



**М. В. ДЖИОЕВ**  
 Аспирант кафедры  
 «Экономика и антикризисное  
 управление» Финансового  
 университета при  
 Правительстве РФ,  
 победитель Всероссийского  
 конкурса научных  
 студенческих работ по  
 проблемам антикризисного  
 управления (Хабаровск, 2009).  
 Государственный налоговый  
 инспектор в ИФНС России  
 № 2 по г. Москве.  
 E-mail: djioev@mail.ru

**В** статье рассматривается система показателей экономического анализа интеграционных процессов промышленных предприятий. Основное внимание уделено оценке эффективности интеграции и эффекта синергии. Анализ сделок слияний и поглощений предприятий необходимо рассматривать как совместный инвестиционный проект, обеспечивающий прирост рыночной стоимости.

**КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:**

инвестиционная привлекательность сделок, поглощение, синергетический эффект, слияние, финансовая устойчивость, эффективность интеграции

# Совершенствование системы показателей экономического анализа М&А

**С**делки слияний и поглощений промышленных предприятий отличаются сложностью и уникальностью, характеризуются в зависимости от целей, задач, выбранного направления интеграции, отношения сторон к сделке. Кроме того, они сопряжены с высоким риском, связанным с доступностью, полнотой, достоверностью и адекватностью информации, а также высоким уровнем неопределенности при принятии соответствующих стратегических решений. Учитывая эти факторы, для анализа интеграционных процессов следует использовать сложную, многоуровневую систему показателей.

На наш взгляд, невозможно разработать единую, унифицированную систему показателей

для анализа интеграционных процессов, поскольку в каждом случае набор факторов, определяющих условия проведения слияний и поглощений, уникален. В то же время существуют группы показателей, обязательных, но не всегда достаточных для обоснования принятия решения о целесообразности, возможности, рискованности, эффективности процессов слияния/поглощения. Следовательно, можно говорить о том, что есть базовая модель системы показателей интеграционного анализа, но мы считаем, что в большинстве случаев она не будет удовлетворять такому важному критерию, как достаточность. Данное утверждение актуально в ситуации слияния/поглощения при отсутствии доступа к внутренней

информации предприятия-цели (интеграции). Однако это скорее частный случай, поэтому предлагается выстраивать систему показателей интеграционного анализа без учета ограничения информационного поля.

Среди показателей, используемых в анализе слияний и поглощений промышленных предприятий, наиболее важными являются показатели внешнего финансового анализа предприятия, основанные на данных финансовой отчетности, ретроспективные по своему характеру и используемые для анализа различных финансовых аспектов деятельности объединяемых предприятий, в том числе для оценки инвестиционной привлекательности предприятия-цели (интеграции). В практике применяется большое количество коэффициентов, которые целесообразно разбить на группы. Ниже представлены коэффициенты, чаще всего используемые для финансового анализа объединяемых предприятий, как неплатежеспособных, так и платежеспособных, в целях оценки угроз потери платежеспособности [4, с. 61–74]:

● *показатели платежеспособности и ликвидности:*

- общая степень платежеспособности;
- степень платежеспособности по текущим обязательствам;
- коэффициент текущей ликвидности;
- коэффициент абсолютной ликвидности;
- коэффициент промежуточной ликвидности;

● *показатели финансовой устойчивости:*

- коэффициент финансовой независимости;
- коэффициент обеспеченности инвестициями;
- коэффициент обеспеченности текущих активов;

■ коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами;

■ коэффициент обеспеченности материально-производственных запасов;

● *показатели рентабельности:*

- рентабельность активов;
- рентабельность собственных средств;
- рентабельность инвестиций;
- рентабельность продукции;
- рентабельность продаж;
- норма чистой прибыли;

● *показатели деловой активности:*

- коэффициент оборачиваемости активов;
- коэффициент оборачиваемости собственных средств;

■ коэффициент оборачиваемости основных средств;

■ коэффициент оборачиваемости текущих активов;

■ коэффициент оборачиваемости материально-производственных запасов;

■ коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности;

● *показатели доходности акций:*

■ дивиденды на 1 привилегированную акцию, на 1 обыкновенную акцию;

■ чистая прибыль на 1 акцию;

■ балансовая стоимость акций;

■ доходность акций;

■ норма распределения чистой прибыли на выплату дивидендов.

Представленная система показателей построена в рамках теории антикризисного управления предприятиями и представляет собой оценку основных показателей финансового состояния предприятия в динамике.

Предлагается дополнить блок показателей финансовой устойчивости двумя коэффициентами. Первый из них – коэффициент финансовой устойчивости  $K_{fs}$ , отражающий удельный вес источников финансирования, которые могут быть использованы длительное время:

$$K_{fs} = \frac{SE + LL}{BV},$$

где  $SE$  – собственный капитал;  $LL$  – долгосрочные обязательства;  $BV$  – валюта баланса. В случае отсутствия долгосрочных обязательств  $K_{fs}$  будет равен коэффициенту автономии ( $K_a = SE/BV$ ), характеризующему долю собственных средств в структуре всех источников.

Второй дополнительный коэффициент – коэффициент маневренности  $K_m$ , показывающий, какая часть собственных средств вложена в наиболее мобильные активы:

$$K_m = WC/SE,$$

где  $WC$  – собственный оборотный капитал;  $SE$  – собственный капитал. Эти коэффициенты относятся к категории относительных показателей, их динамика позволяет сделать выводы об изменении финансового состояния промышленных предприятий – участников М&А.

Показатель «собственный капитал», используемый в расчетах, является комплексным. В его составе можно выделить:

● располагаемый капитал, в том числе:

■ инвестированный капитал (уставный, а также часть добавочного капитала в виде эмиссионного дохода);

■ накопленный капитал (резервный капитал, а также нераспределенную прибыль прошлых лет и отчетного периода);

■ результаты переоценки, повлекшей за собой изменения стоимости активов (часть добавочного капитала);

- потенциальный капитал (доходы будущих периодов);

- временную составляющую собственного капитала – резервы предстоящих расходов.

Фактическое увеличение финансовой устойчивости и способность наращивать свои средства будут характеризовать соотношение инвестированного и накопленного капитала. Динамика данных коэффициентов позволяет сделать выводы об изменении финансового состояния промышленных предприятий – участников М&А.

Группа показателей оборачиваемости характеризует то, насколько эффективно используются соответствующие группы активов или ресурсов промышленного предприятия в его деятельности по производству и реализации продукции.

Если участниками сделки М&А являются акционерные общества, в системе показателей внешнего финансового анализа предлагается еще один блок показателей, отражающих доходность акций. Его следует выделить по ряду причин. Во-первых, в финансовой отчетности акционерных обществ содержится открытая информация о количестве выпущенных акций, их доходности, дивидендной политике. Во-вторых, как показывает мировая практика, значительная часть слияний и поглощений промышленных предприятий осуществляется в целях увеличения дохода на акцию, укрепления своих позиций на рынке ценных бумаг, а значит, повышения инвестиционной привлекательности, поэтому данные показатели имеют особое значение, в том числе для оценки текущей (расчета будущей) стоимости интегрируемого предприятия [3, с. 263–280]. Поэтому предлагается включить в данный блок следующие показатели:

- балансовую стоимость одной акции  $BVS$ . Она отражает величину уставного капитала (акционерного), приходящегося на одну обыкновенную акцию:

$$BVS = \frac{OC - VPS}{NOS},$$

где  $OC$  – величина уставного капитала;  $VPS$  – стоимость привилегированных акций;  $NOS$  – количество обыкновенных акций, находящихся в обращении в отчетном периоде;

- чистую прибыль на одну обыкновенную акцию  $EPS$ :

$$EPS = \frac{E}{NOS},$$

где  $E$  – чистая прибыль в отчетном периоде;

- текущую норму доходности ( $CRR$ ), которая характеризует текущую норму доходности одной обыкновенной акции:

$$CRR = \frac{DPS}{PPS},$$

где  $DPS$  – дивиденды, приходящиеся на одну обыкновенную акцию;  $PPS$  – цена приобретения одной акции;

- дивидендную норму доходности ( $DRR$ ), она характеризует дивидендную норму доходности одной обыкновенной акции:

$$DRR = \frac{DS}{NVOС},$$

где  $NVOС$  – номинал одной обыкновенной акции [1, с. 146–147].

Поскольку в круг задач экономического анализа слияний и поглощений промышленных предприятий входит не только оценка сложившихся расходов производственного и финансового характера, но и определение их оптимальной величины и структуры (в том числе для целей планирования эффекта синергии), в системе показателей финансового анализа чрезвычайно важна оптимальная структура капитала. В его составе ключевой показатель – средневзвешенная цена. Она отражает сложившийся минимум возврата на вложенный в деятельность организации капитал [3, с. 210]. Общая формула расчета может быть представлена следующим образом [5, с. 56]:

$$WACC = \sum_{j=1}^n K_j \times d_j,$$

где  $WACC$  – средневзвешенная цена капитала;  $K_j$  – стоимость  $j$ -го источника средств;  $d_j$  – удельный вес  $j$ -го источника средств в их общей сумме.

Средневзвешенная цена капитала выполняет важнейшие функции в экономическом анализе слияний и поглощений российских промышленных предприятий, так как используется в качестве коэффициента дисконтирования при определении текущей стоимости приобретаемого бизнеса.

В соответствии с моделью Ларсона и Гондеса [2, с. 114] важнейшими показателями на прединтеграционном этапе являются: коэффициенты обмена акциями ( $ER$ ) и прибыли на акцию ( $EPS$ ):

$$EPS = \frac{E_1 + E_2}{NOS_2 + NOS_1 \times ER};$$

$$ER = \frac{PPS_2^*}{PPS_1},$$

где  $E_1, E_2$  – чистый доход компаний 1 и 2 соответственно;  $NOS_1, NOS_2$  – количество акций компаний 1 и 2 соответственно;  $PPS$  – цена одной акции;  $PPS^*$  – цена за акцию, предлагаемая предприятием-покупателем.

В экономическом анализе слияний и поглощений отсутствует понятие эталонной системы показателей, все зависит от характера, направления и вида интеграции. Предложен-

ная система показателей предназначена для совершенствования качественной составляющей анализа – эффективности интеграционных процессов промышленных предприятий, что позволит принимать более взвешенные решения относительно целесообразности проведения сделки M&A (на прединтеграционном этапе сделки) либо ее фактической эффективности (на постинтеграционном этапе).

Эффективное  
Антикризисное  
Управление

Список  
Литературы:

1. Бочаров В. П., Гусева Л. И. Практикум по экономическому анализу в коммерческих организациях. Воронеж: Изд-во Воронежск. гос. ун-та, 2010. 185 с.
2. Ван Хорн Д., Вахович Д. Основы финансового менеджмента. 11-е изд., перераб. и доп. М.: Вильямс, 2011. 992 с.
3. Ендовицкий Д. А., Соболева В. Е. Экономический анализ слияний/поглощений компаний. М.: Кнорус, 2010. 446 с.
4. Кован С. Е. Теория антикризисного управления предприятиями: Уч. пос. М: Финакадемия, 2010. 176 с.
5. Пласкова Н. С. Стратегический и текущий экономический анализ. М.: Эксмо, 2009. 653 с



Business Information  
in a Global Context



# УПРАВЛЕНИЕ ЧАСТНЫМ КАПИТАЛОМ

30 – 31 января 2012 | Гостиница Хилтон Ленинградская, Москва

Состояние крайней неопределенности на финансовых рынках, угроза рецессии ведущих мировых экономик, требует новых инвестиционных стратегий и решений для сохранения и преумножения капитала в современных условиях.

Бурный рост численности сегмента состоятельных людей в России и СНГ значительно обострил конкуренцию между российскими и международными частными банками, управляющими компаниями и семейными офисами за право управления миллионными состояниями клиентов. Для удержания текущих позиций на рынке, перед участниками отрасли стоит задача применения конкурентных подходов к управлению частным капиталом клиентов.

В связи с этим, компания C5 приглашает Вас посетить конференцию «Управление Частным Капиталом», 30-31 января, участие в которой позволит Вам:

- Ознакомиться с последними тенденциями в сфере управления частным капиталом в России и СНГ
- Выявить новые возможности в сфере управления частным капиталом в России и СНГ
- Освоить юридические и налоговые аспекты управления частным капиталом
- Узнать, как преодолеть дефицит специалистов управления частным капиталом
- Разработать инвестиционные стратегии с учетом ожиданий возвратности и риск-чувствительности клиентов
- Адаптировать новейшие стратегии брэндинга и позиционирования

Executive Sponsor



ISI EMERGING MARKETS

Media Partners



Для регистрации звоните : +44 (0) 20 7878 6901, или пишите на: [marketing@C5-Online.com](mailto:marketing@C5-Online.com)