

А.В. Стерхов,¹
г. Екатеринбург

АНАЛИЗ И ОЦЕНКА ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ КАК ФАКТОРОВ СТОИМОСТИ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В ВЫСОКОТЕХНОЛОГИЧНЫХ ОТРАСЛЯХ

В настоящее время высокотехнологичные отрасли относятся к одному из наиболее динамичных сегментов мировой экономики. Одним из распространенных способов интеграции компаний в данной отрасли являются сделки слияний и поглощений. В настоящей работе с помощью эконометрических методов выявлены основные показатели, определяющие стоимость сделки слияния или поглощения, а также приведены их ранжирование и числовая оценка на основе выборки сделок слияний и поглощений, произошедших за период с 1997 по 2012 гг. (5507 сделок). Делается вывод о наличии устойчивой нелинейной связи между значениями некоторых финансовых показателей и стоимостью сделки.

Ключевые слова: слияния, поглощения, оценка бизнеса, сделки.

Участие в сделках слияний и поглощений является одним из способов реструктуризации и расширения бизнеса, наряду с первичным выпуском акций (ИРО) и привлечением долгового финансирования. Преимущество использования сделок слияний и поглощений состоит в возможности приобретения готового бизнеса с известными производственными и финансовыми показателями. Кроме того, минимизируются технологические риски, связанные с возможностью неполучения ожидаемых результатов при создании высокотехнологичных производств (особенно актуально для таких сфер деятельности компаний, как обработка баз данных или создание программных продуктов).

Интерес к анализу сделок слияний и поглощений именно на высокотехнологичных рынках объясняется следующими факторами:

- роль высокотехнологичных отраслей в экономике продолжает увели-

чиваться; наибольшие темпы роста макроэкономических показателей демонстрируют страны, в которых высокотехнологичные отрасли развиваются опережающими темпами;

- эффект синергии слияний и поглощений выражен достаточно сильно (в силу производственной специфики компаний, возможности объединения участников, территориально находящихся в различных городах и странах, а также эффекта объединения клиентской базы);
- в силу особой роли нематериальных активов есть значительные трудности в оценке стоимости компаний, особенно находящихся на стадиях зарождения и развития;
- динамичность производственных процессов и необходимость быстрой реакции на действия конкурентов заставляет компании обращать особое внимание на рынок слияний и поглощений как инструмент конкурентной борьбы.

При анализе сделок слияний и поглощений большое внимание уделяется из-

¹ Стерхов Александр Викторович – ассистент кафедры финансового менеджмента Уральского федерального университета имени первого Президента России Б.Н. Ельцина; e-mail: trader-st@mail.ru.

менению стоимости или рыночной капитализации вновь созданной компании по сравнению с суммой стоимостей или рыночной капитализацией объединившихся фирм. Основным критерием эффективности слияний и поглощений принято считать рост стоимости объединенной компании по сравнению с суммой стоимости двух объединяющихся фирм [9, с. 127–128].

Считаем необходимым распространить особенности данного подхода, уже примененного в недавних научных исследованиях, на величину стоимости сделки. Под *стоимостью сделки* понимается сумма, уплачиваемая компанией – инициатором сделки компании, которая является собственником объекта сделки. В данном случае мы проводим анализ с позиции владельца объекта поглощения и в качестве основного мотива сделки рассматриваем возможность продажи компании за максимальную сумму [6].

При создании методики были использованы ряд идей и методов анализа, лежащих в основе существующих теорий.

Утверждается важность сравнительных оценок (мультипликаторов) при оценках сделок слияний и поглощений [4]. В работе содержатся положения, что анализ мультипликаторов может являться лишь вспомогательным механизмом, позволяющим проверить фундаментальную оценку компаний по методикам чистой текущей стоимости (NPV) и реальных опционов. Полученные автором эмпирические данные также подтверждают данный вывод. Коэффициент детерминации в полученных в результате исследования регрессиях, описывающих величину премии в сделках слияний и поглощений, не поднимается выше 25–30%, что говорит о том, что стоимость сделки во многом определяется другими факторами, не включенными в анализ. Тем не менее значение коэффициентов *t-statistics* и *F-statistic* позволяет нам с уверенностью говорить о том, что при оценке стоимости сделки стороны опираются на анализ именно на приведенные выше параметры.

Мы смогли подтвердить гипотезу Smit о том, что наиболее крупные компании способны получить максимальную премию в сделках слияний и поглощений (т.е. при приобретении наиболее крупных компаний необходимо уплачивать максимальные премии) [4]. Согласно полученным нами данным для отрасли информационных технологий, найдена нелинейная зависимость между объемом собственных средств объекта сделки и стоимостью сделки. Таким образом, покупатели готовы платить больше в расчете на денежную единицу собственных средств крупной компании.

Альтернативный подход оценки – сравнение цены сделки и рыночной капитализации. Систематизация выполненных исследований представлена в работе [7, с. 41]. Тем не менее такой метод не применим для компаний, акции которых не торгуются на открытом рынке.

В еще одном исследовании анализируется прибыльность сделок слияний и поглощений в сфере рекламы и мультимедиа [1]. Авторы выдвигают гипотезу, что рост клиентской базы для поглощаемой компании является источником роста стоимости объединенной компании в результате сделки поглощения. Предлагаемая авторами модель сочетает в себе инструментарий микроэкономики (классические модели анализа олигопольных рынков) и линейного программирования (фирмы располагаются в двухмерном геометрическом пространстве). К сожалению, авторами не была предпринята попытка эмпирической проверки указанной модели (возможно, это связано с ее математической сложностью и затруднительностью идентификации рыночных структур, в рамках которых функционируют компании).

Логика указанной модели может быть применена для отрасли информационных технологий. Предпосылка о существовании синергетического эффекта, который может возникнуть в результате объединения кли-

ентских баз компаний, представляется достаточно закономерной.

Кроме того, интерес вызывает идея визуализации экономических показателей деятельности компаний. Эта идея была использована при построении графиков в координатах «стоимость сделки – выручка», «стоимость сделки – EBITDA», «стоимость сделки – размер собственных средств».

Также анализируется увеличение стоимости созданной в результате сделки слияния или поглощения компании по сравнению с суммой стоимостей компаний, участвовавших в сделке [3]. Автор исследования проверяет свои выводы на основе эмпирических данных относительно сделок слияний и поглощений, имевших место в мире за прошедшие 30 лет. При этом автор ограничивается сделками слияний и поглощений, совершаемыми с привлечением заемных средств [3]. Таким образом, используется база данных в достаточной степени схожая с используемой в нашем исследовании. Согласно расчетам автора, средняя премия в сделках слияний и поглощений компаний находится на уровне 40 %.

Guo предлагает три объяснения относительно причин увеличения стоимости и рентабельности вновь созданной компании [3]. Во-первых, причина может быть в улучшении показателей операционной деятельности фирмы (т. е. связана с ростом операционных доходов или со снижением операционных издержек, ростом показателей прибыльности, исключением непроизводительных активов или ростом рентабельности оставшихся активов). Во-вторых, даже при отсутствии изменений в характеристиках операционной деятельности фирма может выиграть от расширения рынка сбыта. В-третьих, рост размера прибыли фирмы может быть связан с изменением системы налогообложения.

Guo приходит к выводу, что влияние сделок слияний и поглощений на операционные показатели деятельности вновь созданной фирмы исчерпывает себя [3].

Иными словами, с течением времени значимость такого мотива слияний и поглощений должна постоянно уменьшаться.

В работе приведены числовые характеристики роста показателей вновь созданной компании по сравнению с суммой показателей участвующих в сделке компаний. Выборка сделок, проанализированных в указанном исследовании, включает в себя 192 сделки, произошедших за период с 1990 по 2006 гг. (в том числе 94 сделки, по которым имелись данные о финансовых показателях объединенной компании) [3].

Мы считаем, что, помимо изменения параметров рентабельности объединенной компании, также необходим анализ показателей долговой нагрузки, а также рыночной стоимости (как более информативного по сравнению с суммой имеющегося у компании капитала). При построении парной и множественной регрессией была использована идея оценки в численном виде взаимного влияния показателей.

Методика оценки факторов, определяющих стоимость сделки слияния или поглощения. Для анализа и количественной оценки факторов, определяющих стоимость сделки слияния или поглощения, а также прогнозирования возможной стоимости компании в качестве объекта такой сделки предлагаем использовать следующую методику. При разработке данной методики были использованы идеи из методики, заключающейся в построении эконометрических уравнений, на основе которых оценивается величина премии [2]. При этом список оцениваемых параметров отличается: в работе оценивается влияние инвестиционных банков на цену сделки, мы же оцениваем воздействие финансовых и производственных показателей объекта поглощения [2].

На первом этапе методики *идентифицируются факторы, определяющие стоимость сделки слияния или поглощения*. В качестве таких факторов предлагается использовать финансовые показатели де-

тельности указанной компании. Кроме того, возможно использование показателей фондового и денежного рынков (процентная ставка, динамика фондовых индексов за период, предшествующий времени сделки, динамика сырьевых активов и т. д.).

Отмечается важность оценки нематериальных активов [5]. Тем не менее без доступа к значительным массивам информации, часть которой составляет коммерческую тайну, это сделать затруднительно.

На втором этапе производится количественная оценка степени тесноты зависимости указанных показателей с результирующим показателем – стоимостью сделки. Данный анализ может быть проведен с использованием уравнения одного из следующих видов:

$$\frac{Deal_value}{Acquired_stake} = \alpha + \beta \cdot X, \quad (1)$$

либо

$$\frac{Deal_value}{Acquired_stake} = \beta \cdot X, \quad (2)$$

где *deal value* – стоимость сделки,

acquired stake – приобретаемая доля в компании,

α , β – оцениваемые коэффициенты регрессионного уравнения.

Показатель *Deal value/Acquired stake* представляет собой расчетную стоимость сделки в расчете на 100 % приобретаемой компании. При данном способе расчета не принимается во внимание наличие премии за покупку блокирующего или контрольного пакета в компании.

Считаем более применимой форму уравнения с отсутствием «свободного члена», поскольку можно предположить, что стоимость сделки находится в прямой зависимости от величины оцениваемых показателей. Кроме того, наличие «свободного члена» говорит о том, что существует некая стоимость сделки, которая не объясняется основными финансовыми коэффициентами и является общей для всех оцениваемых компаний, что также маловероятно на практике.

При анализе уравнений следует исключить те их них, в которых незначимым является либо коэффициент при переменной (*t-statistics*), либо не подтверждается гипотеза о значимом отличии от нуля всех коэффициентов регрессионного уравнения (*F-statistics*), т. к. такие уравнения иллюстрируют теоретические зависимости, которые не подтверждаются на имеющейся базе данных сделок.

При оценке указанных уравнений их следует проранжировать по коэффициенту детерминации. Уравнение с максимальным коэффициентом детерминации укажет на переменную, оказывающую максимальное влияние на стоимость сделки и т. д.

На третьем этапе проводится оценка степени влияния отдельных переменных на стоимость сделки. Для этого производится оценка регрессионного уравнения, включающего в себя все выделенные на втором этапе показатели в качестве независимых переменных. Спецификация уравнения выглядит следующим образом:

$$\frac{Deal_value}{Acquired_stake} = \alpha + \sum_i \beta_i \cdot X_i, \quad (3)$$

либо

$$\frac{Deal_value}{Acquired_stake} = \sum_i \beta_i \cdot X_i. \quad (4)$$

По описанным выше соображениям считаем более применимой для оценки спецификацию уравнения с отсутствием «свободного члена».

При анализе получившегося уравнения необходимо обратить внимание на коэффициенты *t-statistic* для каждой переменной. В случае получения выводов о равенстве нулю коэффициента при одной из переменных следует изменить спецификацию уравнения. Получение такого результата с большой вероятностью свидетельствует о включении в уравнение переменных, имеющих высокую корреляцию (например, показателей прибыли до и после вычета налогов; в данном случае следует оставить одну из таких переменных, включение в уравнение которой дает

максимальный коэффициент детерминации в результирующем уравнении).

На четвертом этапе проводится *интерпретация полученного на третьем этапе регрессионного уравнения*.

Коэффициенты регрессионного уравнения иллюстрируют изменение стоимости сделки в ответ на изменение на единицу каждого из факторов. Значения данных коэффициентов может быть применено в целях экспресс-оценки стоимости компании в качестве объекта поглощения.

Коэффициент детерминации иллюстрирует процент стоимости сделки, который объясняется выбранными факторами оценки. Безусловно, значение коэффициента детерминации на практике может существенно отличаться от 100 % в связи со значительным количеством трудно формализуемых факторов (особенности корпоративного управления, специфика структуры собственности в компании, неверная оценка материальных и/или нематериальных активов и т. д.).

На пятом этапе производится *оценка наличия нелинейных зависимостей между факторами и стоимостью сделки*.

Один из наиболее общих способов, применимых для установления наличия нелинейной зависимости, – добавление в парные регрессионные уравнения квадрата объясняющей переменной. Данный способ позволяет выявить зависимости, имеющие вид параболы. Безусловно, в реальности могут существовать и другие, более сложные виды зависимости, поэтому необходимо визуально оценивать облако наблюдений для подбора подходящей формы зависимости.

Можно утверждать, что существует нелинейная зависимость между переменными, если коэффициент *t*-statistics для квадрата объясняющей переменной показывает значимое отличие данного коэффициента от нуля.

На шестом этапе производится *интерпретация полученных с помощью эконометрических зависимостей результатов*.

Считаем целесообразным выполнить ранжирование переменных по тесноте их зависимости со стоимостью сделки, привести значения коэффициентов, иллюстрирующих взаимосвязь указанных переменных со стоимостью сделки, а также сделать выводы о наличии нелинейной зависимости данных коэффициентов и стоимости сделки.

Интерпретация нелинейных коэффициентов множественных линейных регрессионных уравнений в некоторых случаях может быть неинформативной, т. к. подобные зависимости могут сильно зависеть от выборки сделок.

Предложенную методику можно отнести к сравнительным методам оценки стоимости бизнеса. Аргумент против данной группы методов состоит в том, что «они опираются на прошлые данные и временные тенденции, характерные для ограниченного числа сделок в пределах одного региона или отрасли» [8, с. 91]. Тем не менее считаем данную методику применимой для практического использования, т. к. рассмотренная ниже эмпирическая база достаточно обширна и доказывает наличие устойчивых статистических зависимостей в выборке, а применяемый метод оценки может быть не единственным (т. е. применяться наряду с другими). Кроме того, в силу различия среднеотраслевого уровня риска представляется разумной оценка сделок именно из одной отрасли или группы схожих отраслей.

Эмпирическая проверка предложенной методики. Проверка была проведена на основе данных о слияниях и поглощениях компаний в высокотехнологичных отраслях, произошедших за период с 1997 по 2012 гг. В базу данных входят сделки с объемом более 40 млн долл. (в общей сложности 5507 сделок). Такой подход позволяет выделить 50 % сделок с наибольшей суммой. Анализ именно средних и крупных сделок позволяет более точно выявить закономерности, характерные для сделок слияний и поглощений.

На первом этапе были выделены следующие показатели присоединяемой компании:

1. Операционная выручка (Revenue).
2. EBITDA.
3. EBIT.
4. Прибыль до уплаты налогов.
5. Прибыль после уплаты налогов.
6. Размер общих активов.
7. Размер чистых активов (Net assets).
8. Размер акционерного капитала.
9. Рыночная капитализация.

На втором этапе была произведена оценка парных регрессионных уравнений. Всего было оценено 18 регрессионных уравнений. Согласно описанному теоретическому алгоритму было выбрано три парных регрессионных уравнения. Их спецификации приведены в табл. 1–3.

Итак, наибольшее влияние на цену сделки оказывает величина чистых активов компании, второй по значимости фактор – EBITDA, третий по значимости фактор – величина операционного дохода.

По результатам третьего этапа было получено следующее регрессионное уравнение:

$$\frac{Deal_value}{Acquired_stake} = \beta_1 \cdot Revenue + \beta_2 \cdot EBITDA + \beta_3 \cdot Net_assets.$$

Результаты оценивания указанного уравнения приведены в табл. 4.

Четвертый этап. Интерпретируя указанное уравнение, мы приходим к следующим выводам.

Во-первых, множественная линейная регрессионная модель способна с доста-

Таблица 1

Результаты оценки уравнения

$$\frac{Deal_value}{Acquired_stake} = \beta \cdot Revenue$$

| Переменная | Коэффициент | Стандартная ошибка | t-Statistic | Prob. |
|------------|-------------|--------------------|-------------|--------|
| Revenue | 0.679470 | 0.043087 | 15.76971 | 0.0000 |
| R-squared | 0.062843 | | | |

Таблица 2

Результаты оценки уравнения

$$\frac{Deal_value}{Acquired_stake} = \beta \cdot EBITDA$$

| Переменная | Коэффициент | Стандартная ошибка | t-Statistic | Prob. |
|------------|-------------|--------------------|-------------|--------|
| EBITDA | 7.098091 | 0.355227 | 19.98185 | 0.0000 |
| R-squared | 0.215358 | | | |

Таблица 3

Результаты оценки уравнения

$$\frac{Deal_value}{Acquired_stake} = \beta \cdot Net_assets$$

| Переменная | Коэффициент | Стандартная ошибка | t-Statistic | Prob. |
|------------|-------------|--------------------|-------------|--------|
| Net assets | 1.883296 | 0.057969 | 32.48792 | 0.0000 |
| R-squared | 0.661664 | | | |

точно высокой степенью точности оценить стоимость, уплаченную в сделке (с поправкой на приобретаемую долю компании). Три основных показателя финансово-производственной деятельности компании позволяют объяснить на 83 % величину стоимости, уплаченную за компанию в сделки слияния или поглощения. Добавление иных показателей не позволило улучшить указанную модель.

Во-вторых, подобная спецификация модели позволяет дать очень простую для использования инвесторами интерпретацию коэффициентов. Согласно полученным данным, при покупке компании за одну денежную единицу прибыли (ЕБИТДА) покупатель готов платить около пяти денежных единиц; за одну единицу чистых активов приобретаемой компании – около 0,59 денежных единиц; за одну единицу операционного дохода компании – около 0,56 денежных единиц.

Полученные значения коэффициентов отражают ситуацию на рынке слияний и поглощений в высокотехнологичных отраслях, характерную для сделок, совершенных за период с 1997 по 2012 гг. Вероятнее всего, оценки для других отраслей дадут схожие результаты.

Полученные выводы могут быть использованы как продавцами, так и покупателями на рынке слияний и поглощений с целью оценки примерной стоимости, по которой может быть приобретена либо продана компания. При этом для проведения такой оценки не требуется даже деталь-

ного анализа финансовой отчетности. Это особенно важно для покупателя, поскольку одним из определяющих этапов сделки слияния и поглощения, как отмечается в работе [10], является выбор подходящей компании, что предполагает анализ большого числа альтернативных вариантов сделки.

Кроме того, модель может быть применена для оценки возможных последствий реализации тех или иных стратегических мероприятий в компании с точки зрения оценки компании как объекта поглощения. Например, изменение ценовой политики может привести к определенному снижению выручки при росте прибыли. В результате, согласно выводам модели, стоимость, по которой вероятно совершение сделки приобретения компании, может как вырасти, так и уменьшиться. Проанализировав таким образом несколько мероприятий, можно выбрать наиболее предпочтительные с точки зрения подготовки компании к продаже.

По результатам пятого этапа анализа были получены следующие регрессионные уравнения (табл. 5–7).

Проанализировав указанные уравнения, мы можем сделать вывод, что нелинейная зависимость характерна для показателей операционного дохода и величины чистых активов. Для величины ЕБИТДА более вероятно наличие линейной зависимости. Более точно оценить характер зависимости можно на графиках, каждый из которых иллюстрирует соответствующее «облако наблюдений» (рис. 1–3).

Таблица 4

Результаты оценки множественного линейного регрессионного уравнения

| Переменная | Коэффициент | Стандартная ошибка | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|--------------------|-------------|--------|
| Revenue | 0.555731 | 0.042380 | 13.11320 | 0.0000 |
| ЕБИТДА | 4.993288 | 0.298547 | 16.72529 | 0.0000 |
| Net assets | 0.592942 | 0.076478 | 7.753157 | 0.0000 |
| R-squared | 0.830666 | | | |
| Adjusted R-squared | 0.829877 | | | |

Можно сделать следующие выводы относительно характера нелинейной зависимости показателей операционной и финансовой деятельности компании и стоимости компании как объекта слияния или поглощения.

За каждую дополнительную денежную единицу выручки компания покупатель готов платить больше (до величины выручки примерно 350 млн долл.), а затем все меньше. Невысокая готовность платить за компании с невысокой выручкой может быть объяснена нежеланием покупателей брать

на себя риски стартапов. Низкая готовность платить за компании с очень высокой выручкой может быть объяснена опасениями покупателей приобрести компанию, находящуюся на этапе зрелости или упадка. Таким образом, можно определить оптимальную точку жизненного цикла компании с точки зрения ее продажи на рынке слияний и поглощений.

Для фактора EBITDA выявлена линейная зависимость, т. е. за каждую следующую единицу прибыли инвесторы готовы платить одинаковое количество денежных

Таблица 5

Результаты оценки нелинейной зависимости цены сделки и величины выручки

| Переменная | Коэффициент | Стандартная ошибка | t-Statistic | Prob. |
|------------------------|-------------|--------------------|-------------|--------|
| Константа | 274346.8 | 83985.63 | 3.266592 | 0.0011 |
| Revenue | 1.749053 | 0.080108 | 21.83379 | 0.0000 |
| (Revenue) ² | -2.55E-08 | 1.57E-09 | -16.26699 | 0.0000 |
| R-squared | 0.165514 | | | |
| Adjusted R-squared | 0.164851 | | | |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | | |

Таблица 6

Результаты оценки нелинейной зависимости цены сделки и величины EBITDA

| Переменная | Коэффициент | Стандартная ошибка | t-Statistic | Prob. |
|-----------------------|-------------|--------------------|-------------|--------|
| Константа | 498764.9 | 139081.9 | 3.586122 | 0.0003 |
| EBITDA | 7.801260 | 0.907416 | 8.597228 | 0.0000 |
| (EBITDA) ² | -1.46E-07 | 1.36E-07 | -1.076243 | 0.2820 |
| R-squared | 0.224925 | | | |
| Adjusted R-squared | 0.223726 | | | |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | | |

Таблица 7

Результаты оценки нелинейной зависимости цены сделки и величины чистых активов

| Переменная | Коэффициент | Стандартная ошибка | t-Statistic | Prob. |
|---------------------------|-------------|--------------------|-------------|--------|
| Константа | 515697.7 | 84681.57 | 6.089846 | 0.0000 |
| Net assets | 1.181693 | 0.137132 | 8.617213 | 0.0000 |
| (Net assets) ² | 2.92E-08 | 5.60E-09 | 5.215853 | 0.0000 |
| R-squared | 0.694688 | | | |
| Adjusted R-squared | 0.693424 | | | |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | | |

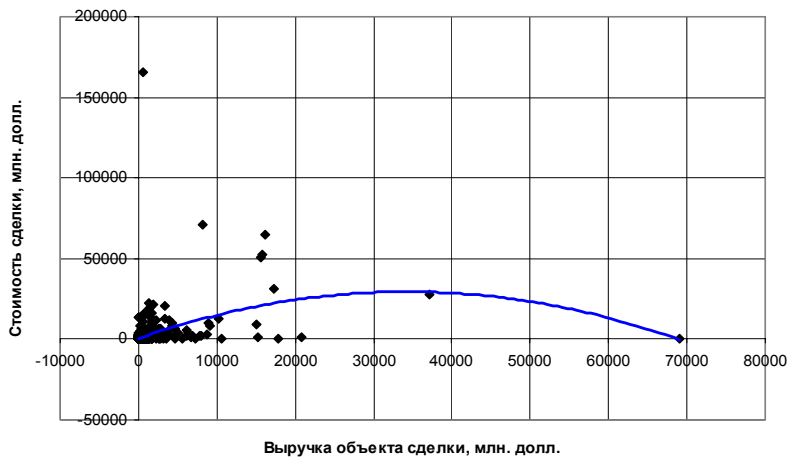


Рис. 1. Взаимосвязь стоимости сделки и размера выручки объекта сделки

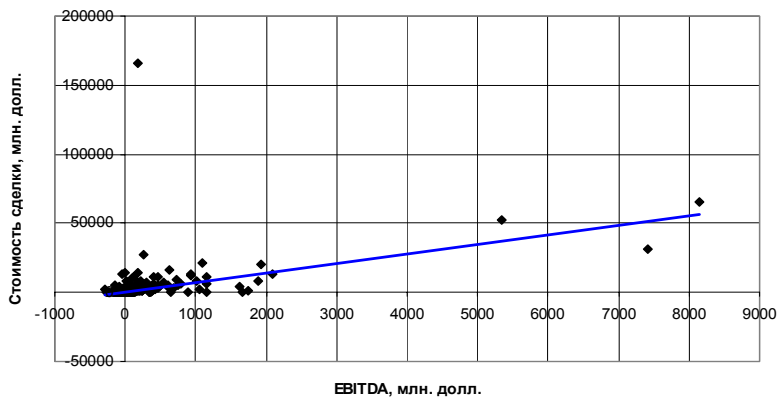


Рис. 2. Взаимосвязь стоимости сделки и величины прибыли объекта сделки

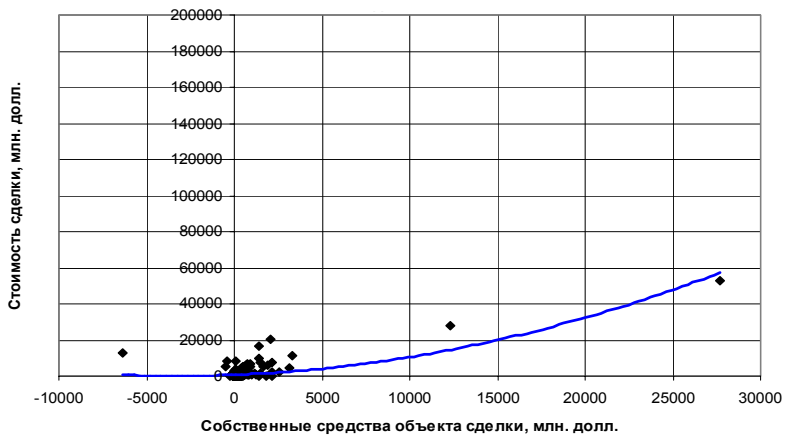


Рис. 3. Взаимосвязь стоимости сделки и величины собственных средств объекта сделки

единиц (соответствующий коэффициент при квадрате объясняющей переменной показывает отсутствие значимого отличия от нуля).

Объем собственных средств и сумма сделки также имеют нелинейную зависимость: за каждую дополнительную единицу собственных средств инвесторы готовы платить все больше. Это может быть объяснено желанием инвесторов приобрести финансово устойчивую компанию, в перспективах которой были уверены ее продавцы. Готовность проинвестировать в создаваемую компанию высокий объем собственных денежных средств косвенно может быть связана с высокой оценкой ее перспектив на рынке.

Выводы. На основе проведенного теоретического и эмпирического анализа мы пришли к следующим основным выводам:

1. Финансовые показатели объекта сделки слияния или поглощения являются основным фактором, определяющим стоимость компании как объекта слияния или поглощения.

2. Среди финансовых показателей наиболее значимы (перечислены в порядке уменьшения значимости): величина чистых активов, EBITDA и размер выручки. На примере выборки сделок слияний и поглощений, произошедших в высокотехнологических отраслях, показано, что значимость остальных финансовых и производственных показателей при определении цены сделки либо существенно ниже, либо отсутствует.

3. Уравнение множественной линейной регрессии, составленное с использованием выделенных финансовых показателей, позволяет достаточно точно описать стоимость компании как объекта сделки слияния или поглощения. Коэффициенты указанного уравнения могут быть использованы для оценки изменения стоимости

сделки в ответ на изменение каждого из финансовых показателей. В частности, на имеющейся базе сделок были получены следующие результаты: увеличение величины собственных средств на 1 денежную единицу приводит к росту стоимости сделки на 0,59 денежных единиц, прибыли – на 4,99 денежных единиц, выручки – на 0,56 денежных единиц;

4. Взаимосвязь стоимости сделки и величины собственных средств, а также стоимости сделки и величины выручки носит нелинейный характер. В ответ на увеличение величины собственных средств стоимость сделки растет все возрастающими темпами, что может быть объяснено более высокой готовностью инвесторов приобретать компании, в которых были произведены значительные инвестиции (вероятнее всего, собственники были уверены в их перспективах). В ответ на увеличение величины выручки стоимость сделки сначала возрастает, а затем начинает снижаться, что может быть объяснено опасениями инвесторов относительно стадии жизненного цикла компании (высокая выручка может свидетельствовать о нахождении компании на стадии зрелости);

5. Полученные в результате исследования выводы могут быть использованы для проведения экспресс-оценки стоимости компаний в качестве потенциального объекта слияний или поглощений (как собственниками, так и покупателями указанных компаний), в том числе в целях определения оптимального момента продажи компании (на основе имеющихся прогнозов динамики финансовых показателей). Кроме того, с помощью приведенной методики возможно оценить воздействие мер маркетинговой, финансовой или иной политики на стоимость компании как объекта сделки слияния или поглощения.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Gal E., Dukes A. On the Profitability of Media Mergers // *The Journal of Business*. Vol. 79, No. 2 (March 2006). P. 489–525.
2. Golubov A., Petmezas D., Travlos N. When It Pays to Pay Your Investment Banker: New Evidence on the Role of Financial Advisors in M&As // *The Journal of Finance*. Vol. 67, № 1 (February 2012). P. 271–311.
3. Guo S., Hotchkiss E.S., Song W. Do Buyouts (Still) Create Value? // *The Journal of Finance* Vol. 66, No. 2. April 2011. P. 479–517.
4. Smit H., Moraitis T. Playing at Serial Acquisitions // *California Management Review*. Vol. 53, No 1. Fall 2010. P. 56–89.
5. Аникин П.А. Оценка справедливой стоимости активов и обязательств при слияниях и поглощениях // МСФО и МСА в кредитной организации. 2011. № 4. СПС «КонсультантПлюс».
6. Василенков С.А. Основные мотивы слияний и поглощений и их последствия // *Инвестиционный банкинг*. 2009. № 2. СПС ГАРАНТ.
7. Депаффилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007. 960 с.
8. Рид С.Ф., Лажу А.Р. Искусство слияний и поглощений / пер. с англ. М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004. 958 с.
9. Слияния и поглощения в системе современной экономики : монография / под ред. А.Н. Фоломьева. М.: Изд-во РАГС, 2010. 184 с.
10. Тульчинский С.Э. Слияния и поглощения. Важные предпосылки успешной интеграции // *Управление в кредитной организации*. 2009. № 2. 2009. СПС ГАРАНТ.