

Методика оценки премии в сделках слияния и поглощения на развивающихся рынках для частных компаний

Е.В. Рябова¹, В.В. Петрова²,

Национальный исследовательский университет

«Высшая школа экономики»,

Москва, Россия

¹<http://orcid.org/0000-0002-7829-7452>

²<http://orcid.org/0000-0002-4905-008X>

АННОТАЦИЯ

Введение. В условиях глобализации экономик сделки слияния и поглощения (mergers and acquisitions, M&A) приобретают все большую актуальность в бизнесе в качестве стратегического развития компаний. Сделки M&A, как правило, оцениваются на предмет их эффективности для компаний-покупателей и/или компаний-целей. Существует достаточно много работ и эмпирических исследований, посвященных данному направлению. Однако большая их часть осуществлена для публичных компаний, имеющих акции, котирующиеся на бирже. При этом в последние десятилетия сделки M&A более актуальны для частных компаний, функционирующих на развивающемся рынке капитала. В силу несовершенства развивающегося рынка капитала, отсутствия доступной и достоверной информации о частной компании-цели инвесторам требуется методика, способная учесть данные особенности рынка, чтобы более обоснованно рассчитать цену сделки и премию в ее структуре.

Предмет. В качестве объекта исследования выступили сделки слияний и поглощений в странах группы БРИКС (Бразилия, Россия, Индия, Китай, ЮАР) за 2005–2015 гг.

Цель. В этой связи цель работы заключается в разработке методологического аппарата по оценке премий в сделках M&A для частных компаний развивающихся рынков капитала.

Методы. В качестве методов исследования использовались как общенаучные методы исследования (анализ, синтез, сравнение, графический), так и специальные (статистические методы анализа, коэффициентный метод).

Результаты. В данной статье предложен авторский подход к оценке справедливой рыночной стоимости и премии в сделках M&A с частными компаниями на развивающихся рынках капитала, проведена апробация методики.

Область применения результатов. Предложенная методика может быть использована как внешними, так и внутренними аналитиками для расчета и обоснования премии в сделках с частными компаниями на развивающихся рынках капитала.

Ключевые слова: слияния и поглощения; премия в сделках слияний и поглощений; методика расчета премии; справедливая рыночная стоимость частных компаний; метод мультипликаторов

Для цитирования: Рябова Е.В., Петрова В.В. Методика оценки премии в сделках слияния и поглощения на развивающихся рынках для частных компаний // Финансы: теория и практика. 2017. Т. 21. Вып. 5. С. 128–139.

УДК 338.001.36

JEL G34

DOI 10.26794/2587-5671-2017-21-5-128-139

The Method of Estimating the Premium in Mergers and Acquisitions in Emerging Markets for Private Companies

E.V. Ryabova¹, V.V. Petrova²,

National Research University

“Higher School of Economics”, Moscow, Russia

¹<http://orcid.org/0000-0002-7829-7452>

²<http://orcid.org/0000-0002-4905-008X>

ABSTRACT

Introduction. In the context of globalization of economies mergers and acquisitions (in short M&A) are becoming increasingly important in business, as a strategic development of companies. M&A deals, as a rule, are assessed for their efficiency for acquiring company and/or for target-company. There are a lot of papers and empirical studies on this subject. However, most of them concern public companies with shares listed on the stock exchange. Moreover, in the last decade M&A deals were most typical for private owned companies operating in an emerging capital market. Due to the imperfections of an emerging capital market, lack of available and reliable information about private target-companies, investors need a methodology able to take into account these features of the market, to more reasonably calculate the transaction price and the premium in its structure.

Topic. As the object of the study we analyse mergers and acquisitions in the countries of the BRICS group (Brazil, Russia, India, China, South Africa) for 2005–2015.

Purpose. The purpose of this study is development of methodological apparatus for assessment of premiums in M&A transactions for private companies in emerging capital markets.

Methods. As research methods were used general scientific methods (analysis, synthesis, comparison, graphics), and special ones (statistical analysis methods, the coefficient method).

Results. In this article we present the author’s approach to the assessment of fair market value and premiums in M&A transactions with private companies in emerging capital markets. We also conducted testing of proposed methodology.

Implementation. The proposed methodology can be used by both external and internal analysts to calculate and justify the premium in deals with private companies in emerging capital markets.

Keywords: mergers and acquisitions; the premium in mergers and acquisitions; method of calculation of the premium; the fair market value of private companies; method of multipliers.

Citation: Ryabova E.V., Petrova V.V. The method of estimating the premium in mergers and acquisitions in emerging markets for private companies. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*, 2017, vol. 21, no. 5, pp. 128–139.

УДК 338.001.36

JEL G34

DOI 10.26794/2587-5671-2017-21-5-128-139

ИСПОЛЬЗУЕМЫЙ ПОНЯТИЙНЫЙ АППАРАТ

В международной практике принято различать понятия «слияние» и «поглощение» в зависимости от результата сделки. Так, в результате слияния двух и более компаний на их основе образуется новое юридическое лицо с прекращением деятельности последних, в результате поглощения — единственным действующим юридическим лицом остается поглощающая компания, а поглощаемая ликвидируется. Данный подход полностью соответствует нормам российского законодательства, регулирую-

ющим процесс реорганизации юридического лица в формах «слияния» и «присоединения»¹.

В данной работе мы будем придерживаться подхода зарубежных исследователей и практи-

¹ «Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая)» от 30.11.1994 № 51-ФЗ (ред. от 29.07.2017), ст. 57. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/63213653d504d250157b82cd9d3232e3c26b5782/ (дата обращения: 10.08.2017).

Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах», ст. 15–17. URL: http://www.consultant.ru/document/Cons_doc_LAW_8743/60be6cf020189b0e452f8c55ddd6392c04dc0f55/ (дата обращения: 10.08.2017).

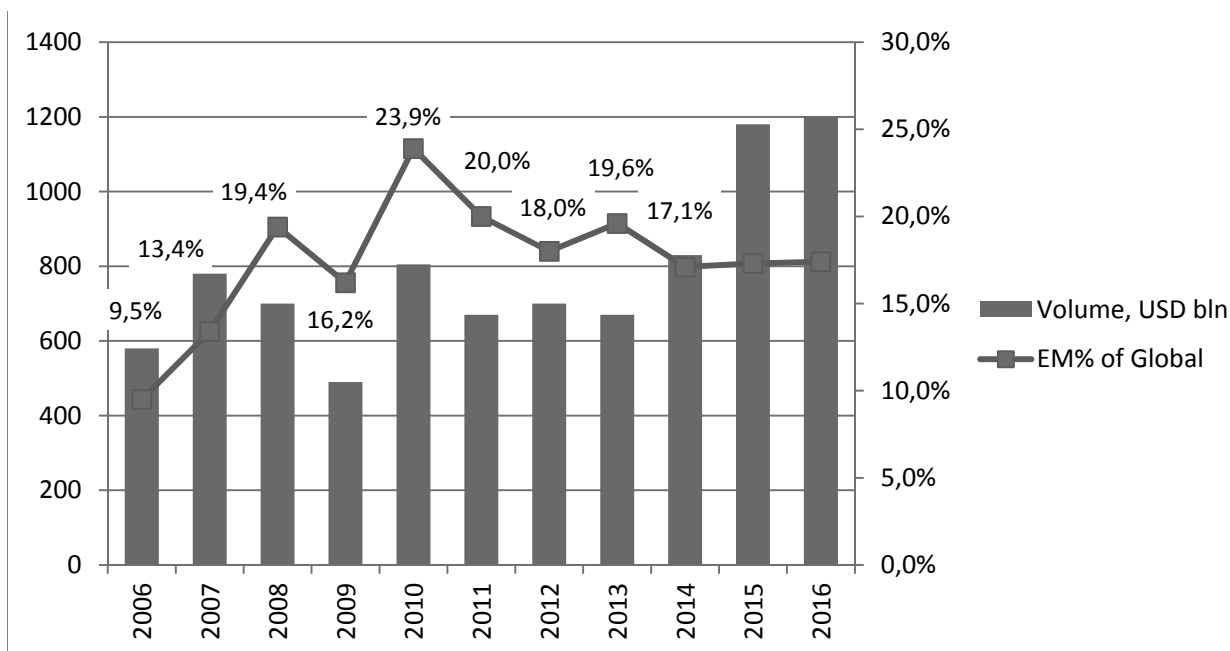


Рис. 1 / Fig 1. Динамика объема сделок М&А на развивающихся рынках / Dynamics of volume of transactions M&A in emerging markets*

* Thomson Reuters. Emerging markets M&A review. Full year 2015. URL: http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2015_Emerging_Markets_MandA_Financial_Advisory_Review.pdf (дата обращения: 12.04.2017).

ков, которые в большинстве не проводят четкого различия между понятиями «слияние» и «поглощение» и объединяют их в одно понятие М&А (mergers and acquisitions). Так, например, С.Ф. Рид, А.Р. Лажу (2009 г.) отмечают, что «поглощение — общий термин, используемый для описания процесса передачи собственности, в то время как слияние — просто более узкий термин для описания процедуры, которая может последовать или не последовать за поглощением» [1, с. 95]. В целях исследования детерминант формирования премий, различиями в формах сделки можно пренебречь, и подобное объединение понятий вполне оправданно.

Таким образом, в тексте статьи под сделкой М&А будет пониматься оплаченная сделка с участием как минимум двух сторон, в результате которой права собственности на компанию-цель в том или ином объеме переходят к компании-покупателю.

Премией в сделках М&А считается превышение цены сделки (сумма, реально выплаченная покупателем за объект) над справедливой рыночной стоимостью объекта по состоянию на дату совершения сделки.

Понятие справедливой рыночной стоимости основано на оценке общих характеристик объекта непосредственно рынком. Согласно международ-

ным стандартам оценки рыночная стоимость (fair value) — «сумма, за которую состоялся бы обмен между заинтересованными сторонами в результате коммерческой сделки после надлежащего маркетинга, в которой каждая из сторон действовала бы, будучи хорошо осведомленной, и без принуждения» [2, с. 42]. Схожими характеристиками обладают определения справедливой рыночной стоимости объекта, содержащегося в стандартах «ASA Business Valuation Standards»² и «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)»³, используемых американским и российским сообществом оценщиков соответственно.

КРАТКИЙ ОБЗОР РЫНКА М&А

В условиях глобализации, исчерпав возможности внутреннего роста и развития, многие крупные компании сталкиваются с необходимостью реструктуризации и расширения бизнеса через

² American Society of Appraisers Business Valuation Standards, 2009. URL: http://www.appraisers.org/docs/default-source/discipline_bv/bv-standards.pdf?sfvrsn=0 Загл. с экрана (дата обращения: 16.04.2017).

³ Приказ Минэкономразвития РФ от 20.05.2015 г. № 298 «Об утверждении Федерального стандарта оценки „Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)»». URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180061/ (дата обращения: 18.04.2017).

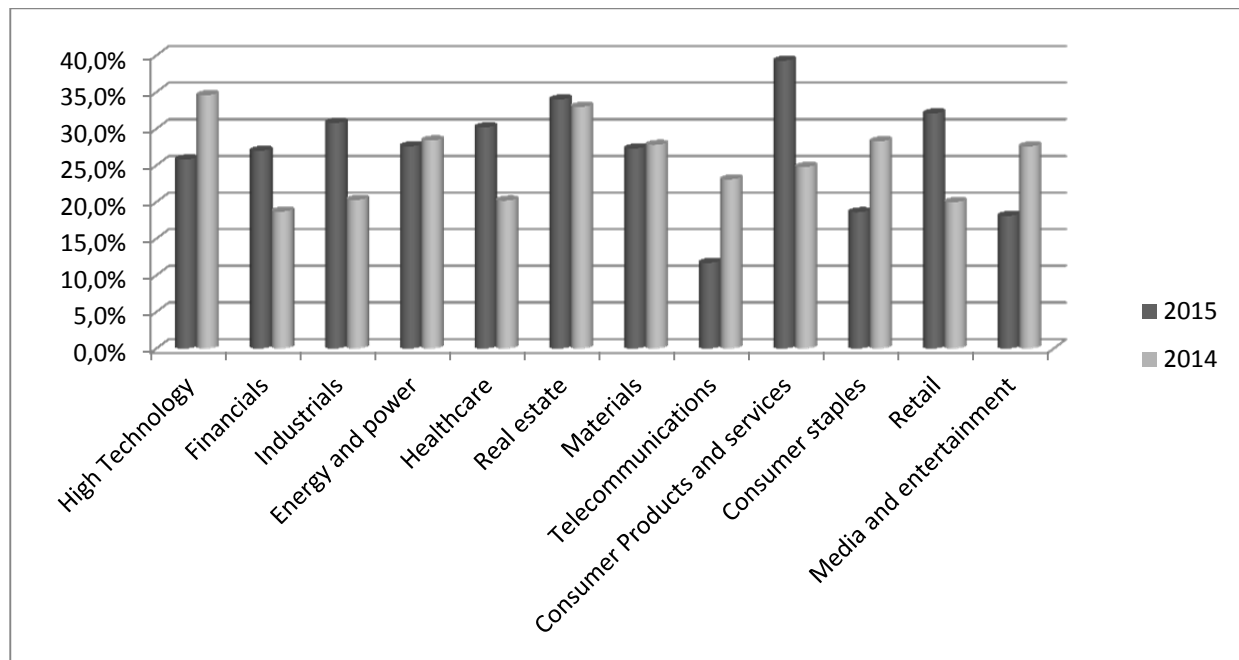


Рис. 2 / Fig. 2. Размер премии в сделках M&A с публичными компаниями стран БРИКС / The size of the premium in M&A deals of public companies in the BRICS countries*

* Thomson Reuters. Emerging markets M&A review. Full year 2015. URL: http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2015_Emerging_Markets_MandA_Financial_Advisory_Review.pdf.

сделки слияния и поглощения. Данный вопрос особенно актуален для развивающихся рынков капитала, в течение последних десятилетий демонстрирующих высокие темпы роста. Рассмотрим динамику объемов анонсированных сделок, а также доли стран БРИКС в мировом объеме сделок на рис. 1.

Объем рынка сделок M&A в странах БРИКС увеличился за 2015 г. на 41,6% по сравнению с предыдущим годом. Подобный рост стал возможен во многом за счет значительного увеличения объемов и величины сделок в Китае (общая сумма сделок превысила 806 млрд долл. США) и в Южной Африке. Стоит также отметить, что растущий тренд наблюдается с 2011 г., что свидетельствует о возрастающей активности на рынке M&A в странах БРИКС. Доля стран БРИКС в мировом объеме сделок также значительна, и учитывая высокие темпы роста Китая, можно ожидать дальнейшее увеличение показателя в ближайшие годы.

Несмотря на рост в рассматриваемых странах в целом, в России в 2015 г. рынок M&A сократился на 29% по сравнению с 2014 г., было проведено в общей сложности 504 сделки на сумму около 56 млрд долл. США. «Причиной подобного результата является снижение активности внутренних сделок и уменьшение средней суммы сделок

вследствие падения курса рубля»⁴. Таким образом, можно сделать вывод о возрастании роли развивающихся стран на рынке сделок M&A на мировом уровне, что подтверждает необходимость подробного изучения особенностей рынка и формирования премий.

На рис. 2 представлены средние уровни премий в цене, выплаченных в сделках слияния и поглощения стран БРИКС с публичными компаниями за последние 2 года.

Средний размер премий в сделках с публичными компаниями-целями в 2015 г. составил 26,9%. Наибольшие по величине премии наблюдались в отрасли потребительских товаров и услуг (39,3%), недвижимости (34%) и розничной торговли (32,1%), наименьшие — в телекоммуникационной отрасли (11,7%). Представленный анализ подтверждает, что сделки M&A на развивающихся рынках капитала заслуживают пристального внимания как со стороны практиков, так и исследователей.

Сделки слияний и поглощений, как правило, оцениваются на предмет их эффективности для компаний-покупателей и/или компаний-целей.

⁴ KPMG. Обзор рынка слияний и поглощений в 2015 г. Февраль 2016. URL: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/05/ru-ru-ma-survey-report-may-2016.pdf> (дата обращения: 17.04.2017).

В качестве критерия эффективности выступает стоимость компаний, выражаемая через критерий избыточной накопленной доходности для акционеров (см., например, С. Loderer [3]; А. Gregory [4]; S.B. Moeller et al. [5], М. Martynova et al. [6], А. Wong et al. [7], N. Huyghebaert [8]). Обзор эмпирических исследований, посвященных оценке эффективности сделок М&А с применением метода событий (event studies) для развитых и развивающихся рынков капитала, представлен в работах С.А. Григорьевой [9], И.В. Ивашковской и др. [10, 11], И.В. Скворцовой и др. [12]. Следовательно, многочисленные работы посвящены оценке стоимости компании «до» и «после» совершения сделки М&А. Если для публичных компаний в качестве справедливой оценки стоимости бизнеса выступают рыночные котировки акций, то для частных компаний, превалирующих в развивающихся странах, такая оценка не представляется возможной. При этом цена сделки и премия в ее структуре играют немаловажное значение. По мнению многих ученых, важнейшим этапом подготовки сделки является оценка ожидаемых выгод (см., например, П.А. Гохан [13, с. 226–235], М. Vugeja [14], Д.В. Тихомиров [15]). Следовательно, встает вопрос об объективной оценке справедливой стоимости бизнеса и возможной величины премии в цене.

В силу наличия большого количества публичных компаний на развитых рынках частные компании либо исключаются из выборки ввиду трудоемкости определения справедливой рыночной стоимости, отсутствия необходимой информации и несоответствия критериям отбора, либо делается предпосылка об отсутствии различий в определении премии в сделках с частными и публичными компаниями. На наш взгляд, такой подход не всегда оправдан, так как нельзя не принимать во внимание такие особенности развивающихся стран, как недостаточное развитие финансовых рынков, отсутствие качественных долгосрочных статистических рядов данных, открытой и доступной информации об участниках рынка. Поэтому вопрос относительно реальной применимости факторов и эмпирической состоятельности моделей при оценке частных компаний развивающихся рынков остается открытым.

В связи с этим цель данной работы — предложить методику по оценке премии в сделках М&А (mergers and acquisitions) для частных компаний в условиях развивающихся рынков капитала.

ИЗУЧЕННОСТЬ ВОПРОСА

Уровень премий в цене, выплачиваемых в сделках М&А, является объектом рассмотрения в ра-

ботах многих зарубежных и отечественных авторов начиная с 70-х гг. прошлого века, что свидетельствует об активном научном интересе к данному вопросу. D. Dhaliwal et al. [16], П.А. Гохан [13, с. 489–506] в своих работах подтвердили, что корпорации, совершая сделки М&А в целях монополизации отрасли (Dhaliwal et al, 2004) либо в целях диверсификации бизнеса (Гохан, 2010), готовы выплачивать значительные премии за объект приобретения. Авторы рассматривали зависимость между премией в сделках М&А от размера компании-покупателя и/или компании-цели [5, с. 17–22]. Например, Alexandridis et al. [22] получили, что покупатели готовы платить более высокую цену за относительно малую цель, так как ожидают более высокую отдачу от сделки. В сделках с крупными фирмами покупатели более тщательно подходят к оценке, и это приводит к снижению ожидаемой цены сделки, а, следовательно, и премии в ее структуре.

В ряде работ отмечается, что участие в торгах нескольких покупателей также может оказывать влияние на цену сделки [18, 20]. Данное замечание базируется на предположении о том, что наличие конкуренции за компанию-цель повышает рыночную власть продавца в ходе торгов и приводит к повышению уплачиваемых цен. Таким образом, вполне ожидаемо, что продавцы для повышения конечных цен сделок могут целенаправленно следовать тактике увеличения количества покупателей, участвующих в торгах [23].

Высокая премия в сделках М&А может зависеть и от амбиций менеджеров, которые считают, что способны более эффективно управлять бизнесом [15]. Согласно гипотезе высокомерия менеджеров (manager hubris), которая была выдвинута еще в 90-х гг., в некоторых случаях менеджмент склонен вступать в сделки М&А исходя из личных мотивов [24]. В таких ситуациях чистая экономическая выгода и ожидаемый прогноз синергии не являются главными факторами для совершения сделки. Однако эмпирически такие факторы трудно проверить в силу закрытости/отсутствия информации.

Обобщая исследования по данному направлению, можно отметить, что чаще всего исследователями используются стандартный и альтернативный (метод событий — event study) подходы к измерению премии.

В рамках *стандартного подхода* в качестве прокси-переменной для величины премии выступает разница в цене покупки акции в ходе сделки и нормальной рыночной цены акции. При этом

премия рассчитывается на основе рыночных цен⁵ или балансовой стоимости активов⁶. Большинство авторов сходятся во мнении, что более обоснованно использование рыночной премии, так как она по определению приводит к более корректным результатам.

При измерении уровня премии в сделках с публичными компаниями авторы расходятся лишь в определении временных интервалов, в течение которых должны анализироваться рыночные котировки. В этих целях используются как усредненные котировки за некоторый период, так и цены на конкретный момент времени в прошлом. Определение исследуемого временного интервала играет немаловажную роль: дата котировок для оценки нормальной рыночной цены акций не должна быть слишком близка к дате анонсирования сделки, чтобы исключить возможные колебания цен вследствие появления инсайдерской информации и слухов о готовящейся сделке. В то же время она не должна быть слишком далека от даты анонсирования, чтобы отражать актуальное состояние дел на момент сделки. Авторами для определения нормальной рыночной цены акций компании-цели до сделки рассматривались следующие временные интервалы:

- Цена за 40 дней до объявления сделки [25].
- Цена за 30 дней до объявления сделки [18, 26].
- Цена за 2 недели до объявления сделки [17].
- Цена за 2 дня до объявления сделки [27].
- Среднее значение котировок за 3 месяца до объявления сделки [28].

При *альтернативном подходе* в качестве прокси-переменной величины премии используют показатель накопленной избыточной доходности компании-цели (cumulative abnormal return, CAR). В частности, данный подход считается наиболее эффективным при оценке величины премии за контроль в сделках приобретения различных по

объему пакетов акций. Главным вопросом при использовании данного подхода является выбор окна событий — временного интервала до и после совершения сделки, в течение которого анализируется динамика изменения котировок (краткосрочное окно наблюдений, short-term event studies, либо долгосрочное, long-term event studies). Более подробный анализ полученных результатов представлен в работе И.В. Скорцовой и др. [12].

Однако рассмотренные методы и подходы можно применить только для публичных компаний-целей, которые и выступают в качестве объектов исследований на развитых и развивающихся рынках капитала. Подобный подход вполне оправдан тем, что котировки акций по определению должны отражать наиболее справедливую оценку компании рынком и рыночными игроками. Для частных компаний, которые не имеют акций, но являются целью слияния или поглощения, эти подходы в таком виде не применяются. В этой связи предложим методику по оценке справедливой стоимости частной компании, являющейся целью сделки M&A.

МЕТОДИКА И ЕЕ АПРОБАЦИЯ ПО ОЦЕНКЕ ПРЕМИИ В СДЕЛКАХ M&A С ЧАСТНЫМИ КОМПАНИЯМИ

Для того чтобы определить премию сделки M&A с частной компанией, потребуется первоначально рассчитать ее справедливую стоимость. Одной из особенностей развивающихся рынков продолжает оставаться относительная закрытость информации. Большая часть малых и средних сделок осуществляется непублично, поэтому в открытых источниках присутствуют данные, являющиеся лишь малой частью всего объема рынка. Таким образом, участники сделки зачастую не имеют возможности объективно оценить параметры и структуру совершающейся сделки на основе рыночной информации по аналогичным сделкам. Учитывая эти особенности и трудности оценки финансовых показателей частных компаний на развивающихся рынках капитала [29, с. 123–126], на наш взгляд, целесообразно применить метод публичной компании-аналога. Данный метод предполагает сопоставление частной компании с публичными фирмами-аналогами в нормальных рыночных условиях [30, с. 256]. Очевидно, что найти компанию, полностью аналогичную оцениваемой, не представляется возможным, однако для получения объективных результатов анализа должна быть достигнута разумная и оправданная сопоставимость. Требования к размеру компаний

⁵ $Market\ Value\ Premium = \frac{P^*}{P_{-t}} - 1$, где P^* — цена, выплаченная

в ходе сделки за 1 акцию компании-цели; P_{-t} — рыночная цена акции компании-цели за определенный период до анонсирования сделки.

⁶ $Book\ Value\ Premium = \frac{P^*}{\frac{Net\ assets}{Shares\ outstanding}} - 1$, где P^* —

цена, выплаченная в ходе сделки за 1 акцию компании-цели; $Net\ assets$ — чистые активы компании-цели; $Shares\ outstanding$ — количество акций в обращении компании-цели.

при использовании данного подхода не так суровы, как принято считать. Многие закрытые частные компании на самом деле достаточно велики по размеру для выхода на рынок. Алгоритм реализации данного подхода включает в себя несколько этапов, описанных ниже:

1. *Формирование выборки сделок.* На этом этапе необходимо сформировать критерии, по которым будут отбирать сделки.

2. *Подбор публичных компаний-аналогов.* Для каждой из частных компаний-целей в имеющейся выборке необходимо подобрать публичные компании аналоги. В качестве совокупности аналогов рекомендуется использовать выборку публичных европейских компаний, функционирующих на текущий момент, по которым имеются данные для расчета необходимых мультипликаторов. Выбор аналогов должен основываться на принципах схожести отрасли функционирования компаний, близости по производственным и финансовым характеристикам. Процесс подбора аналогов рекомендуется осуществлять в несколько этапов:

1) первоначально все компании в сформированной выборке необходимо подразделить по отраслям исходя из NACE кода;

2) для каждой отрасли подобрать аналоги из выборки публичных компаний;

3) для достижения разумной и оправданной сопоставимости из сформированных подвыборок (компании-отрасль) убрать компании, значительно (более чем в 2 раза) превышающие частные компании по размеру активов и выручки.

3. *Выбор и расчет мультипликаторов по данным аналогов.* В зависимости от типа оцениваемой стоимости существуют две базовые категории мультипликаторов, применяемых при оценке сравнительным подходом:

- мультипликаторы капитала (equity multiples);
- мультипликаторы инвестированного капитала (invested capital multiples).

Основным отличием мультипликаторов инвестированного капитала является использование для расчета оцениваемой стоимости, кроме собственного капитала, также долгосрочных долговых обязательств. Учитывая, что при приобретении бизнеса во владение и распоряжение нового собственника попадает совокупный капитал (вне зависимости от его структуры), вторая группа мультипликаторов, с нашей точки зрения, более предпочтительна для оценки сделок приобретения контрольных пакетов акций. Кроме того, целью подавляющего большинства сделок M&A не

является покупка миноритарных пакетов, что еще раз подтверждает обоснованность применения мультипликаторов инвестированного капитала.

Мультипликаторы инвестированного капитала, в свою очередь, можно разделить на следующие группы, исходя из используемого в знаменателе показателя:

- мультипликаторы прибыли и денежного потока (MVIC7/EBIT, MVIC/EBITDA, MVIC/FCF);
- балансовые мультипликаторы (MVIC/Book Value of Invested Capital);
- мультипликаторы выручки (MVIC/Revenue);
- мультипликаторы, основанные на натуральных показателях (MVIC/some physical measure of activity or capacity).

После произведенных расчетов определить средневзвешенную долю каждого мультипликатора из коэффициента вариации значения мультипликатора среди рассматриваемых аналогов. Относительная близость расчетных мультипликаторов различных компаний друг к другу свидетельствует о том, что показатель в знаменателе данного мультипликатора оказывает наибольшее влияние на рыночную стоимость компании. Таким образом, наибольший вес необходимо присвоить мультипликатору с наименьшим коэффициентом вариации, и наоборот.

В результате применения данного подхода мы получаем усредненные показатели, полагаем, что возникающие в процессе оценки рыночной стоимости ошибки измерения частично взаимно нейтрализуют друг друга, что снизит вероятность получения смещенных показателей.

Расчет коэффициентов объекта оценки и компании-аналога должен быть произведен, исходя из требований временной сопоставимости, поэтому должны также учитываться периоды совершения сделок.

4. *Внесение поправок к итоговому расчетному значению справедливой рыночной стоимости.* Наиболее распространенными поправками являются: учет премии за контрольный характер и скидка за недостаток ликвидности. Работ по исследованию величины коэффициента контроля на развивающихся рынках капитала не так много. Данный критерий рассчитывается как отношение стоимости приобретаемого пакета к стоимости аналогичного в составе 100%-ного и применяется, если доля покупки менее 100% [коэффициент «С» в формуле (1)]. Так, российской аудиторско-консалтинговой компанией ФБК предложены средние поправочные коэффициенты

⁷ MVIC — Market value of invested capital.

Таблица 1 / Table 1

Результаты формирования выборки / The results of the sampling

Критерий / Criterion	Китай/ China	Россия/ Russia	Индия/ India	Бразилия/ Brazil	ЮАР/ RSA	Итого/ Total
Исходный размер выборки	567	184	104	87	71	1013
1. Нет информации о финансовых показателях для необходимых расчетов	-257	-75	-49	-26	-38	-445
2. Приобретаемый пакет менее 100%	-41	-18	-8	-16	-7	-90
Итоговый размер выборки,	269	91	47	45	26	478
в том числе:						
с публичными компаниями-целями	28	15	12	6	10	71
с непубличными компаниями-целями	241	76	35	39	16	407

за контроль [31]. Например, по мнению А. Жигло, В. Устименко, А. Стекольников, если приобретается доля от 50% + 1 акция до 75% – 1 акция, то поправочный коэффициент контроля должен составлять 0,96, если же переходит доля собственного капитала выше 75%, то поправка за контроль равна 1 [31].

Скидки за недостаточную ликвидность наиболее часто применяются для компаний, акции которых не торгуются публично. Так как компании-аналоги являются публичными, акции которых торгуются, то данную корректировку можно не осуществлять в расчетах.

5. *Расчет премии.* Фактическая величина выплаченных премий будет рассчитана следующим образом:

$$Deal\ Premium = \frac{DV}{FMV \times C} - 1, \quad (1)$$

где

DV – сумма, выплаченная покупателем в ходе сделки (размер сделки);

FMV – справедливая рыночная стоимость компании-цели;

C – коэффициент контроля (см. п. 4 предлагаемой методики).

АПРОБАЦИЯ ПРЕДЛОЖЕННОЙ МЕТОДИКИ

Генеральная совокупность включала в себя сделки M&A, завершённые за период 31.12.2005–

31.12.2015, в которых объектом выступала компания стран BRICS (табл. 1). Источником данных являлась база Amadeus (Zephyr). В данной работе для апробации методики в качестве дополнительных критериев выступали сумма сделки и приобретаемая доля.

- Сумма сделки – не менее 10 млн долл. США, так как в дальнейшем планируется применение метода публичной компании-аналога для оценки частных фирм, поэтому сумма должна быть достаточно крупной, сопоставимой с объемами деятельности публичных европейских и американских компаний.

- Приобретаемая в результате сделки доля – не менее чем 100%-ный пакет акций, чтобы не исказить результаты поправками на уровень контроля и сделать выборку более однородной.

Для обеспечения сопоставимости не включались сделки, в которых в качестве объекта приобретения выступала финансовая компания. Для таких компаний одним из ключевых и объективных показателей эффективности деятельности является качество активов, которое не является предметом исследования в рамках данной работы.

В процессе последующего анализа выборки из нее были исключены все наблюдения, по которым отсутствовала необходимая информация для дальнейшего исследования: данные о сделке (дата анонсирования и завершения сделки, сумма сделки, приобретаемый пакет), о ее участниках

Используемые для расчетов мультипликаторы / Multipliers used for calculation

Мультипликатор / Multiplier		Расчет / Calculation
Прибыли / Profits	MVIC / EBIT	$\frac{\text{Market value of Equity} + \text{Long term Debt}}{\text{EBIT}}$
Балансовый / Balanced	MVIC / Book Value of IC	$\frac{\text{Market value of Equity} + \text{Long term Debt}}{\text{Book value of Equity} + \text{Long term Debt}}$
Выручки / Revenue	MVIC / Revenue	$\frac{\text{Market value of Equity} + \text{Long term Debt}}{\text{Total Revenue}}$

(название, страна, отрасль), финансовые показатели участников и т.д.

Таким образом, в выборку вошли 478 сделок, из которых 407 сделок было совершено с покупкой компании-цели, акции которой на момент совершения сделки не торговались на бирже. Более подробные результаты выборки в разрезе стран представлены в табл. 1. Эти данные лишь подтверждают актуальность вопроса, так как более 85% сделок M&A на развивающихся рынках капитала совершаются с частными компаниями. При этом около 60% из них происходили в анализируемый период в Китае.

Наблюдения в выборке компаний-целей были разбиты по отраслям (по NACE кодами), смежные подотрасли были объединены. Таким образом, для дальнейших расчетов были выделены 15 отраслей. Для обеспечения временной сопоставимости учитывался период совершения сделок. Периоды также объединялись, исходя из имеющейся информации по компаниям-аналогам. Наблюдения, для которых данные были недоступны, исключались из выборки. Если в анализируемой отрасли для нужного периода имелось менее 5 аналогов, то данная отрасль и компании исключались. Таким образом, было получено 40 подвыборок «отрасль-период» (суммарно 330 наблюдений).

В дальнейшем для оценки справедливой рыночной стоимости компании-цели были использованы три мультипликатора (табл. 2), исходя из имеющейся доступной для всех компаний-аналогов информации.

Проверка применимости каждого из мультипликаторов, определение средневзвешенной доли каждого из них для финального расчета справедливой стоимости, производился в разрезе каждой отдельной подвыборки (отрасль-период). По результатам расчетов наибольшая вариация была характерна для мультипликатора MVIC/EBIT — это было справедливо практически для всех подвыборок «отрасль-период».

Поправка за контроль не применялась при расчете справедливой рыночной стоимости компании-цели, так как рассматривались исключительно сделки по приобретению 100%-ной доли компании. Кроме того, мы полагаем, что премия за контроль является составной частью общей премии при слиянии и поглощении. Рассчитав все составляющие формулы (1), производится оценка премии сделки M&A.

Совокупность полученных таким образом значений премий была проанализирована на наличие выбросных значений из-за возможных ошибок в данных. Полученные значения премии отличаются сильным разбросом от -345 до +402%, поэтому подобные выбросные расчетные значения премий, по величине превышающие 200% и меньшие -100%, были исключены из анализа. Полагаем, в таких случаях на формирование размера премии оказывают влияние иные, не принимаемые нами в расчет, факторы. Описательная статистика полученных результатов, характеризующих размер премии в сделках с частными компаниями в странах БРИКС, представлена в табл. 3.

Таблица 3 / Table 3

Описательная статистика полученных результатов / Descriptive statistics of the obtained results

Variable	Obs	Minimum	Median	Mean	Maximum
Deal_Premium	298	-99%	22%	43%	200%

Таким образом, расчетные величины премий содержат отрицательные значения — можно говорить как об общей премии, так и о скидке в цене сделки для компаний в анализируемой выборке. Отрицательные значения, полагаем, связаны с завышением расчетной рыночной стоимости ряда компаний в рамках примененного подхода, что, однако, является допустимым для достижения цели исследования.

В целом имеет место смещение выборки в положительную сторону (асимметрия положительна и равна 1,27), это приводит к тому, что среднее значение превосходит медианное. Поэтому в качестве значения, характеризующего среднюю сделку, целесообразно использовать медианное значение. Полученное медианное значение 22% — несколько ниже средних премий в сделках с публичными компаниями по расчетам Thomson Reuters (26,9% в 2015 г.). Отметим также, что диапазон значений премий достаточно широк, что может объясняться как недостаточной развитостью рынка корпоративного контроля в развивающихся странах, так и недостатком данных по компаниям целям.

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Подход к измерению премии в сделках М&А для публичных и частных компаний принципиально

различается. Если в первом случае параметром справедливой рыночной стоимости компании выступает оценка стоимости акций со стороны рынка — биржевые котировки, то во втором случае такой подход неприменим, и анализ осложняется необходимостью применения альтернативного подхода.

В силу того, что многие факторы для частных компаний не могут быть объективно оценены в целях настоящего исследования, была обоснована необходимость и проведена апробация использования метода публичной компании аналога и применение мультипликаторов, основанных на стоимости инвестированного капитала.

Таким образом, в работе предложен авторский подход к оценке справедливой рыночной стоимости и премии в сделках М&А с частными компаниями на развивающихся рынках капитала. Доказана статистическая значимость данного подхода на достаточно большой выборке данных на временном интервале 2005–2015 гг. Предложенная методика по оценке справедливой стоимости частной компании и размера премии в сделках М&А вносит вклад в развитии методологической базы для проведения исследований в данной области.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ/REFERENCES

1. Рид С.Ф., Лажу А.Р. Искусство слияний и поглощений: пер. с англ. 4-е изд. М.: Альпина Паблишерз, 2009. 957 с.
Rid S.F., Lajoux A.R., Nesvold H.P. [The Art of M&: A Merger Acquisition Buyout Guide. 4th edition. New York: McGraw-Hill, 2007. 1082 p.] Rus. ed.: *Iskusstvo sliyanii i pogloshchenii*, 4th ed., Moscow: Alpina Publishers, 2009. 957 p.
2. Международные стандарты оценки. Восьмое издание. 2007 / пер. с англ. И.Л. Артеменкова, Г.И. Микерина, Н.В. Павлова, А.И. Артеменкова; под ред. Г.И. Микерина, И.Л. Артеменкова. М.: Саморегулируемая общероссийская общественная организация «Российское общество оценщиков», 2008. 422 с.
[The international valuation standards. Eighth edition. 2007. London: International Valuation Standards Committee, 2007.] Rus. ed. Mikerin G.I., Artemenkov I.L. (eds). *Mezhdunarodnye standarty otsenki*, 8th ed. Moscow: Self-regulating pan-Russian public organization "Russian society of appraisers", 2008. 422 p.
3. Loderer C., Martin K. Corporate acquisitions by listed firms: the experience of comprehensive sample. *Financial management*, 1990, vol. 19, pp. 17–33.
4. Gregory A., McCorriston S. Foreign acquisitions by UK limited companies: long-run performance in the US, Continental Europe and the rest of the world. URL: <http://business-school.exeter.ac.uk/documents/papers/accounting/2000/0002.pdf>.
5. Moeller S.B., Schlingemann, F.P., Stulz, R.M. Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 2004, vol. 73, pp. 201–228.

6. Martynova M., Renneboog L. A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking & Finance*, 2008, vol. 32, pp. 2148–2177.
7. Wong A., Cheung K.Y., Mun T. The Effects of Merger and Acquisition Announcements on the Security Prices of Bidding Firms and Target Firms in Asia. *International Journal of Economics and Finance*, 2009, vol. 1, no. 2, pp. 274–283.
8. Huyghebaert N., Luypaert M. Value creation and division of gains in horizontal acquisitions in Europe: the role of industry conditions. *Applied Economics*, 2013, vol. 45, pp. 1819–1833.
9. Григорьева С.А. Финансовые исследования стратегий диверсификации на развитых и растущих рынках капитала // Корпоративные финансы. 2007. № 1. С. 111–144.
Grigor'eva S.A. Financial researches of diversification strategy at developed and growing capital markets. *Korporativnye finansy = Corporate Finances*, 2007, no. 1, pp. 111–144. (In Russ.).
10. Ивашковская И.В., Шамраева С.А., Григориади Е.Е. Эмпирический анализ эффективности корпоративной диверсификации на растущих рынках капитала на примере стран БРИК // Экономический журнал ВШЭ. 2009. № 3. С. 360–382.
Ivashkovskaja I.V., Shamraeva S.A., Grigoriadi E.E. Empirical analysis of corporate diversification efficiency at growing capital markets by the example of BRICS countries. *Jekonomicheskij zhurnal VShJe = Economic Journal of HSE*, 2009, no. 3, pp. 360–382. (In Russ.).
11. Ивашковская И.В., Григорьева С.А., Кокорева М.С., Степанова А.Н. и др. Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитала): монография. М.: ИНФРА-М, 2016. 281 с.
Ivashkovskaja I.V., Grigor'eva S.A., Kokoreva M.S., Stepanova A.N. et al. Corporate financial decisions. Empirical analysis of Russian companies (corporate financial decisions at developing capital markets): monography. Moscow: INFRA-M, 2016. 281 p. (In Russ.).
12. Скворцова И.В., Проскурин С.С., Крыхтин В.Б., Стельмахова Е.А., Игнат'ев Е.Л. Использование метода событий в исследованиях слияний и поглощений на развитых и развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. 2013. № 4 (28). С. 125–139.
Skvorcova I.V., Proskurin S.S., Kryhtin V.B., Stel'mahova E.A., Ignat'ev E.L. Implementation of the method of events in studies of mergers and acquisitions in developed and emerging capital markets. *Korporativnye finansy = Corporate Finances*, 2013, no. 4 (28), pp. 125–139. (In Russ.).
13. Гохан П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний: пер. с англ. 4-е изд. М.: Альпина Паблишерз, 2010. 741 с.
Gaughan P.A. [Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings. 4th edition. New York: John Wiley & Sons, Inc. 2007. 648 p.]. Rus. ed.: *Slijanija, pogloshhenija i restrukturizacija kompanij*. 4th ed. M.: Alpina Publishers, 2010. 741 p.
14. Bugeja M., Da Silva Rosa R. Taxation and shareholder capital gains and the choice of payment methods in takeovers. *Accounting and Business Research*, 2008, vol. 38, no. 4, pp. 331–350.
15. Тихомиров Д.В. Оценка стоимости компаний при слияниях и поглощениях: учеб. пособие. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2009. 132 с.
Tihomirov D.V. Evaluation of companies' value at mergers and acquisitions: textbook. Saint-Petersburg: Publishing House SPbGUJeF, 2009. 132 p. (In Russ.).
16. Dhaliwal D., Erickson M., Heitzman S. The effect of seller income taxes in acquisition price: Evidence from purchases of taxable and tax-exempt hospitals. *Journal of the American Taxation Association*, 2004, vol. 26, no. 2, pp. 1–21.
17. Walking R., Edmister R. Determinants of tender offer premiums. *Financial Analysts Journal*, 1985, vol. 41, no. 1, pp. 27–37.
18. Hambrick M., Hayward D. Explaining the premium paid for large acquisitions: Evidence of CEO Hubris. *Administrative Science Quarterly*, 1997, vol. 42, pp. 103–127.
19. De Long G. Does long term performance of mergers match long term market expectation? Evidence from the US banking industry. *Financial Management*, 2003, vol. 32, no. 2, pp. 5–25.
20. Flanagan D., O'Shaughnessy K. Core related acquisitions, multiple bidders and tender offer premiums. *Journal of Business Research*, 2003, vol. 56, pp. 573–585.
21. Diaz B., Azofra S., Gutierrez C. Are M&A premiums too high? Analysis of a quadratic relationship between premiums and returns. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 2009, vol. 48, no. 3, pp. 5–21.

22. Alexandridis G., Fuller K., Terhaar L., Travlos N. Deal size, acquisition premia and shareholder gains. *Journal of Corporate Finance*, 2013, vol. 20, pp. 1–13.
23. Noronha G., Sen N. The determinants of bidder competition in corporate takeovers. *Journal of Economics and Finance*, 1996, vol. 20, no. 3, pp. 39–47.
24. Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of Business*, 1986, vol. 59, no. 2, pp. 197–216.
25. Gondhalekar V., Sant R., Ferris S. The Price of Corporate Acquisition. *Applied Economics Letters*, 2004, vol. 11, pp. 735–749.
26. Varaiya N. Determinants of premiums in acquisition transactions. *Managerial and Decision Economics*, 1987, vol. 8, pp. 175–184.
27. Wickramanayake J., Wood A. Determinants of acquisition premiums: Empirical evidence from mining industry in Australia and Canada. URL: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.598.7121&rep=rep1&type=pdf> (accessed: 20.05.2017).
28. Федотова М.А., Евстафьева Е.М. Премия за контроль и скидка за размер пакета: практическое применение отечественной статистики // Экономические стратегии. 2008. № 2. С. 156–161.
Fedotova M.A., Evstaf'eva E.M. Premium for control and discount for the size of holding: practical application of national statistics. *Jekonomicheskie strategii = Economic Strategies*, 2008, vol. 2, pp. 156–161. (In Russ.).
29. Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях: пер. с англ. 3-е изд. М.: Альпина Паблишерз, 2009. 332 с.
Jevans F., Bishop D. [Companies Evaluation at Mergers and Acquisitions: Value Creation in Private Companies. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2002. 312 p.]. Rus. ed. *Otsenka kompanii pri sliyaniiakh i pogloshcheniyakh: sozhdanie stoimosti v chastnykh kompaniyakh*, Moscow: Alpina Publishers, 2009. 332 p.
30. Pratt S. Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. 5th Edition. New York: McGraw-Hill Education, 2007. 1089 p.
31. Жигло А., Устименко В., Стеколыщикова А. Расчет поправки за контроль при оценке пакетов акций российских компаний. URL: http://www.rcb.ru/rcb/2005-12/6945/?phrase_id= (дата обращения 05.06.2017).
Zhiglo A., Ustimenko V., Stekol'shnikova A. Calculation of correction for control in evaluating the Russian companies stock of shares. URL: http://www.rcb.ru/rcb/2005-12/6945/?phrase_id= (accessed: 05.06.2017). (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ

Елена Вячеславовна Рябова — кандидат экономических наук, доцент кафедры финансового менеджмента, Национальный исследовательский университет «Высшая Школа Экономики», Москва, Россия
eryabova@hse.ru

Валентина Владимировна Петрова — магистр, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», кредитный аналитик, АО «Райффайзенбанк», Москва, Россия
vvpetrova2011@gmail.com

ABOUT AUTHORS

Elena Vyacheslavovna Ryabova — Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor, department of financial management, National Research University “Higher School of Economics”, Moscow, Russia
eryabova@hse.ru

Valentina Vladimirovna Petrova — Master of Art in economics (Magister), National Research University “Higher school of Economics”, credit analyst, JSC Raiffeisenbank, Moscow, Russia
vvpetrova2011@gmail.com