

МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
имени М.В. Ломоносова

На правах рукописи

Давиденко Алексей Александрович

Оценка ожидаемой премии в сделках слияния и поглощения

Специальность 5.2.4. – Финансы

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Москва – 2023

Диссертация подготовлена на кафедре финансов и кредита экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова

- Научный руководитель** – *Никитушкина Ирина Владимировна* – кандидат экономических наук, доцент
- Официальные оппоненты** – *Просвирина Ирина Игоревна* – доктор экономических наук, доцент, ФГАОУ ВО «Южно-Уральский государственный университет (НИУ)», кафедра «Экономика и финансы», профессор
- Филатов Владимир Владимирович* – доктор экономических наук, доцент, ФГБОУ ВО «Российский государственный университет имени А.Н. Косыгина», кафедра Коммерции и сервиса, профессор
- Григорьева Светлана Александровна* – кандидат экономических наук, ФГАОУ ВО Национальный Исследовательский Университет «Высшая Школа Экономики», факультет экономических наук, школа финансов, доцент

Защита диссертации состоится «6» июня 2023 г. в 13 часов 00 минут на заседании диссертационного совета МГУ.052.1 Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова по адресу: 119991, Российская Федерация, г. Москва, ГСП-1, Ленинские горы, д. 1, стр. 46, экономический факультет, 3-й гуманитарный корпус, ауд. П-6.

Е-mail: minfinmgy@inbox.ru

С диссертацией можно ознакомиться в отделе диссертаций научной библиотеки МГУ имени М.В. Ломоносова (Ломоносовский просп., д. 27) и на портале: <https://dissovet.msu.ru/dissertation/052.1/2465>.

Автореферат разослан «__» апреля 2023 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета МГУ.052.1,
кандидат экономических наук, доцент
М.С. Толстель

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования

Сделки слияния и поглощения представляют собой один из ключевых способов развития компаний, наряду с органическим развитием. Такие сделки заключаются с целью создать дополнительную стоимость через реализацию синергетических эффектов, получить доступ к новым растущим рынкам, к инновационным технологиям. Согласно аналитическому агентству S&P Global, общий объем рынка слияний и поглощений в мире в 2021 г. превысил 4 трлн долларов США (что составляет около 4% мирового ВВП), а число сделок превысило 46 тыс.¹

Участники сделки слияния или поглощения – компания-покупатель и компания-цель – преследуют в рамках переговорного процесса противоположные цели: представители компании-покупателя стремятся снизить цену сделки, представители компании-цели – увеличить. Итогом переговорного процесса является премия, выплачиваемая компанией-покупателем акционерам компании-цели, которая делит между участниками сделки дополнительный экономический эффект, то есть добавленную стоимость, создаваемую сделкой через реализацию синергетических эффектов. В целях формирования позиции для переговорного процесса как представители компании-покупателя, так и компании-цели заинтересованы в понимании, каким образом между ними может распределиться дополнительная стоимость. Другими словами, каждый участник сделки решает задачу оценки ожидаемой премии.

Оценка ожидаемой премии часто осуществляется на основе премий из выборки заключенных ранее сделок слияния и поглощения, сопоставимых с анализируемой сделкой. Однако, анализ обширного объема академических исследований показывает, что для большинства рассмотренных исторических выборок сделок имеет место следующее агрегированное наблюдение: акционеры компании-цели, как правило, получают выгоду от сделки, тогда как для акционеров компании-покупателя сделка оказывается невыгодной (в особенности этот тезис подтверждается для сделок с публичными компаниями). Другими словами, в большинстве сделок слияния и поглощения создаваемая добавленная стоимость полностью распределяется в пользу продавца. Таким образом, использование премий из уже заключенных сделок для оценки ожидаемой премии может привести к завышенной оценке ожидаемой премии.

¹ <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/blog/global-ma-by-the-numbers-2021-recap>

Обозначенные аргументы позволяют сделать вывод, что оценка справедливой (незавышенной и незаниженной) ожидаемой премии, на которую участники сделки ориентируются по ходу переговорного процесса, является актуальной задачей как для компании-покупателя, так и для компании-цели, что говорит об актуальности темы данного диссертационного исследования.

Степень разработанности темы исследования

Анализ научных публикаций позволил выделить две группы исследований, касающихся вопросов премии и распределения добавленной стоимости, создаваемой сделкой слияния или поглощения. Исследования первой группы выявляют детерминанты премии и предлагают подходы к оценке ожидаемой премии, исследования второй группы адресуются к проблеме экономической эффективности сделки для ее участников.

В свою очередь, исследования, в которых выявляются детерминанты премии, можно разделить на теоретические и эмпирические. Первые разрабатывают теоретические основы влияния различных детерминант на размер премии (например, исследования авторов Манне Х., Малатеста П.); вторые используют инструменты статистического анализа с целью подтвердить или опровергнуть гипотезы о значимой связи между размером премии и детерминантами, потенциально на него влияющими (например, исследования авторов Вэрайа Н., Волклинг Р. и Эдмистер Р.).

Подход к оценке ожидаемой премии, наиболее часто используемый в академических публикациях, основывается на корреляционно-регрессионном анализе (например, исследование Кроуфорд Д. и Лекнер Т.). Ряд значений фактической премии, выступающей в качестве объясняемой переменной, составляется на основе выборки из завершённых сделок, сопоставимых с анализируемой сделкой по ключевым параметрам (например, отраслевая принадлежность и юрисдикция ведения бизнеса компании-покупателя и компании-цели). В качестве объясняющих переменных модели выступают различные детерминанты, которые предположительно могут влиять на размер премии (например, операционная и финансовая синергии, соотношение рыночной и балансовой стоимости активов компании-цели, потенциал роста выручки и доли рынка компании-цели, эффект оптимизации налогообложения, уровень долговой нагрузки компании-цели, стратегические синергетические эффекты, организация переговорного процесса по сделке и число потенциальных инвесторов-конкурентов за приобретение компании-цели). Решение задачи корректной спецификации модели означает такой выбор объясняющих переменных и способ их включения в модель, при которых модель имеет наилучшую объясняющую способность. Подход к оценке ожидаемой премии, наиболее

часто используемый на практике, предполагает усреднение фактических премий из некоторой выборки уже заключенных сделок, сопоставимых с анализируемой сделкой по ключевым параметрам, и корректировку полученного усредненного значения, определяемую особенностями анализируемой сделки.

Согласно обобщенным выводам исследований второй группы, анализирующих проблему экономической эффективности сделки для ее участников, сделки слияния и поглощения, как правило, создают дополнительную стоимость, которая формируется в результате синергетических эффектов, реализуемых в результате сделки, и является ключевым мотивом заключения сделки как для компании-покупателя, так и для компании-продавца, поскольку стороны сделки рассчитывают увеличить собственное благосостояние за счет распределения между собой этой дополнительной стоимости. Вывод о положительной дополнительной стоимости от сделки получили Андраде Г. и др. для 1970-х и 1980-х гг.; Беттон С. и др. для 1990-х гг.; Максимович В. и др. для 1990-х и 2000-х гг.; Александридис Г. и др. для 2010-х гг.

Адресуясь к вопросу распределения создаваемой дополнительной стоимости между участниками сделки, положительную сверхдоходность для компании-цели от сделки показывают: Экбо Б. и Лангор Х. в размере 6% для сделок 1960-х и 1970-х гг.; Мартынова М. и Реннебург Л. в размере 16% для сделок в Европе, заключенных в 1990-х гг.; Неттер Д. и др. в размере 25% для сделок 2000-х гг. (18,5% для сделок 1990-х гг.); Александридис Г. в размере 29% для сделок 2010-х гг. При этом, для акционеров компании-покупателя Неттер Д. и др. делают вывод об околонулевой сверхдоходности; Асквит П. показывает незначительную положительную сверхдоходность для 1960-х и 1970-х гг.; к аналогичному выводу приходят Мартынова М. и Реннебург Л. для 1990-х; Мок Р. и др. и Чанг С. делают вывод об отрицательной сверхдоходности для 1970-х и 1980-х гг. Вывод, что более чем в половине случаев сделка оказывается невыгодной акционерам компании-покупателя был получен в работах Александридис Г. и др., Дженсен М. и Рубак Р., Датта Д. и др., Вейденбаум М. и Вогт С., Кейвз Р., в которых авторы проанализировали в совокупности 145 эмпирических исследований.

Согласно проведенному анализу результатов академических исследований, экономическая неэффективность сделки слияния или поглощения для компании-покупателя может объясняться следующим рядом ключевых причин:

- ошибками в оценке справедливой стоимости компании-цели и синергетических эффектов, которые возникают из-за некорректного определения предпосылок или допущений в расчетах (Дамодаран А.);

- проблемами интеграции компании-покупателя и компании-цели после сделки (указывают в своих исследованиях Олли Р., Напьер К., Родес-Кропф М. и Робинсон Д.Т., Фэн Д.П.Х. и Гойял В.);
- проблемами принципала-агента, когда имеет место оппортунистическое поведение менеджмента корпорации по отношению к акционерам (отмечается в исследованиях Шляйфер А. и Вишны Р.В., Реннебуг Л. и Вантинкист К., Феито-Луис Л. и Реннебуг Л.);
- выбором средств платежа в сделке (денежные средства, акции компании-покупателя или объединенной компании, или комбинация денежных средств и акций), оказывающим влияние на экономический эффект от сделки для ее участников (Фу Ф. и др., Экбо Б.Е. и др., Лугран Т. и Виж А.М., Митчелл М. и Стаффорд Е.);
- поведенческими эффектами, включая эффекты чрезмерной самоуверенности (overconfidence), гордыни (hubris) и нарциссизма (narcissism), которые могут оказать влияние на ход переговорного процесса (Дукас Д.А. и Петмезас Д., Хэйворд М.Л.А. и Хамбрик Д.К.).

Однако проведенный анализ академической литературы показывает, что помимо выделенных выше причин экономической неэффективности сделок слияния и поглощения для акционеров компании-покупателя, имеет место еще одна проблема, недостаточно освещенная в литературе – проблема ошибки в оценке ожидаемой премии. Дело в том, что на начальном этапе согласования сделки участники сделки используют оценки ожидаемой премии для формирования отправной точки для начала переговорного процесса по вопросу распределения дополнительной стоимости, создаваемой сделкой, между ее участниками. Таким образом, если в оценке данной отправной точки допущена существенная ошибка, это окажет влияние на формирование переговорной позиции участников сделки. Если оценка ожидаемой премии завышена, это может служить причиной экономической неэффективности сделки для компании-покупателя.

Проблема поиска справедливой оценки ожидаемой премии² на данный момент требует теоретического анализа и решения, которое позволит «разорвать замкнутый круг» системной ошибки в оценке ожидаемой премии традиционными подходами.

² Справедливая оценка ожидаемой премии – оценка значения ожидаемой премии для отдельной сделки (полученная до момента достижения договоренности между участниками данной сделки о размере премии) при условии, что математическое ожидание ошибки оценки равно нулю. (Авторская трактовка)

Данные соображения обуславливают выбор объекта и предмета исследования, и представленных цели и задач.

Объектом данного исследования является премия в сделках слияния и поглощения.

Предметом исследования является оценка справедливой ожидаемой премии в сделках слияния и поглощения.

Цель и задачи исследования

Цель исследования состоит в разработке и научном обосновании авторского подхода к оценке ожидаемой премии в сделках слияния и поглощения, позволяющего получить справедливую оценку ее размера на основе учета уникальных особенностей отдельной сделки.

В процессе реализации данной цели предполагается решение следующих **задач**.

1. Идентифицировать эффекты, учет которых позволит получить справедливую оценку ожидаемой премии в сделках слияния и поглощения.
2. Ввести понятие допустимого интервала оценки ожидаемой премии, границы которого являются ключевыми параметрами для модели оценки ожидаемой премии.
3. Предложить классификацию сделок слияния и поглощения как аукциона определенного вида, в зависимости от того, становится ли компания-покупатель в результате сделки владельцем контрольного пакета акций компании-цели.
4. Сформулировать теоретические основы авторского подхода, позволяющего получить справедливую оценку ожидаемой премии посредством использования положений теории аукционов.
5. Предложить методику применения авторского подхода к оценке ожидаемой премии и провести демонстрацию подхода на выборках сделок слияния и поглощения в различных отраслях и регионах мира.

Научная новизна исследования

В рамках диссертационного исследования разработан авторский подход для справедливой оценки ожидаемой премии в сделках слияния и поглощения, основанный на применении фундаментального анализа инвестиционной стоимости и теории аукционов.

1. Определены и систематизированы эффекты, учет которых позволит получить справедливую оценку ожидаемой премии в сделках слияния и поглощения. *Результатом* является система эффектов, состоящая из

эффекта разницы между справедливой стоимостью и рыночной оценкой компании-цели, синергетических эффектов, и эффекта переговоров. При этом синергетические эффекты можно подразделить на эффект операционной синергии, эффект финансовой синергии, эффект оптимизации управления бизнесом компании-цели, а также стратегический синергетический эффект. *Отличительной особенностью* предложенной системы эффектов является то, что она позволяет комплексно учесть уникальные особенности отдельной сделки.

2. Предложено понятие допустимого интервала оценки ожидаемой премии, который для данного потенциального инвестора ограничивается сверху значением, равным разнице между оценкой инвестиционной стоимости объекта сделки для данного инвестора и рыночной оценкой объекта сделки, и снизу значением, равным разнице между оценкой справедливой стоимости объекта сделки и его рыночной оценкой. Результаты оценки границ интервала являются ключевыми параметрами модели аукциона для реализации авторского подхода к справедливой оценке ожидаемой премии.
3. Предложена и обоснована классификация сделок слияния и поглощения как аукциона определенного вида, *отличительной особенностью* которой является то, что признаком выступает приобретение контрольного пакета в результате сделки. Если компания-покупатель в результате сделки становится владельцем контрольного пакета акций компании-цели, то сделка может интерпретироваться как аукцион с независимыми оценками. Соответственно, если компания-покупатель не становится владельцем контрольного пакета, то сделка может интерпретироваться как аукцион с зависимыми оценками.
4. Разработан авторский подход для справедливой оценки ожидаемой премии, *суть которого состоит* в интерпретации и моделировании сделки как аукциона, где в качестве ключевых параметров выступают оценки границ допустимого интервала ожидаемой премии. *Результат* разработки авторского подхода заключается в формировании теоретических основ оценки ожидаемой премии, в частности – методических основ оценки допустимого интервала ожидаемой премии, математической формализации сделки слияния или поглощения как аукциона определенного вида. *Отличительной особенностью* авторского подхода является то, что он

позволяет избежать системной ошибки завышения оценки ожидаемой премии, присущей традиционным подходам.

5. Предложена методика оценки справедливой ожидаемой премии в сделках слияния и поглощения, включающая необходимые и достаточные мероприятия для получения справедливой оценки ожидаемой премии с учетом уникальных особенностей каждой сделки. *Результатом* методики является поэтапный алгоритм практического применения теоретических основ авторского подхода.

Теоретическая значимость исследования

Основные положения и выводы исследования позволяют развить научные представления о подходах к оценке ожидаемой премии в части получения справедливой оценки ожидаемой премии на основе фундаментального анализа инвестиционной стоимости объекта сделки и теории аукционов, используемой для моделирования переговорного процесса.

Практическая значимость исследования

Разработанный авторский подход к справедливой оценке ожидаемой премии и предложенная на его основе авторская методика предназначены для практического использования в целях оценки ожидаемой премии в сделках слияния и поглощения. Результаты диссертационной работы могут быть использованы экономическими агентами, вовлеченными в процесс сделки слияния и поглощения, в том числе:

1. компаниями, для первоначальной оценки целесообразности сделки, оценки ожидаемой премии и будущей доходности от сделки;
2. инвесторами, оценивающими привлекательность вложения средств в объединяющиеся компании;
3. профессиональными финансовыми консультантами (в частности, инвестиционными банкирами), выступающими в качестве посредников в рамках сделки.

Также результаты диссертационной работы могут быть использованы:

1. в качестве создания коммерческого продукта, в плане дальнейшего формирования справочной базы данных справедливой индикативной оценки ожидаемой премии в зависимости от ряда критериев, включая отраслевую и географическую принадлежность участников сделки, тип потенциального инвестора (стратегический или финансовый), и т.д.;

2. в учебных курсах по дисциплинам «Слияния и поглощения», «Стратегический финансовый менеджмент», «Оценка стоимости бизнеса», и др.

Методологическая, теоретическая и эмпирическая база исследования

Работа построена на общенаучных методах, обусловленных целью и задачами исследования, таких как анализ и синтез теоретического и практического материала, систематизация и классификация, индукция и дедукция, сравнительный анализ, математические методы (математическое моделирование, теория игр) и статистические методы (математическая статистика).

Теоретической базой данной диссертационной работы служат академические публикации ведущих финансово-экономических изданий, таких, как «Journal of Financial Economics», «Journal of Political Economy», «Journal of Financial and Quantitative Analysis», «American Economic Review», «Financial Management», «Journal of Corporate Finance», «Midland Corporate Finance Journal», «Journal of Business», и др. Также, автор использовал монографии, соответствующие исследуемой тематике.

В процессе работы над диссертационным исследованием были использованы базы данных, содержащие актуальную финансовую и отраслевую информацию (Bloomberg, Thomson Reuters, Capital IQ, ISI Emerging Markets, Economist Intelligence Unit, СПАРК).

Положения, выносимые на защиту

1. Оценку ожидаемой премии целесообразно осуществлять с учетом системы эффектов, включающей эффект разницы между справедливой стоимостью и рыночной оценкой компании-цели, эффект операционной синергии, эффект финансовой синергии, эффект оптимизации управления бизнесом компании-цели, стратегический синергетический эффект, а также эффект переговоров. Учет эффекта проводится либо в случае его вклада в оценку инвестиционной стоимости объекта сделки, либо влияния на переговорный процесс по сделке. Вклад любой релевантной информации, необходимой для решения задачи оценки ожидаемой премии, будет отнесен к одному или нескольким эффектам предлагаемой системы.
2. В связи с тем, что базой для оценки ожидаемой премии служит рыночная оценка, верхняя граница допустимого интервала справедливой оценки ожидаемой премии определяется разницей между оценкой инвестиционной стоимости и рыночной оценкой, тогда как нижняя граница – разницей между оценкой справедливой стоимости и рыночной оценкой. В рамках

предложенной системы эффектов оценка инвестиционной стоимости формируется как сумма оценки справедливой стоимости объекта сделки и оценки синергетических эффектов для данного потенциального инвестора.

3. Критерий приобретения контрольного пакета акций компании-цели используется для интерпретации сделки как аукциона с независимыми оценками, если имеет место такое приобретение, и, соответственно, как аукциона с зависимыми оценками, если инвестор не приобрел контрольный пакет в результате сделки. Полученная классификация сделок обосновывает выбор модели аукциона для моделирования переговорного процесса в зависимости от того, приобретается ли в результате сделки контрольный пакет.
4. Авторский подход к оценке ожидаемой премии заключается в моделировании сделки как аукциона, где границы допустимого интервала ожидаемой премии выступают в качестве ключевых параметров модели аукциона. Реализация подобного подхода позволяет получить справедливую оценку ожидаемой премии, нивелируя системную ошибку, присущую традиционным подходам к оценке ожидаемой премии и приводящую к завышению оценок.
5. С содержательной точки зрения в процессе оценки справедливой ожидаемой премии необходимо выделить следующие этапы: 1) поиск и обработка информации; 2) оценка допустимого интервала ожидаемой премии для каждого потенциального инвестора; 3) оценка справедливой ожидаемой премии в сделке через моделирование сделки как аукциона. В рамках численной демонстрации применения авторской методики получены оценки справедливой ожидаемой премии для 23 отраслевых выборок сделок, заключенных за период 2010–2020 гг.

Апробация основных результатов исследования

По теме диссертационного исследования опубликовано 8 статей (в том числе 5 статей в изданиях, рекомендованных для защиты в диссертационном совете МГУ по специальности 5.2.4. Финансы), в которых представлены ключевые результаты исследования.

Промежуточные результаты исследования были представлены на XX международной молодежной научной конференции студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов».

Степень достоверности результатов исследования

Достоверность полученных результатов базируется на задействовании в процессе подготовки диссертационного исследования широкого спектра академических работ по исследуемой проблематике, а также на публикации ключевых результатов исследования в рецензируемых научных журналах.

Соответствие диссертационной работы паспорту научной специальности

Диссертационное исследование соответствует пунктам паспорта научной специальности 5.2.4. – Финансы.

15. Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент.
16. Оценочная деятельность. Оценка стоимости предприятия (бизнеса), активов и прав.
17. Система финансового контроля в корпорациях: содержание, формы, методы и инструменты реализации.

Структура диссертации

Структура диссертации определена целью и задачами исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Работа содержит 33 таблицы и 40 рисунков. Общий объем диссертационного исследования составляет 210 страниц, включая приложения и список литературы. Список литературы включает 175 наименований.

II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ РАБОТЫ

Причины необходимости разработки нового подхода к оценке ожидаемой премии кроются в недостатках традиционных подходов. Традиционные подходы – подход на базе регрессионного анализа и подход, основанный на усреднении премий из выборки заключенных сделок, сопоставимых с анализируемой, имеют общий ключевой недостаток – они опираются на исторические значения фактических премий в уже заключенных сделках. В регрессионных моделях премия выступает объясняемой переменной, и качество моделей тестируется на основе того, насколько хорошо выбранная спецификация регрессионной модели объясняет исторические премии. В подходе, основанном на усреднении, премии используются напрямую, с некоторыми корректировками (например, на размер или ликвидность). Суть общего критического замечания к традиционным подходам заключается в следующем: комплексно проанализированный обширный объем академических исследований по предмету премии и распределения добавленной стоимости между участниками сделки позволяет сделать вывод, что на большинстве рассмотренных выборок на горизонте более 50 лет такое распределение было неравномерным: для компаний-покупателей чаще фиксировался околонулевой или негативный экономический эффект от сделки, тогда как акционеры компании-цели, как правило, получали выгоду. Значит, оценка ожидаемой премии, получаемая при помощи традиционных подходов, основывающихся на наблюдаемых премиях, может оказаться завышенной. Завышенная оценка ожидаемой премии может выступать одной из ключевых причин экономической неэффективности сделок для компаний-покупателей. Это формирует циклическую ошибку, для решения которой необходим новый подход к оценке ожидаемой премии, альтернативный традиционному.

Предлагаемый в данном диссертационном исследовании подход не опирается на исторические премии. Вместо этого мы предлагаем прибегнуть к методам фундаментального финансового анализа (метод дисконтированных денежных потоков и метод реальных опционов) для определения инвестиционной стоимости для каждого потенциального инвестора, и использовать полученные результаты для модельной интерпретации сделки как аукциона определенного вида, который определяется в зависимости от того, приобретен ли в результате сделки контрольный пакет акций компании-цели. Такой подход позволяет математически решить проблему потенциально завышенной оценки, поскольку он базируется на моделировании сделки как аукциона, где

параметры для моделей аукциона оценены методами фундаментального финансового анализа³.

Для осуществления такого подхода определены эффекты, лежащие в основе справедливой оценки ожидаемой премии в сделках слияния и поглощения.

1. Определены эффекты, учет которых позволит получить справедливую оценку ожидаемой премии в сделках слияния и поглощения

В результате комплексного анализа академических исследований выявлен, обоснован и систематизирован набор эффектов, включающий:

- эффект разницы между справедливой стоимостью и рыночной оценкой компании-цели (сокращенно – эффект переоценки);
- синергетические эффекты;
- эффект переговоров.

Необходимость разработки такой классификации эффектов продиктована ее ключевым функционалом – служить инструментом для систематизации информации, необходимой для решения теоретической задачи справедливой оценки ожидаемой премии.

В основе эффекта переоценки лежит соображение, что оценка справедливой стоимости объекта сделки, как правило, не совпадает с его рыночной оценкой. Превышение оценки справедливой стоимости акции компании-цели над рыночной ценой акции сигнализирует о недооценке рынком компании-цели, что может являться одним из ключевых мотивов заинтересованности компании-покупателя в приобретении объекта сделки.

Реализация синергетических эффектов формирует добавленную стоимость, создаваемую сделкой. В предложенной классификации эффектов синергетические эффекты подразделяются на эффект операционной синергии, эффект финансовой синергии, эффект оптимизации управления бизнесом компании-цели, а также стратегический синергетический эффект.

Необходимость учета эффекта переговоров при оценке ожидаемой премии объясняется тем, что развитие переговорного процесса между потенциальными инвесторами и представителями компании-цели и, в конечном итоге, формирование параметров сделки (включая цену сделки и премию) зависит как от числа потенциальных

³ При предпосылке, что математическое ожидание ошибки полученных методами фундаментального финансового анализа оценок параметров аукциона равно нулю.

инвесторов, заинтересованных в приобретении компании-цели, так и от характеристик и мотивации потенциальных инвесторов – к примеру, являются ли потенциальные инвесторы стратегическими или финансовыми.

Данная классификация эффектов формирует «несущую конструкцию», на основе которой выстраивается авторский подход к справедливой оценке ожидаемой премии. Оценка эффекта переоценки и синергетических эффектов позволяет рассчитать допустимый интервал справедливой оценки ожидаемой премии для каждого из потенциальных инвесторов, конкурирующих за приобретение объекта сделки. Оценка эффекта переговоров предполагает моделирование переговорного процесса между потенциальными инвесторами – решением такой модели будет оценка ожидаемой премии в анализируемой сделке. При этом оценки границ допустимого интервала справедливой оценки ожидаемой премии для каждого из потенциальных инвесторов, конкурирующих за приобретение объекта сделки, являются ключевыми экзогенными параметрами для моделирования переговорного процесса с использованием моделей аукционов.

2. Сформулировано понятие допустимого интервала справедливой оценки ожидаемой премии.

Верхняя граница допустимого интервала справедливой оценки ожидаемой премии для данного потенциального инвестора равна разнице⁴ между оценкой инвестиционной стоимости объекта сделки для данного инвестора и рыночной оценкой объекта сделки; нижняя граница допустимого интервала равна разнице между оценкой справедливой стоимости объекта сделки и его рыночной оценкой. Важность оценки допустимого интервала для каждого потенциального инвестора определяется тем, что его границы являются ключевыми параметрами для моделирования сделки как аукциона.

Для расчета эффекта переоценки и нижней границы допустимого интервала справедливой оценки ожидаемой премии (эффект переоценки равен разнице между оценкой справедливой стоимости объекта сделки и его рыночной оценкой) необходимо получить оценку справедливой стоимости объекта сделки, которая может быть осуществлена комбинацией метода дисконтированных денежных потоков и метода реальных опционов.

⁴ Поскольку оценка инвестиционной стоимости объекта сделки для данного потенциального инвестора превышает его рыночную оценку на максимальную величину дополнительной стоимостной выгоды, которую данный потенциальный инвестор может получить в результате сделки, то рационально ведущему себя покупателю невыгодно платить цену, превышающую оценку инвестиционной стоимости (то есть, платить премию за приобретение актива, превышающую выгоду, которую он может из него извлечь). (Авторская трактовка)

Для оценки верхней границы допустимого интервала справедливой оценки ожидаемой премии для данного потенциального инвестора необходимо осуществить оценку синергетических эффектов от приобретения объекта сделки данным потенциальным инвестором.

Для оценки эффектов операционной и финансовой синергии, а также синергии оптимизации управления необходимо учитывать характер влияния данных эффектов на свободный денежный поток объединенной компании и применимую к нему ставку дисконтирования. Так, эффект операционной синергии и эффект оптимизации управления⁵ могут оказывать влияние на свободный денежный поток объединенной компании через увеличение выручки, снижение издержек, а также через оптимизацию капитальных затрат и оборотного капитала; эффект финансовой синергии – через оптимизацию налоговых выплат. Изменение ставки дисконтирования может быть отражением финансовых синергетических эффектов и эффекта оптимизации управления, и может иметь место на фоне оптимизации структуры капитала, снижения ставки привлечения долга и требуемой доходности на собственный капитал. Таким образом, оценку эффектов операционной и финансовой синергии, а также синергии оптимизации управления можно осуществить методом дисконтированных денежных потоков через оценку влияния данных эффектов на свободный денежный поток и ставку дисконтирования объединенной компании.

В основе стратегического синергетического эффекта лежит возможность опережающего развития бизнеса. Для появления стратегического синергетического эффекта в сделке необходимо, чтобы одновременно выполнялись следующие условия: первое – компания-цель должна иметь некоторую возможность (платформу) для ускоренного роста; второе – компания-покупатель должна обладать необходимыми ресурсами для реализации данной возможности, которые отсутствуют у компании-цели. Реализация возможности опережающего роста бизнеса (по сравнению с конкурентами), лежащая в основе стратегического синергетического эффекта, зависит от рыночной конъюнктуры. В случае неблагоприятного развития рыночной конъюнктуры компания-покупатель принимает решение не реализовывать проект, лежащий в основе стратегического синергетического эффекта – в таком случае потери компании-

⁵ Эффект оптимизации управления – это синергетический эффект, появляющийся за счет корректировки управления бизнесом компании-цели, осуществляемой менеджментом компании-покупателя. Суть этого эффекта заключается в том, что при более эффективном управлении менеджментом компании-покупателя активами компании-цели можно получить большую выгоду от сделки. (Авторская трактовка)

покупателя применительно к стратегическому синергетическому эффекту будут ограничены частью премии. Напротив, в случае благоприятной реализации рыночной неопределенности компания-покупатель принимает решение о реализации данного проекта. При этом потенциал создания стоимости этим проектом зависит прежде всего от рынка – чем интенсивнее развитие рынка, тем выше потенциальная выгода от реализации стратегического синергетического эффекта, то есть выгода заранее не ограничена. Характер ограниченных потерь при неограниченном потенциале роста прибыли позволяет рассматривать стратегический синергетический эффект как опцион. Таким образом, в силу схожести стратегических синергетических эффектов и опционного контракта, стоимостную оценку данных эффектов можно получить при помощи метода реальных опционов.

В Таблице 1 представлены способы численной оценки эффектов в рамках предложенной нами классификации.

Таблица 1. Способы оценки эффектов, формирующих справедливую оценку ожидаемой премии*

Эффект	Метод дисконтированных денежных потоков				Метод реальных опционов	Инструментарий теории аукционов
	Влияние на выручку	Влияние на издержки	Влияние на налоги и ставку дисконтирования	Влияние на кап. затраты и оборотный капитал		
1 Эффект переоценки	✓	✓	✓	✓	✓	Х
2 Эффект операционной синергии	✓	✓	Х	✓	Х	Х
3 Эффект финансовой синергии	Х	Х	✓	Х	Х	Х
4 Эффект оптимизации управления	✓	✓	✓	✓	Х	Х
5 Стратегический синергетический эффект	Х	Х	Х	Х	✓	Х
6 Эффект переговоров	Х	Х	Х	Х	Х	✓

*✓ – оценка возможна, Х – оценка невозможна или затруднена

Источник: предложено автором на основе анализа академической литературы

Оценка справедливой стоимости объекта сделки формируется как сумма рыночной оценки объекта сделки и эффекта переоценки. Оценка инвестиционной стоимости объекта сделки для некоторого потенциального инвестора формируется как сумма оценки справедливой стоимости объекта сделки и оценок синергетических эффектов.

3. Предложена классификация сделок слияния и поглощения как аукциона определенного вида, в зависимости от того, становится ли компания-покупатель в результате сделки владельцем контрольного пакета акций компании-цели.

Решение задачи оценки влияния эффекта переговоров на формирование справедливой оценки ожидаемой премии предполагает моделирование переговорного процесса между участниками сделки, которое может быть осуществлено посредством использования положений теории аукционов.

Для задачи оценки справедливой ожидаемой премии мы предложили классификацию сделок слияния и поглощения как аукционов определенного вида, в зависимости от того, становится ли компания-покупатель в результате сделки владельцем контрольного пакета акций компании-цели (см. Рисунок 1).

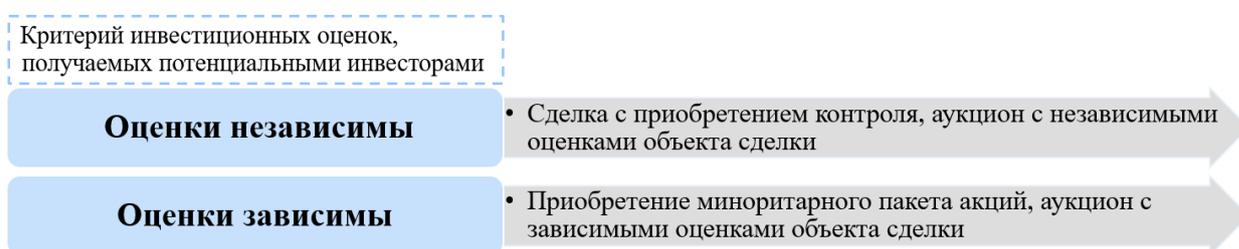


Рисунок 1. Классификация сделок слияния и поглощения как аукционов по критерию приобретения контрольного пакета акций компании-цели

Источник: предложено автором

Каждый из потенциальных инвесторов, конкурирующих за объект сделки, формирует собственную оценку инвестиционной стоимости объекта сделки. В случае, когда в результате сделки инвестор становится владельцем контрольного пакета акций компании-цели, у него появляется возможность реализовать синергетические эффекты – операционные, финансовые, стратегические, а также эффект оптимизации управления. Природа синергетических эффектов такова, что они являются уникальными для каждой пары «потенциальный инвестор – компания-цель». Следовательно, знание оценок инвестиционной стоимости, полученных прочими потенциальными инвесторами, для

каждого из которых оценки синергетических эффектов являются уникальными, не окажет влияния на оценку инвестиционной стоимости, сформированную данным потенциальным инвестором. Проводя параллель с аукционами, в случае аукциона с независимыми оценками каждый участник аукциона располагает только собственной оценкой предмета аукциона, при этом знание оценок, полученных другими участниками, не изменит его собственную оценку. Таким образом, можно провести параллель между аукционом с независимыми оценками и сделкой слияния или поглощения, в результате которой у потенциального инвестора появляется контроль над компанией-целью. Следует отметить, что речь не обязательно идет об одномоментном приобретении контрольного пакета. К данной ситуации также подходит случай, когда инвестор, ранее имевший некоторую долю акционерного капитала компании-цели, в результате данной сделки довел свою долю до контрольного пакета. Получив контроль над компанией-целью, инвестор тем самым получает возможность реализовать присущие ему уникальные синергетические эффекты, что и объясняет предположение о независимости оценок.

В случае, когда в результате сделки инвестор приобретает миноритарный пакет акций компании-цели, реализация синергетических эффектов ограничена, поскольку инвестор не становится владельцем контрольного пакета. В отсутствие невозможности реализации синергетических эффектов задача оценки инвестиционной стоимости сводится к задаче оценки справедливой стоимости объекта сделки. В данном случае каждый потенциальный инвестор заинтересован в получении информации об оценках прочих потенциальных инвесторов, поскольку данная информация может быть полезна для уточнения его собственной оценки. Таким образом, можно провести параллель между сделкой слияния или поглощения, в результате которой инвестор становится владельцем миноритарного пакета акций компании-цели (то есть, не становится владельцем контрольного пакета) и аукционом с зависимыми оценками.

Таким образом, сделки слияния и поглощения, в результате которых компания-покупатель становится владельцем контрольного пакета акций компании-цели, можно классифицировать как аукционы с независимыми оценками, поскольку в случае приобретения контроля компания-покупатель получает возможность реализовать синергетические эффекты, уникальные для каждой пары компания-покупатель – компания-цель. Соответственно, сделки слияния и поглощения, в результате которых компания-покупатель приобретает миноритарный пакет акций компании-цели и не становится владельцем контрольного пакета акций, можно классифицировать как аукционы с зависимыми оценками.

4. Разработан авторский подход для справедливой оценки ожидаемой премии, основанный на фундаментальном анализе инвестиционной стоимости объекта сделки, а также на интерпретации и моделировании сделок слияния и поглощения как аукционов определенного вида.

В основе авторского подхода лежит интерпретация и моделирование сделки слияния или поглощения как аукциона определенного вида. В контексте сделки слияния или поглощения аукцион представляет собой экономический механизм, удовлетворяющий следующим свойствам.

1. Пусть имеет место $N = \{1, 2, \dots, n\}$ потенциальных инвесторов.
2. Каждый потенциальный инвестор располагает собственной оценкой максимальной чистой приведенной стоимости от сделки $(\theta_1^{EA}, \theta_2^{EA}, \dots, \theta_n^{EA})$.

При этом $\theta_i^{EA}, i \in \{1, \dots, n\}$ — это оценка *ex-ante*, она определяется как оценка максимально возможной потенциальной выгоды (чистой приведенной стоимости) от сделки для *i*-го потенциального инвестора с учетом всей доступной до сделки информации; другими словами – это оценка верхней границы допустимого интервала ожидаемой премии для *i*-го потенциального инвестора. Оценка $\theta_i^{EA}, i \in \{1, \dots, n\}$ является несмещенной, т.е. математическое ожидание ошибки равно нулю⁶.

3. Оценка *i*-го потенциального инвестора θ_i^{EA} есть реализация случайной величины Θ_i , определяемая исходя из совокупности получаемых всеми потенциальными инвесторами сигналов. Случайная величина Θ_i распределена согласно возрастающему закону распределения $F_i(\cdot)$, у которого существуют моменты первого и второго порядка, и которому соответствует непрерывная дифференцируемая плотность распределения $f_i \equiv F_i', f_i > 0$, на некотором отрезке $[0; \omega_i]$.
4. Сигнал *i*-го потенциального инвестора s_i есть реализация случайной величины S_i , отражающей совокупность всей информации, доступной *i*-му потенциальному инвестору, и распределенной в соответствии с возрастающей

⁶ Ошибка при оценке *ex-ante* появляется в силу наличия неопределенности о будущей прибыльности сделки. В качестве источников неопределенности можно выделить: конъюнктуру рынка сбыта продукции компании после сделки; конъюнктуру финансовых рынков после сделки; непредсказуемые проблемы в процессе интеграции компаний, и т.п. (Авторская трактовка)

функцией распределения $D_i(\cdot)$, которой соответствует непрерывная дифференцируемая функция плотности $d_i \equiv D_i', d_i > 0$, на некотором отрезке $[0; v_i]$.

При этом $F_i(\cdot) \equiv \xi_i[D_1(\cdot), D_2(\cdot), \dots, D_n(\cdot)]$, т.е. вероятность получения оценки не выше некоторого уровня зависит от вероятностей получения потенциальным инвестором сигналов не выше некоторого уровня.

Таким образом, оценка i -го потенциального инвестора, основанная на информации, доступной всем потенциальным инвесторам, определяется как

$$\theta_i^{EA} = \varphi_i(s_1, s_2, \dots, s_n) \equiv E[\Theta_i | S_1 = s_1, S_2 = s_2, \dots, S_n = s_n],$$

где $\varphi_i(\cdot)$ — неубывающая и дважды непрерывно дифференцируемая по всем переменным функция, отображающая информацию, полученную из сигналов всех потенциальных инвесторов в оценку i -го потенциального инвестора, и отражает индустриальный и инвестиционный опыт i -го потенциального инвестора.

5. Потенциальные инвесторы выражают желание приобрести предмет аукциона при помощи ставок (b_1, b_2, \dots, b_n) таких, что $b_i \in [0; \theta_i^{EA}]$. Определим стратегию i -го потенциального инвестора как возрастающую, непрерывную и дифференцируемую функцию $\beta_i : [0; \omega_i] \rightarrow [0; \omega_i]$, которая определяет ставку b_i для любой реализации оценки θ_i^{EA} .
6. $\beta_i(0) = 0$, т.е. потенциальный инвестор с оценкой θ_i^{EA} , равной нулю, сделает нулевую ставку.
7. Потенциальный инвестор с оценкой предмета аукциона, равной ω_i , сделает ставку $\beta_i(\omega_i)$. Таким образом, $b_i = \beta_i(\theta_i^{EA})$.
8. Продавец не знает значений $(\theta_1^{EA}, \theta_2^{EA}, \dots, \theta_n^{EA})$ и учитывает только информацию о ставках (т.е. (b_1, b_2, \dots, b_n)), не используя другую информацию о потенциальных инвесторах. Другими словами, предполагается отсутствие дискриминации потенциальных инвесторов по любому признаку со стороны продавца.
9. Потенциальные инвесторы и продавец являются рациональными экономическими агентами.
10. Потенциальные инвесторы демонстрируют нейтральное отношение к риску.

Интерпретация и моделирование стандартной сделки слияния и поглощения как аукциона с независимыми оценками предполагает, что каждый потенциальный инвестор знает только свою оценку θ_i^{EA} , и оценки других потенциальных инвесторов не представляют для него интереса, поскольку даже если эти оценки станут ему известны, это не повлияет на его оценку предмета аукциона. Тогда оценка i -го потенциального инвестора определяется следующим выражением:

$$\theta_i^{EA} = \varphi_i(s_1, s_2, \dots, s_n) \equiv E[\Theta_i | S_i = s_i].$$

Такая интерпретация позволяет получить справедливую оценку ожидаемой премии как решение модели аукциона: в контексте независимых оценок и симметричных равновесных стратегий поведения потенциальных инвесторов, справедливая ожидаемая премия равна математическому ожиданию распределения второй порядковой статистики выборки, состоящей из оценок $(\theta_1^{EA}, \theta_2^{EA}, \dots, \theta_n^{EA})$ для каждого потенциального инвестора.

Авторский подход позволяет решить проблему потенциально завышенной оценки, присущую традиционным подходам к оценке ожидаемой премии, вследствие сочетания следующих ключевых предпосылок: во-первых, оценки экзогенных переменных для модели аукциона (границ допустимого интервала для каждого потенциального инвестора) получены посредством использования фундаментальных методов анализа (метод дисконтированных денежных потоков и метод реальных опционов)⁷; во-вторых, решение модели аукциона осуществляется поиском равновесных стратегий поведения участников аукциона, которые, согласно предпосылкам математической модели, являются рациональными экономическими агентами.

С помощью авторского подхода можно также оценить индикативную ожидаемую премию⁸ для выборки сделок. Принципиальное отличие авторского подхода оценки индикативной ожидаемой премии от традиционных подходов заключается в том, что в отличие от традиционных подходов, мы не используем напрямую значения премий из выборки сопоставимых сделок. Вместо этого для каждой из сделок выборки оцениваются границы допустимого интервала оценки ожидаемой премии, которые закладываются в модель аукциона, результатом которой является предлагаемая нами индикативная оценка. На практике индикативная оценка ожидаемой премии часто используется представителями компании-покупателя и компании-цели для формирования

⁷ Предполагается, что математическое ожидание ошибки оценок экзогенных переменных для модели аукциона равно нулю. (Авторская трактовка)

⁸ Индикативная ожидаемая премия в сделках слияния и поглощения – это усредненная оценка, сформированная на основе выборки уже заключенных сделок, сопоставимых с анализируемой сделкой по ключевым параметрам. (Авторская трактовка)

индикативного понимания, каким образом между участниками сделки исторически распределялась добавленная стоимость, формируемая сделками, похожими на анализируемую по ключевым характеристикам. Оценка индикативной ожидаемой премии часто используется участниками сделки как отправная точка в переговорном процессе, что обуславливает важность ее справедливой (незавышенной и незаниженной) оценки.

Имеет место ряд случаев, где применение авторского подхода к оценке ожидаемой премии ограничено. Речь идет об оценке ожидаемой премии в недружественных сделках и сделках с «проблемными» компаниями-целями. В случае недружественной сделки менеджмент компании-цели не одобряет сделку; в случае сделок с «проблемными» компаниями-целями, последние испытывают существенные операционные и/или финансовые трудности, ставящие их на грань банкротства. При оценке индикативной ожидаемой премии в обоих типах сделок возникает проблема поиска сопоставимых сделок для формирования выборки, необходимой для анализа (это же ограничивает и применение традиционных подходов к оценке ожидаемой премии для данных типов сделки), поскольку каждая из таких сделок характеризуется индивидуальностью, которая отражается как в мотивации участников сделки, так и в особенностях переговорного процесса.

Также следует отметить ограничения авторского подхода для сделок с единственным потенциальным инвестором. Наличие только одного потенциального инвестора не позволяет напрямую воспользоваться моделью аукциона, поскольку для организации аукциона требуется два или более участников. Тем не менее, авторский подход для таких сделок может быть использован для оценки индикативной ожидаемой премии для формирования у участников сделки представления о том, как исторически распределялась между участниками сделки добавленная стоимость, создаваемая в сделках, сопоставимых по ключевым характеристикам с анализируемой.

5. Разработана методика оценки справедливой ожидаемой премии в сделках слияния и поглощения, основанная на авторском подходе.

Основанная на авторском подходе методика оценки справедливой ожидаемой премии состоит из последовательной реализации трех этапов, которые включают подготовительный этап – сбор необходимой информации о сделке; этап оценки справедливой и инвестиционной стоимости объекта сделки, а также допустимого интервала ожидаемой премии для каждого потенциального инвестора посредством

использования методов фундаментального финансового анализа – метода дисконтированных денежных потоков и метода реальных опционов; этап оценки справедливой ожидаемой премии в анализируемой сделке через ее моделирование как аукциона определенного вида, где ключевые параметры для модели аукциона разработаны на предыдущем этапе.

Этап 1 требуется для систематизации информации для ее дальнейшего использования при оценке допустимого интервала справедливой ожидаемой премии для каждого потенциального инвестора, и для моделирования сделки как аукциона. В случае, если предполагается оценка индикативной ожидаемой премии, дополнительно необходимо сформировать выборку сопоставимых сделок. Результатом данного этапа станет систематизированный набор информации, используемой на следующих этапах методики (см. Таблицу 2).

Таблица 2. Информация, необходимая для оценки ожидаемой премии

Информация о компании-цели и каждом потенциальном инвесторе	<ul style="list-style-type: none"> • Макроэкономические и общеотраслевые прогнозы • Финансовая и управленческая отчетность участников сделки • Бизнес-планы участников сделки • Аналитические отчеты о развитии компании и отрасли, в которой она осуществляет деятельность, выполняемые независимыми инвестиционными аналитиками • Новостные ленты • Прочая информация, которая может быть полезной в построении прогнозов относительно будущего функционирования компании (например, результаты юридической, налоговой и коммерческой проверок)
Информация о прогнозируемых синергетических эффектах	<ul style="list-style-type: none"> • Потенциал увеличения выручки • Потенциал уменьшения издержек • Потенциал изменения капитальных затрат и оборотного капитала • Потенциал изменения ставки дисконтирования • Потенциал оптимизации налогообложения • Потенциал создания стратегических синергетических эффектов
Ключевые критерии формирования выборки сопоставимых сделок для оценки индикативной ожидаемой премии	<ul style="list-style-type: none"> • Дата сделки • География ведения бизнеса участников сделки • Критерий отраслевой принадлежности • Тип инвестора (стратегический или финансовый) • Критерий дружественности сделки • Является ли компания-цель «проблемной» компанией, испытывающей существенные операционные или финансовые трудности

Источник: предложено автором на основе анализа академической литературы

Этап 2 предполагает оценку границ допустимого интервала справедливой ожидаемой премии для каждого потенциального инвестора, если речь идет об оценке ожидаемой премии в отдельной сделке, и оценку допустимого интервала для компании-покупателя в каждой сделке подготовленной выборки, если речь идет об индикативной оценке. Реализация этапа включает следующие блоки.

- Оценить эффект разницы между справедливой стоимостью и рыночной оценкой компании-цели (эффект переоценки). Для этого необходимо построить финансовую модель компании-цели методом дисконтированных денежных потоков, а также оценить отдельные активы⁹ компании-цели методом реальных опционов (при наличии таких активов).
- Оценить операционные и финансовые синергетические эффекты, а также эффект оптимизации управления. Для этого необходимо построить консолидированную финансовую модель объединенной компании методом дисконтированных денежных потоков.
- Оценить стратегические синергетические эффекты методом реальных опционов, а также их взаимное влияние друг на друга.
- Сформировать оценки инвестиционной стоимости объекта сделки для каждого потенциального инвестора как сумму эффекта переоценки и синергетических эффектов и оценить границы допустимого интервала ожидаемой премии для каждого потенциального инвестора.

Этап 3 включает оценку ожидаемой (или индикативной ожидаемой) премии посредством моделирования сделок как аукционов с независимыми оценками и решение модели аукциона. Для оценки ожидаемой премии авторским подходом в отдельной сделке с известным набором потенциальных инвесторов необходимо осуществить оценку второй порядковой статистики распределения вероятности оценок верхних границ допустимого интервала ожидаемой премии (данные оценки верхних границ получены для каждого потенциального инвестора на предыдущем этапе методики). Для оценки индикативной ожидаемой премии авторским подходом необходимо вывести кумулятивную функцию распределения вероятности оцененных верхних границ допустимого интервала ожидаемой премии в сделках из составленной выборки сопоставимых сделок и получить оценку математического ожидания распределения второй порядковой статистики данной функции распределения.

⁹ Для оценки которых применение метода дисконтированных денежных потоков ограничено.

Авторская методика является достаточно трудоемкой, поскольку предполагает использование методов фундаментального финансового анализа с целью получения допустимого интервала справедливой оценки ожидаемой премии для каждой сделки из анализируемой выборки. При этом трудозатраты для реализации авторской методики могут варьироваться от выборки к выборке.

Следует отметить, что результат применения авторской методики зависит от субъективных оценок аналитика, используемых при построении финансовых моделей. Тем не менее, данный аргумент применим практически к любому случаю, когда в основу формирования предпосылок для оценки ложится экспертное мнение – другими словами, практически к любому случаю, когда требуется осуществить оценку бизнеса методом дисконтированных денежных потоков. Также, в основе моделирования сделки как аукциона лежит предпосылка о рациональности действий потенциальных инвесторов. Данная предпосылка необходима для постановки и решения теоретико-игровой задачи аукциона. Однако, на практике могут иметь место поведенческие эффекты, которые несовместимы с предпосылкой о рациональном инвесторе.

Демонстрация применения авторского подхода и методики выполнена на основе 23 выборок, совокупно включающих 379 сделок, заключенных за период 2010-2020 гг. Данные выборки включают сделки в таких отраслях, как телекоммуникации и информационные технологии, металлургия и горнорудная промышленность, транспорт, торговля, нефтегазовая промышленность, банковская деятельность, строительство, химическая промышленность, пищевая промышленность, страхование, машиностроение, энергетика, которые были заключены в странах Европы¹⁰, Северной и Южной Америки, Азии.

Представлен подробный пошаговый алгоритм оценки допустимого интервала оценки ожидаемой премии на примере одной из сделок выборки, а также проиллюстрирован процесс оценки справедливой индикативной ожидаемой премии для выборки сделок в нефтегазовой отрасли США. Эмпирическая кумулятивная функция распределения оценки $\theta_i^{EA}, i \in \{1, \dots, n\}$ максимальной чистой приведенной стоимости от сделки (т.е. верхней границы допустимого интервала ожидаемой премии) для инвестора по каждой сделке данной выборки, а также эмпирическая кумулятивная функция распределения второй порядковой статистики этой оценки представлены на Рисунке 2.

¹⁰ К выборкам европейских сделок также отнесены сделки, заключенные в странах СНГ.

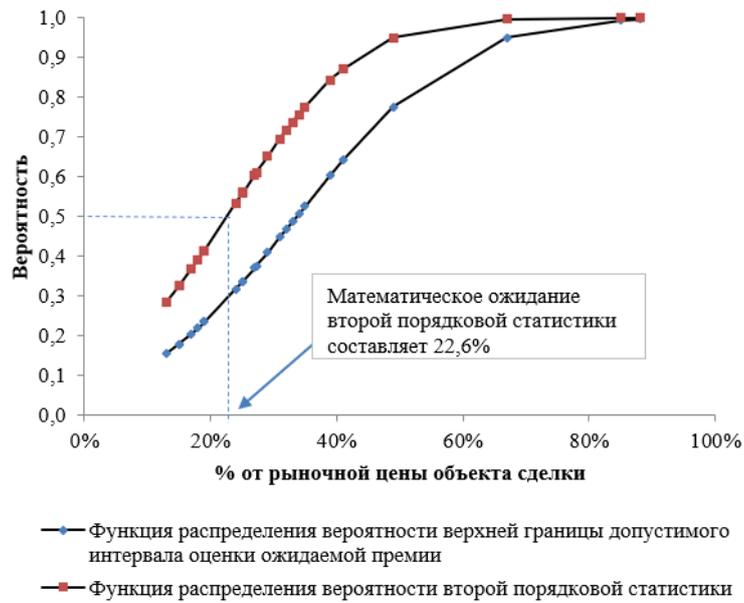


Рисунок 2. Кумулятивные функции распределения вероятности верхней границы допустимого интервала ожидаемой премии и его второй порядковой статистики
 Источник: расчеты автора на основе статистики Thomson Reuters

Полученное в результате демонстрации применения авторской методики значение ожидаемой премии меньше усредненных фактических премий, что согласуется с гипотезой о завышенных оценках ожидаемой премии, получаемых посредством применения традиционного усреднения фактических премий (см. Рисунок 3).

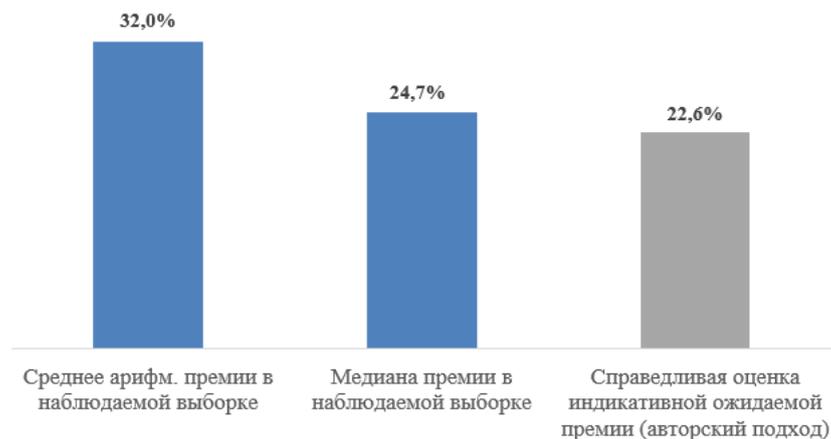


Рисунок 3. Сравнение средних фактических индикативных премий и индикативной ожидаемой премии, рассчитанной на основе авторского подхода, для выборки сделок в нефтегазовой отрасли США

Источник: расчеты автора на основе статистики Thomson Reuters

В основе данного результата лежит комплекс факторов, которые могли реализоваться в рамках каждой сделки из проанализированной выборки: чрезмерно оптимистичные предпосылки в оценке инвестиционной стоимости объекта сделки, проблема принципал-агент, поведенческие факторы, проблемы интеграции компании-покупателя и компании-цели после сделки, а также завышенная оценка ожидаемой премии сторонами сделки.

III. СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ АВТОРОМ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Публикации в изданиях, рекомендованных Ученым советом МГУ имени М.В. Ломоносова для защиты в диссертационном совете МГУ по специальности:

1. Давиденко А.А., Никитушкина И.В. Экономическая эффективность сделок слияния и поглощения для сторон сделки // Инновации и инвестиции. – 2021. №8. – С. 71-78. (1,0 п.л.), авторский текст-0,5 п.л. (Импакт-фактор РИНЦ: 0,149)
2. Давиденко А.А. Оценка ожидаемой премии в сделках слияния и поглощения в случае единственного потенциального инвестора // Инновации и инвестиции. – 2019. №4. – С. 191-195. (0,5 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,149)
3. Давиденко А.А. Реальные опционы и стратегические синергетические эффекты в сделках слияния и поглощения // Аудит и финансовый анализ. – 2018. №1. – С. 258-263. (Объем 0,5 п. л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,288)
4. Давиденко А.А. Оценка ожидаемой премии в сделках слияния и поглощения, когда компания-цель убыточна, а также в недружественных сделках // Аудит и финансовый анализ. – 2017. №5-6. – С. 310-312. (0,5 п. л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,288)
5. Давиденко А.А. Определение допустимого интервала премии в сделках слияния и поглощения // Аудит и финансовый анализ. – 2013. №5. – С. 89-92. (0,5 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,288)

Иные публикации:

1. Давиденко А.А. Учет активности конкурентного окружения в оценке премии в сделках слияния и поглощения [Электронный ресурс] // Управление экономическими системами (электронный научный журнал). – 2014. №8 (60). (1 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,297). Режим доступа: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=22782241>

2. Давиденко А.А. Оценка премии в сделках слияния и поглощения // Управление мегаполисом. – 2013. № 5 (35). – С. 153-160. (0,5 п. л.)
3. Никитушкина И.В., Давиденко А.А. Оценка премии в сделках слияния и поглощения с учетом стратегических синергетических эффектов и активности конкурентного окружения [Электронный ресурс] // Научные исследования экономического факультета. Электронный журнал. – 2012. - №2. – С. 72-89. (1 п.л.), авторский текст-0,5 п.л. Режим доступа: www.archive.econ.msu.ru/journal/issues/2012/2012.volume_4.issue_2/score_award_in_mergers_and_acquisitions_taking_into_account_the_strategic_synergies_and_activity_of_the_competitive_environment/
4. Давиденко А.А. Методы стоимостной оценки синергетических эффектов в сделках слияния и поглощения [Электронный ресурс] // Материалы XX международной молодежной научной конференции студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов». https://lomonosov-msu.ru/archive/Lomonosov_2013/structure_32_2367_doc_name.htm (0,2 п.л.)