


Рис. 8. Содержание анализа М&А на постинтеграционном этапе

Мы полагаем, на постинтеграционном этапе целесообразно выделять представленные на рис. 8 группы задач анализа, а именно, обособленно рассматривать задачи определения эффекта синергии [11; с. 21-30] и комплексного экономического анализа деятельности [12; с. 9].

Наш вывод обусловлен тем, что интегрированная компания может характеризоваться устойчивым финансовым положением, быть конкурентоспособной, однако, эффект синергии при объединении достигнут не был, и наоборот.

Определенные нами особенности различных этапов интеграции и определяемые ими цели и задачи экономического анализа М&А, а также обоснованная потребность в системно-комплексном подходе к их анализу позволили нам сделать вывод о целесообразности выделения нового вида прикладного экономического анализа, а именно *интеграционного анализа* (экономического анализа сделок слияния/поглощения), концептуальная схема которого представлена на рис. 9.

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 каждом этапе интеграции, в рамках обоснования решений стратегического, оперативного и тактического характера.

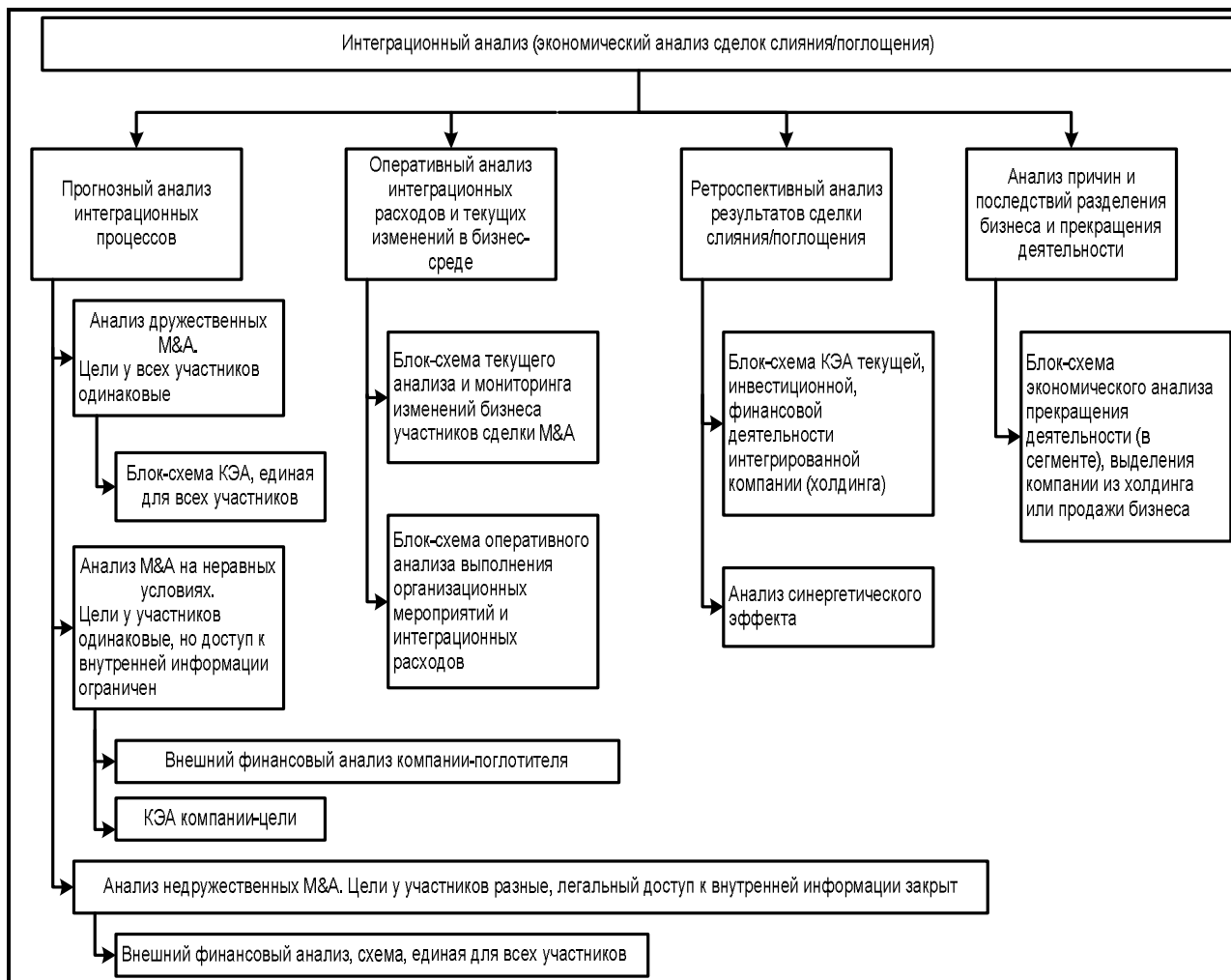


Рис. 9. Концептуальная схема интеграционного анализа (экономического анализа слияний и поглощений)

Схема, представленная на рис. 9, иллюстрирует данное нами определение интеграционного анализа. Данная схема построена в соответствии с концепцией жизненного цикла интеграции (рис. 4). В системе интеграционного анализа выделяют четыре уровня: прогнозный анализ интеграционных процессов (прединтеграционный этап); оперативный анализ интеграционных расходов и текущих изменений в бизнес-среде (интеграционный этап); ретроспективный анализ результатов сделки М&А (постинтеграционный этап) и анализ причин и последствий разделения бизнеса и прекращения деятельности (дезинтеграционный этап).

Исходя из выделенных нами особенностей каждого этапа, установленных целей и задач (рис. 5, 6, 7, 8), мы делаем следующие выводы относительно содержания интеграционного анализа:

Прогнозный анализ интеграционных процессов, в зависимости от характера интеграции и степени доступности информации, сводится к комплексному экономическому анализу М&А – в случае дружественного слияния/поглощения схема с условием наличия доступа к внутренней информации компаний-участниц, схема для будет единой для обеих сторон. В случае интеграции на неравноправных условиях, компания-«поглотитель», имеющая доступ к внутренней информации компании-цели, должна будет провести ее ком-

плексный экономический анализ (прежде всего, в случае горизонтальной интеграции).

В свою очередь, компания-цель сможет провести лишь внешний финансовый анализ компании-«поглотителя». В случае недружественного М&А, в условиях отсутствия легального доступа к внутренней информации поглощаемой стороны, обе компании смогут провести только внешний финансовый анализ друг друга.

Оперативный анализ – на этапе интеграции. Включает блок текущего анализа и мониторинга изменений бизнеса участников сделки слияния/поглощения, а также блок оперативного анализа выполнения операционных мероприятий и интеграционных расходов.

Ретроспективный анализ результатов сделки слияния/поглощения – на постинтеграционном этапе включает комплексный экономический анализ текущей, инвестиционной, финансовой деятельности интегрированной компании (холдинга), а также анализ синергетического эффекта.

Дезинтеграционный этап: анализ причин и последствий разделения бизнеса и прекращения деятельности.

Представленная концептуальная схема интеграционного анализа может быть дополнена схемой содержания экономического анализа слияний и поглощений (рис. 10), содержащей следующие основные блоки.

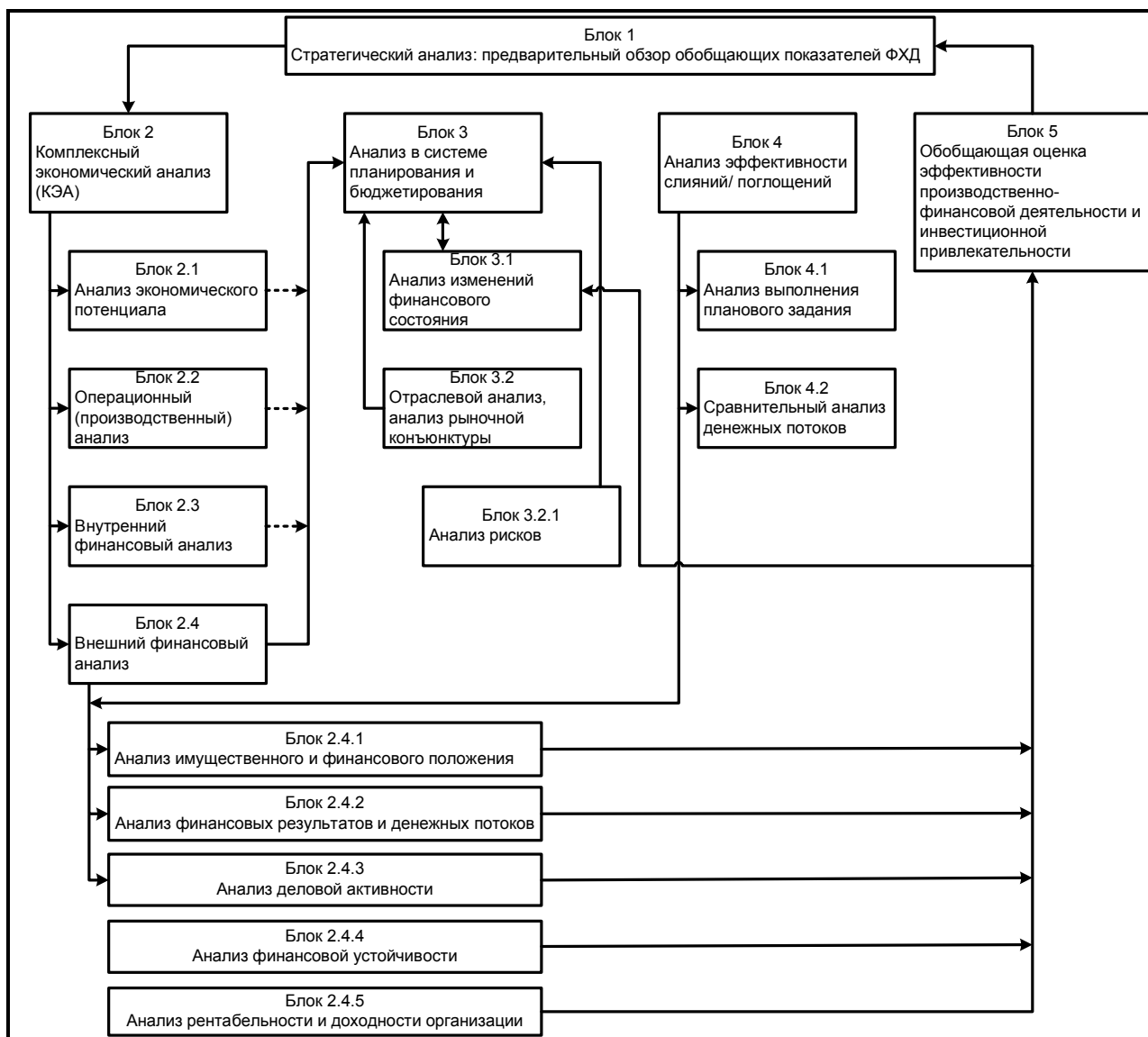


Рис. 10. Содержание интеграционного анализа

Блок 1 «Стратегический анализ: предварительный обзор обобщающих показателей финансово-хозяйственной деятельности (ФХД)» на прединтеграционном этапе – компаний-участниц М&А, на постинтеграционном этапе – интегрированной компании.

Блок 2 «Комплексный экономический анализ» [12; с.9], включающий блоки:

- 2.1 «Анализ экономического потенциала»,
- 2.2 «Операционный (производственный) анализ»,
- 2.3 «Внутренний финансовый анализ»,
- 2.4 «Внешний финансовый анализ».

На рис. 10 связь между Блоком 2 и Блоком 3 показана стрелкой от Блока 2.4 «Внешний финансовый анализ» к Блоку 3 «Анализ в системе планирования и бюджетирования». Связь с остальными блоками (2.1, 2.2, 2.3) показана пунктирной стрелкой. Это объясняется тем, что в большинстве случаев на практике возникают ограничения по доступу к внутренней информации компании-цели и компании-«поглотителя», кроме того распространены случаи недружественного слияния/поглощения, что объясняет возможность проведения только внешнего финансового анализа. На

рис. 10 приведена также концептуальная схема внешнего финансового анализа, отражены те направления, которые подлежат обязательному изучению в случае М&А:

- 2.4.1 «Анализ имущественного и финансового положения»,
- 2.4.2 «Анализ финансовых результатов и денежных потоков»,
- 2.4.3 «Анализ деловой активности организации и оценка ее сегментов»,
- 2.4.4 «Анализ финансовой устойчивости» (может быть дополнен экспресс-анализом кредитоспособности),
- 2.4.5 «Анализ рентабельности и доходности деятельности».

Блок 3 «Анализ в системе планирования и бюджетирования» (оперативный анализ) [13; с.167-337, с.314]; [14; с.72-87, 173]. Включает блоки 3.1 «Анализ изменения финансового состояния компаний-участниц М&А», 3.2 «Отраслевой анализ, анализ рыночной конъюнктуры», 3.2.1 «Анализ рисков».

Блок 4 «Анализ эффективности слияний и поглощений», последовательно связанный с Блоком 3. Вклю-

чает Блок 4.1 «Анализ выполнения планового задания», 4.2 «Сравнительный анализ денежных потоков» (необходим для оценки синергетического эффекта), а также связан с Блоком 1 «Комплексный экономический анализ», но в данном случае речь идет уже о КЭА интегрированной компании, поэтому актуальны будут все подблоки: 2.1, 2.2, 2.3, 2.4. На основе КЭА интегрированной компании дается обобщающая оценка эффективности производственно-финансовой деятельности организации, ее инвестиционной привлекательности – Блок 5 – и начинается новый этап стратегического анализа (связь Блока 5 и Блока 1). На основе сделан-

ных нами выводах о целях, задачах, содержании анализа слияния/поглощения компаний в зависимости от характера интеграции, можно сделать обобщенное заключение и об особенностях экономического анализа (табл. 1).

Данные табл. 1 позволяют сделать вывод о существенных различиях анализа слияний и поглощений в зависимости от характера интеграции, проявляемых преимущественно по таким классификационным признакам анализа, как «объекты», «субъекты», «пользователи информации», «виды анализа».

Таблица 1

ОСОБЕННОСТИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА

Классификационные признаки	Дружественное слияние/поглощение	Недружественное слияние/поглощение
1. Задачи анализа	Провести комплексную оценку целесообразности слияния/поглощения. Обосновать выбор источников финансирования, дать оценку стоимости капитала. Выявить внешние и внутренние факторы, влияющие на экономическую, бюджетную, экологическую эффективность капиталовложений. Организовать оперативный мониторинг изменения состояния рынков ценных бумаг. Оценить возможные варианты слияния/поглощения, выбрать оптимальный. Дать оценку текущей и спрогнозировать будущую финансовую устойчивость предприятия. Обосновать оптимальные управленческие по минимизации риска, максимизации целевых показателей Оптимизировать портфель инвестиций, оценить его эффективность. Дать аналитическое обоснование в ходе реализации стратегии слияния/поглощения. Осуществить постинтеграционный мониторинг, разработать рекомендации по улучшению количественных и качественных результатов	
2. Объекты анализа	Экономический потенциал компаний. Финансовые результаты деятельности. Хозяйственные процессы по производству и реализации продукции, использованию всех видов ресурсов, их формированию и расходованию. Инвестиции в реальные активы	Экономический и имущественный потенциал компании-цели. Финансовая устойчивость. Финансовые результаты деятельности Ценные бумаги эмитента – компании-цели
2. Объекты анализа	Инвестиционная привлекательность и финансовая устойчивость компании-цели. Ценные бумаги эмитента-компании-цели. Источники финансирования капиталовложений. Макроэкономические, финансовые, социальные тенденции развития экономики. Технические, технологические, социально-экономические, финансовые, юридические, экологические условия реализации стратегии интеграции. Состояние финансового рынка (международные аспекты)	Инвестиционная привлекательность. Макроэкономические, юридические условия деятельности. Конкурентная среда
3. Субъекты анализа	Финансовый, планово-экономический отделы интегрируемых компаний, бухгалтерия, производственные, юридические отделы, отделы технологического, экологического контроля, отделы операций с ценными бумагами	Финансовый, планово-экономический отдел, бухгалтерия, отдел операций с ценными бумагами компании-«поглотителя»
3. Субъекты анализа	Внешние консультанты. Финансовые брокеры. Финансовые менеджеры. Аудиторские и консалтинговые службы. Государственные контрольные органы	Финансовые менеджеры страховых обществ, частные инвесторы. Консалтинговые фирмы. Государственные контрольные органы
4. Пользователи информации	Владельцы компаний. Администрация компаний. Государственные контрольные органы. Органы исполнительной власти. Консалтинговые, аудиторские фирмы. Инвестиционные фонды. Банки	
5. Использование методов и приемов анализа	Методы анализа: сравнения, балансовый, элиминирования, комплексные оценки, корреляционно-регрессионного анализа, математического программирования, имитационного моделирования, простых и сложных процентов, дисконтирования; контрольно-аналитические приемы исследования: расчет абсолютных и средних величин, детализация показателей на его составляющие, сводки и группировки	
6. Вид анализа	Внешний, внутренний, перспективный, оперативный, ретроспективный, комплексный; экономический, финансовый, инвестиционный	Внешний, ретроспективный, перспективный; финансовый, инвестиционный

Мы полагаем, следует обратить особое внимание на характеристику и сочетание видов анализа в рамках интеграционного анализа (рис. 11), а именно нужно подчеркнуть различие комплексного и интеграционного анализа.

Представленная на рис. 11 схема отличается от общепринятых подходов (школа А.Д. Шеремета и школа В.В. Ковалева), но, что важно, не противоречит им. Так, в основу формирования системы комплексного анализа финансово-хозяйственной деятельности организации А.Д. Шереметом заложен ресурсный подход, в соответствии с которым цель комплексного экономического анализа – оценка эффективности использования различных видов ресурсов, базирующаяся на данных управленческого и финансового анализа, или, более конкретно, внутрихозяйственного управленческого и финансового анализа и внешнего финансового анализа. В.В. Ковалев, в отличие от А.Д. Шеремета, предлагает процессный подход к структурированию аналитических процедур в рамках комплексного экономического анализа, выделяя следующие основные блоки: «анализ ресурсов и эффективности их использования», «анализ производственно-технологического процесса» и «анализ результатов финансово-хозяйственной деятельности».

Мы полагаем, что ни один из представленных системных подходов не может быть использован нами как база для определения места анализа слияний и поглощений в рамках комплексного экономического анализа по ряду причин.

Представленные концепции основываются на предпосылке однообъектности анализа, то есть объектом

анализа выступает отдельно взятая организация как хозяйствующий субъект. Как нами было отмечено ранее, особенность анализа сделок слияния и поглощения заключается в том, что возникает, как минимум, три объекта анализа: компания-«поглотитель» (в случае слияния – компания 1), компания-цель (в случае слияния – компания 2) и интегрированная компания. Все объекты анализа взаимосвязаны, причем теснота этой связи такова, что проведение только внешнего финансового анализа либо управленческого и финансового анализа по тем направлениям, которые выделяет А.Д. Шеремет [1; с. 258]; [15], а также проведение структурного анализа по системе В.В. Ковалева [1; с. 262], не позволят дать достоверное аналитическое обоснование целесообразности и ожидаемой эффективности интеграции, поскольку их данные помогут сделать только ряд выводов относительно инвестиционной привлекательности интегрируемых компаний, при этом анализ факторов, условия и прогнозирование инвестиций, а также разработка единой системы оптимизации процессов управления эффективностью деятельности интегрируемых компаний, останутся не освещенными.

Предложенная нами схема анализа (рис. 11) «поглощает» подходы А.Д. Шеремета и В.В. Ковалева. Мы выделяем блоки внешнего финансового и внутрихозяйственного управленческого анализа (в соответствии с подходом А.Д. Шеремета). В случае дружественного горизонтального поглощения, полагаем, необходимо применение процессного подхода, предложенного В.В. Ковалевым.

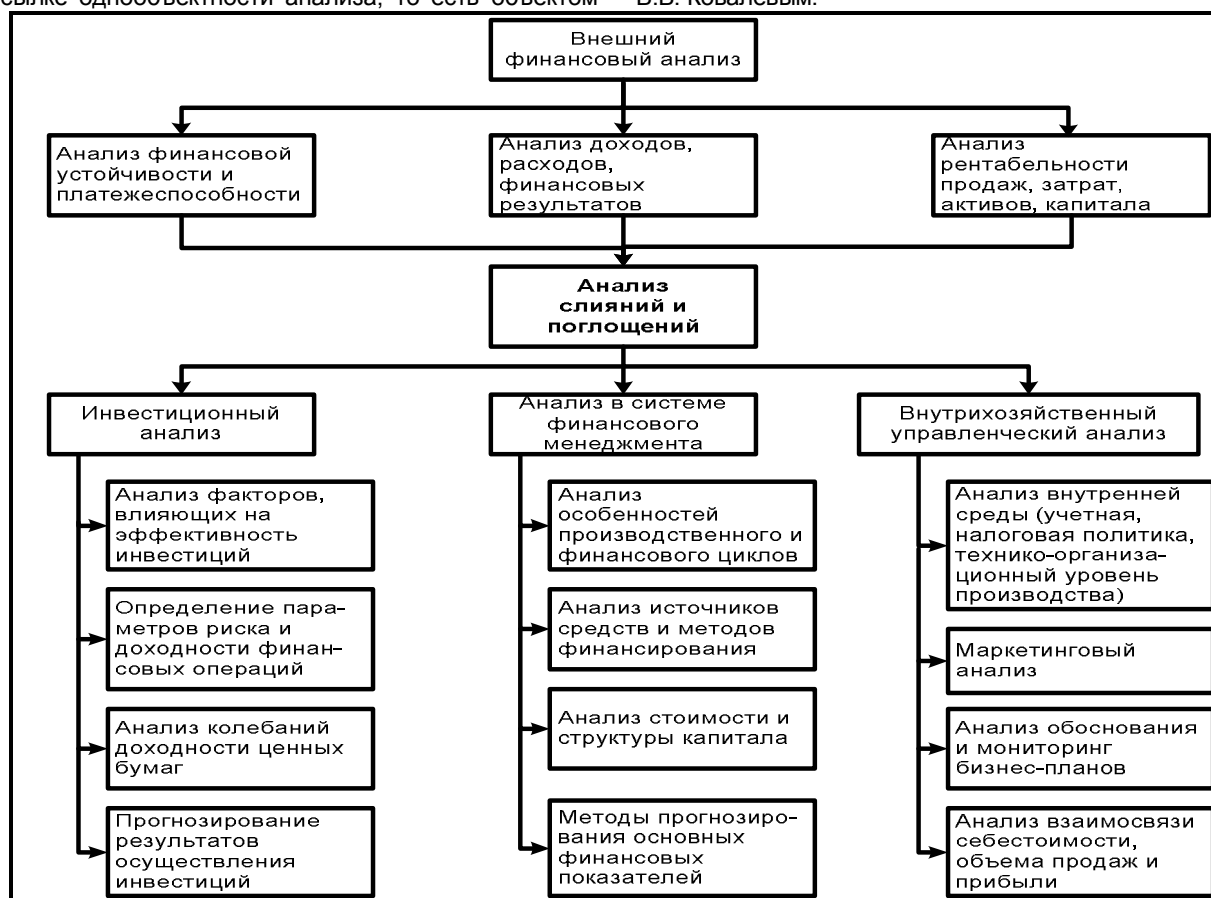


Рис. 11 Структура и содержание интеграционного анализа по видам экономического анализа

Однако, на наш взгляд, при анализе слияний и поглощений, на прединтеграционном этапе, помимо указанных, необходимо выделить еще два направления анализа: инвестиционный [16; с. 61] и в системе финансового менеджмента [17; с. 180, 194-199], поскольку именно они позволяют определить целесообразность интеграции, разработать ее стратегический и финансовый план.

Выделенные нами дополнительно блоки нашли свое отражение и в системе А.Д. Шеремета [15], однако на них не сделан акцент, что обусловлено рамками однообъектного анализа. В случае слияний и поглощений, на наш взгляд, эти направления анализа не должны рассматриваться как часть внутрихозяйственного или внешнего финансового анализа, они играют самостоятельную роль, поскольку без их результатов невозможно принять взвешенное решение о целесообразности интеграции. Таким образом, внешний финансовый и внутрихозяйственный управленческий и финансовый анализ позволяют проанализировать инвестиционную привлекательность сторон-участниц процессов M&A, инвестиционный анализ позволяет обосновать решение о возможности интеграции, а также оценить инвестиционные риски и анализ в системе финансового менеджмента необходим для обоснования стратегических и финансовых планов интеграции, а также для разработки критериев системы эффективного управления интегрированной компанией. По нашему мнению, объединение этих четырех блоков анализа и составляет комплексный анализ сделок слияния/поглощения.

Литература

1. Ковалев В.В. Финансовый анализ. Методы и процедуры. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 560 с.
2. Ковалев В.В., Волкова О.Н. Анализ хозяйственной деятельности предприятия. – М.: ПБОЮЛ "Грищенко Е.М.", 2000. – 424 с.
3. Прыкина Л.В. Экономический анализ предприятия. – М.: Юнити-Дана, 2004. – 407 с.
4. Томилов В.В. Менеджмент: Учебник. / Под ред. В.В. Томилова. – М.: Юрайт-Издат, 2003. – 591 с.
5. Барнгольц С.Б. Методология экономического анализа деятельности хозяйствующего субъекта. / Барнгольц С.Б., Мельник М.В. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 240 с.
6. Гохан П. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 741 с.
7. Игнатишин Ю.В. Слияния и поглощения. Стратегия, тактика, финансы. – СПб.: Питер, 2005. – 208 с.
8. Рудык Н.Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. / Рудык Н.Б., Семенова Е.В. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 456 с.
9. Гирько Д.А. Анализ эффективности слияний и поглощений / Гирько Д.А. // Экономический анализ: теория и практика. – 2005. – № 18 (51). – с. 38-45
10. Алексеев С.В. Технология бюджетирования в оценке эффекта корпоративной интеграции / С.В. Алексеев // Финансовый менеджмент. – 2005. – № 4. – с. 10 – 24.
11. Лапшин П.П. Синергетический эффект при слияниях и поглощениях компаний / Лапшин П.П., Хачатуров А.Е. // Менеджмент в России и за рубежом. – 2005. – №2. – с. 21-30.
12. Ендовицкий Д.А. Системный подход к анализу финансовой устойчивости коммерческой организации / Ендовицкий Д.А., Ендовицкая А.В. // Экономический анализ: теория и практика. – 2005. – №5 (38). – с. 7-13
13. Платонова Н.А. Планирование деятельности предприятия / Платонова Н.А., Харитонов Т.В. – М.: Дело и сервис, 2005. – 432 с.
14. Ендовицкий Д.А. Инвестиционный анализ в реальном секторе экономики. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 352 с.
15. Шеремет А.Д. Методика финансового анализа / Шеремет А.Д., Негашев Е.В. – М.: Инфра-М, 1999
16. Ендовицкий Д.А. Комплексный анализ и контроль инвестиционной деятельности. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 400 с.
17. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. – М.: Финансы и статистика. – 2001. – 768 с.

Ендовицкий Дмитрий Александрович