

# ОГРАНИЧЕНИЯ СТРУКТУРИРОВАНИЯ ТРАНСГРАНИЧНЫХ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ ПРИ УЧЕТЕ ОЖИДАНИЙ РЫНКА

Мишин М.С.<sup>1</sup>

Ожидания рынка влияют на стоимость сделок слияний и поглощений, что наиболее актуально для трансграничных сделок ввиду более высокого уровня неопределенности и среднего размера сделки. Положительная реакция рынка, выраженная в росте рыночной капитализации покупателя, свидетельствует о том, что рынок при оценке ожидаемых финансовых показателей компаний после объединения настроен более оптимистично, чем покупатель. Отрицательная реакция рынка, наоборот, свидетельствует о возможной переоценке покупателем будущих финансовых результатов сделки M&A. В обоих случаях происходит изменение рыночной капитализации покупателя в момент публичного объявления, которое является косвенной выгодой или издержками от сделки для акционеров. Существующие методы оценки стоимости трансграничных сделок M&A игнорируют влияние реакции рынка на стоимость сделки и рыночную стоимость компании-покупателя, а также основываются только на фундаментальных факторах создания стоимости, таких как рентабельность и темпы роста продаж, размер денежного потока и уровень долговой нагрузки. При структурировании сделки ожидания рынка не учитываются, а реакция рынка в виде изменения рыночной стоимости покупателя принимается как неконтролируемая потеря или выигрыш, который не влияет на стоимость сделки M&A. Таким образом эффект влияния ожиданий рынка в настоящее время не учитывается в структуре вознаграждения сделок слияний и поглощений. Необходимо усовершенствовать структурирование трансграничных сделок M&A путем включения дополнительной условной компоненты, которая бы учитывала падение рыночной стоимости покупателя в результате негативной реакции рынка на сделку.

**Ключевые слова:** слияния и поглощения, ожидания рынка, оценка стоимости, рыночная капитализация, структурирование сделок

**JEL:** G34

## Введение

Согласно данным Bloomberg, в 2013 г. объем трансграничных сделок слияний и поглощений (M&A) на глобальном рынке составил 1,08 трлн долл., или 45,9% от общего объема совершенных сделок M&A. Средний размер трансграничной сделки M&A в 2013 г. составил 117 млн долл., а средняя премия – 30,8%, что выше аналогичных показателей для средней внутренней сделки M&A – 70 млн долл. и 27,4% соответственно. Таким образом, трансграничные сделки M&A имеют большое значение на современном глобальном финансовом рынке.

Согласно результатам проведенных научных исследований, трансграничные сделки M&A оказывают различное влияние на рыночную стоимость компании-покупателя. Сделки данного вида могут создавать большую положительную сверхдоходность на собственный капитал покупателя (Feito-Ruiz, Menendez-Requejo, 2011) или, наоборот, приводить к большому разрушению стоимости акционерного капитала (Conn, et al., 2003) по сравнению с внутренними сделками M&A. Основной причиной является несоответствие ожиданий рынка и компаний – участниц сделки. Реакция рынка на сделку отражает ожидания участников рынка относительно изменения основных операционных и финансовых показателей компании. Существующие методы оценки стоимости трансграничных сделок M&A игнорируют влияние реакции рынка на стоимость сделки и рыночную стоимость компании-покупателя, а также основываются только на фундаментальных факторах создания стоимости, таких как рентабельность и темпы роста продаж, размер денежного потока и уровень долговой нагрузки. При структурировании сделки ожидания рынка не учитываются, а реакция рынка в виде изменения

1. Аспирант кафедры «Финансы и кредит» экономического факультета Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова.

рыночной стоимости покупателя принимается как неконтролируемая потеря или выигрыш, который не влияет на стоимость сделки M&A.

Для того чтобы сократить потерю рыночной стоимости покупателя и провести ее реконструкцию, необходимо определить, как изменились прогнозы рынка после объявления о сделке, и согласовать внутренние прогнозы компании с ожиданиями рынка. Синхронизация внутренних ожиданий компании и ожиданий инвесторов через механизм рыночной коммуникации и обратной связи позволит сократить потери рыночной стоимости покупателя при структурировании трансграничных сделок M&A.

### **Влияние ожиданий рынка на стоимость трансграничных сделок M&A**

Применяемые на практике методы оценки стоимости бизнеса предполагают, что стоимость компании-цели оценивается справедливо, с учетом всех возможных синергий. В условиях эффективного рынка и отсутствия асимметрии информации данная стоимость будет выгодна обеим сторонам сделки. Следовательно, обе стороны должны будут вести переговоры о цене до достижения уровня справедливой или инвестиционной стоимости. В результате совершенная сделка не создаст дополнительной рыночной стоимости компании-покупателю. Нейтральная реакция рынка, при условии что ожидания рынка и сторон сделки совпадают, означает, что заплаченная за компанию цена полностью соответствует внутренней стоимости цели с учетом возможных синергий с покупателем.

Однако, как показывает практика, реакция рынка значительно отличается от нейтральной. Часть сделок создает дополнительную стоимость компании-покупателю, а часть – разрушает ее. Изменение рыночной стоимости компании-покупателя представляет собой косвенные доходы или издержки акционеров покупателя, которые они несут в результате заключения сделки. Следовательно, изменение стоимости компании-покупателя также является частью стоимости сделки M&A. Значимый положительный отклик в виде роста рыночной капитализации покупателя означает, что согласно рыночным ожиданиям сделка создаст дополнительную стоимость по сравнению с согласованной стоимостью цели. Значимый отрицательный отклик означает, что цена цели была завышена и реальное увеличение стоимости покупателя будет ниже, чем затраченная сумма. Стоит отметить, что если рынок неэффективен, то в реакции рынка на сделку M&A будет присутствовать спекулятивная компонента, включающая изменения настроения рынка, а также ряд нерациональных факторов, не связанных напрямую с фундаментальными показателями сделки. Мы оставим спекулятивную часть реакции рынка за рамками данного исследования и сфокусируемся на изменении ожиданий рынка, которые выражаются в изменении рыночной стоимости покупателя и в настоящее время не учитываются при оценке стоимости сделки M&A.

Ожидания рынка и степень их влияния на стоимость покупателя будут различаться в зависимости от специфики сделки. В контексте данной работы надо отметить, что наиболее значительное различие наблюдается между внутренними и трансграничными сделками M&A.

Например, Конн и др. (Conn, et al., 2003) исследовали различия между внутренними и трансграничными M&A, а также между приобретением частных и публичных компаний в контексте влияния на стоимость покупателя и пришли к следующим выводам. Приобретение внутренних публичных компаний приводит к падению доходностей акций покупателя в период объявления на 1%, а также к отрицательной накопленной доходности в последующие 3 года в размере -22%. Приобретение заграничных публичных компаний приводит к нулевым изменениям доходности в период объявления и к отрицательной накопленной доходности в последующие 3 года в размере -32%. Причиной более низкой эффективности трансграничных сделок являются национальные культурные различия между странами покупателя и цели.

Андре, Кули и Лэр (Andre et al., 2004), наоборот, привели доказательства того, что трансграничные сделки M&A создают большую дополнительную рыночную стоимость покупателю в долгосрочном периоде по сравнению с аналогичными внутренними сделками.

Бертранд и Зитоуна (Bertrand, Zitouna, 2008) пришли к выводу о том, что трансграничные сделки M&A создают большую дополнительную стоимость покупателю и в большей степени увеличивают его производительность по сравнению с внутренними сделками M&A.

Фейто-Руиз и Менендес-Рикуэйро (Feito-Ruiz, Menendez-Requejo, 2011) также показали, что доходности акционеров покупателя выше в трансграничных сделках по сравнению с внутренними.

Эмпирически связь между изменением фундаментальных финансовых показателей и рыночной стоимостью компании оценивалась в работах Хили, Палеру и Рубэка (Healy, Paleru, Ruback, 1990) и Хусаинова (Хусаинов, 2008).

Хили, Палеру и Рубэк (Healy, Paleru, Ruback, 1990) исследуют связь между изменениями денежных потоков фирмы и доходностью акций компании после M&A. Для анализа используется выборка из 50 крупнейших сделок между промышленными компаниями США, завершенных в период 1979–1983 гг. Результаты получены с помощью регрессионного анализа. Авторы приходят к выводу, что компании после интеграции получают значительные улучшения операционных денежных потоков, что является результатом повышения производительности активов по сравнению с остальными компаниями в отрасли. Улучшения денежных потоков происходят не за счет снижения долгосрочной производительности, так как уровень расходов на R&D остается по-прежнему на отраслевом уровне. Кроме того, существует положительная связь между увеличением операционных денежных потоков после слияния и сверхнормальной доходностью акций во время объявления о сделке, что свидетельствует о том, что ожидания будущего увеличения экономической эффективности лежат в основе переоценки акций объединяющихся фирм.

В работе Хусаинова (Хусаинов, 2008) сопоставляются фундаментальные и рыночные показатели компании до и после сделки M&A. С помощью такого сопоставления автор оценивает способность эффективного рынка учитывать в ценах акций влияние сделки на операционную эффективность компании. Реакция рынка оценивается с помощью расчета сверхнормальной доходности акций за период 1 неделя до и 1 неделя после объявления о сделке. Эффективность компании рассчитывается как рентабельность продаж по EBITDA. Причем сравнивается суммарная рентабельность компаний до сделки и рентабельность объединенной компании через 2 года после M&A. Используются данные о крупных публичных компаниях из Bloomberg, Thompson One Banker и Merger Market за период 2001–2004 гг. В выборке присутствуют компании из различных стран и отраслей. В результате применения эконометрических методов была обнаружена положительная взаимосвязь между краткосрочной реакцией рынка и последующим реальным изменением эффективности компании. Причем выводы сохраняются для различных подгрупп компаний и стран. Таким образом, рынок способен прогнозировать влияние M&A на стоимость компании.

На основании вышесказанного можно сделать вывод, что реакция рынка на трансграничные сделки M&A отличается от внутренних сделок. В большинстве случаев трансграничные сделки M&A создают большую положительную сверхдоходность на акции компании-покупателя по сравнению с внутренними M&A. Если сверхдоходность сделки отрицательна, как в исследовании Конна и др. (Conn et al., 2003), то по абсолютному значению она будет больше для трансграничных сделок по сравнению с внутренними. Это означает, что рынок сильнее реагирует на трансграничные сделки M&A по сравнению с внутренними. С другой стороны, высокая сверхдоходность трансграничных сделок кроме потенциальных синергий может являться компенсацией за повышенный риск сделки. Так как целью в трансграничной сделке M&A выступает компания из другой страны, то покупатель будет вынужден разделять с ней страновые риски. Кроме того, повышаются не только риски заключения сделки, но и ее исполнения на стадии интеграции компаний. В совокупности это повышает уровень неопределенности, а следовательно, и уровень требуемой инвесторами доходности. Эмпирические работы в данном направлении сфокусированы на изучении взаимосвязи между рыночной стоимостью компаний в сделках M&A и фактическими фундаментальными показателями в

долгосрочном периоде после объединения компаний. Ожидания рынка и их изменение в момент объявления о сделке М&А как основной фактор изменения рыночной стоимости компании не был изучен. Использование для анализа фактических финансовых показателей через 1–3 года после совершения сделки, с нашей точки зрения, искажает результаты исследования реакции рынка в момент объявления о сделке, так как данные показатели включают в себя наложение большого количества изменяющихся условий функционирования компании в средне- и долгосрочном периоде.

Так как реакция рынка не учитывается при оценке стоимости сделок М&А, хотя она представляет собой дополнительный выигрыш или издержки от сделки для компании-покупателя, то степень ее потенциального влияния на стоимость сделки в трансграничных сделках М&А будет выше, чем во внутренних сделках в пределах одной страны.

Реакция рынка на сделку М&А представляет собой достаточно сложное явление. Она учитывает ожидания и прогнозы всех участников рынка, а также внешний поток информации о сделке через СМИ, мнения аналитиков и заявления компании-покупателя. Ниже представлена схема формирования реакции рынка на сделку М&А (см. схема 1).

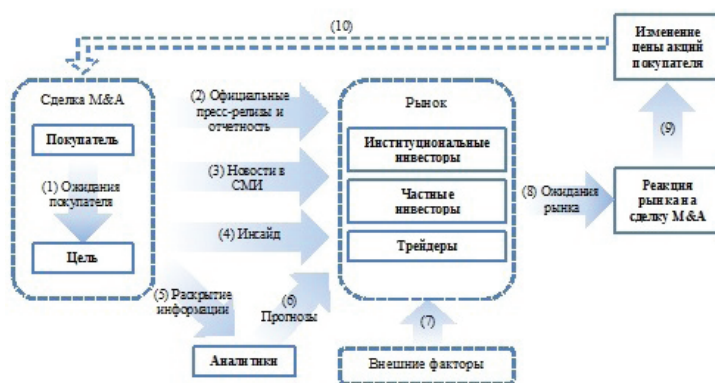


Схема 1. Изменение стоимости компании-покупателя в сделке М&А

Источник: разработано автором

Как показано на схеме 1, изначально компания-покупатель формирует собственные ожидания относительно результатов сделки М&А и ее влияния на стоимость (связь (1)). Информация об ожиданиях покупателя попадает на рынок через различные источники информации. Покупатель может выпускать официальные пресс-релизы, а также финансовую отчетность (связь (2)). Кроме того, новости о сделке попадают на рынок через СМИ (связь (3)). В некоторых случаях существует утечка информации и инсайдерская информация просачивается на рынок (связь (4)). Также компании проводят встречи с аналитиками для раскрытия информации и комментирования результатов деятельности и прогнозов компании (связь (5)). На основе раскрываемой информации аналитики формируют собственные прогнозы и дают их участникам рынка (связь (6)). Рынок учитывает совокупность поступающей информации о сделке, а также степень воздействия внешних факторов (связь (7)) и на основе нее формирует собственные ожидания относительно сделки М&А (связь (8)). Стоит отметить, что структура рынка неоднородна – его участниками являются институциональные и частные инвесторы, а также трейдеры. Каждая из групп участников рынка имеет собственный горизонт инвестирования, инвестиционные возможности и оценку поступающей информации. Полученные в результате ожидания рынка являются обобщением ожиданий различных групп участников рынка, которые учитывают различные аспекты сделки. На основе сформированных ожиданий рынок реагирует на сделку М&А (связь (9)). Если рынок настроен оптимистично, то его реакция будет заключаться в росте стоимости акций покупателя, а если пессимистично – то в снижении.

В результате реакции рынка на сделку М&А стоимость компании-покупателя изменяется (связь (10)). Данную связь исследовали с позиции заключительной оценки эффективности сделки М&А. Однако реакция рынка содержит важную информацию о перспективах сделки



и адекватности оценки ее стоимости. Рост стоимости покупателя может означать недооценку стоимости и перспектив M&A, а падение – наоборот, переоценку сделки и перспектив интеграции компаний.

Таким образом, рынок формирует определенный сигнал для компании-покупателя. Данный сигнал может быть использован для корректировки оценки стоимости сделки M&A или для уточнения прогнозов компании относительно сделки.

Данный вывод согласуется с концепциями управления на основе стоимости (Value Based Management, VBM) и управления стоимостью с учетом ожиданий (Expectations Based Management, EBM).

### **Связь между ожиданиями рынка и стоимостью компании-покупателя в трансграничных сделках M&A**

Предлагаемый в данной работе подход к учету ожиданий рынка при оценке стоимости трансграничных сделок M&A основывается на предположении о наличии связи между ожиданиями рынка и стоимостью компании-покупателя. Такая связь существует при эффективности рынка в умеренной форме (Fama, 1965). Рыночная стоимость компании-покупателя в каждый момент времени зависит от ее будущих денежных потоков и риска получения этих денежных потоков. Сделанные предположения являются умеренно жесткими и соответствуют теоретическим концепциям, на которых основывается теория оценки стоимости бизнеса (Дамодаран, 2010).

Для оценки взаимосвязи между ожиданиями рынка и стоимостью покупателя нами было проведено эмпирическое исследование.

#### *Алгоритм проведения исследования*

1. Сбор базы данных по трансграничным сделкам M&A за 2004–2013 гг.
2. Сбор базы данных по брокерским консенсус-прогнозам ключевых финансовых показателей на момент совершения трансграничных сделок M&A за 2004–2013 гг.
3. Расчет изменения рыночной стоимости покупателя за временные интервалы от 90 дней до объявления и в течение 90 дней после объявления о сделке.
4. Расчет изменения консенсус-прогнозов по ключевым финансовым показателям за временные интервалы от 90 дней до объявления и в течение 90 дней после объявления о сделке.
5. Сравнительный анализ связи между изменением консенсус-прогнозов ключевых финансовых показателей и изменением рыночной стоимости покупателя на момент объявления о сделке.

#### *Критерии формирования и структура выборки данных*

Для проведения анализа была использована база данных сделок M&A FactSet Mergerstat за последние 10 лет, с 2004 по 2013 г. Размер сделки M&A был ограничен для исключения относительно менее значимых сделок, в выборку попали трансграничные сделки M&A размером более 100 млн долл. США. Выборка включает сделки M&A совершенные по всему миру между компаниями из различных стран, в которых покупателем является публичная компания (т.е. компания, акции которой котируются и торгуются на бирже). Полученная база данных содержит информацию о 4030 трансграничных M&A на общую сумму 4 трлн долл. США.



График 1. Динамика трансграничных сделок M&A в 2004–2013 гг.

Источник: FactSet, расчеты автора.

Большая часть сделок совершалась компаниями из развитых стран<sup>1</sup> (87,7% от общего количества), причем около половины всех сделок было совершено американскими компаниями. На компании из развивающихся стран и emerging markets пришлось 7,7% и 4,6% соответственно от общего объема сделок за последние 10 лет.

Доля сделок, в которых покупателями выступали компании обрабатывающей промышленности, составила 30%. Кроме того, значительный объем сделок был совершен компаниями финансовой сферы и недвижимости – 30%, а также инфраструктурными, коммуникационными и энергетическими компаниями – около 18%. Компании данных секторов в большей степени используют преимущества глобализации и международной диверсификации бизнеса. В меньшей степени трансграничные сделки M&A совершают компании из секторов торговли (4,8%) и строительства (1,2%).

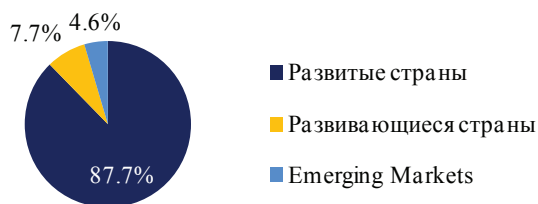


График 2. Структура сделок M&A по уровню развития стран за 2004–2013 гг.

Источник: FactSet, расчеты автора.



График 3. Структура сделок M&A по регионам за 2004–2013 гг.

Источник: FactSet, расчеты автора.

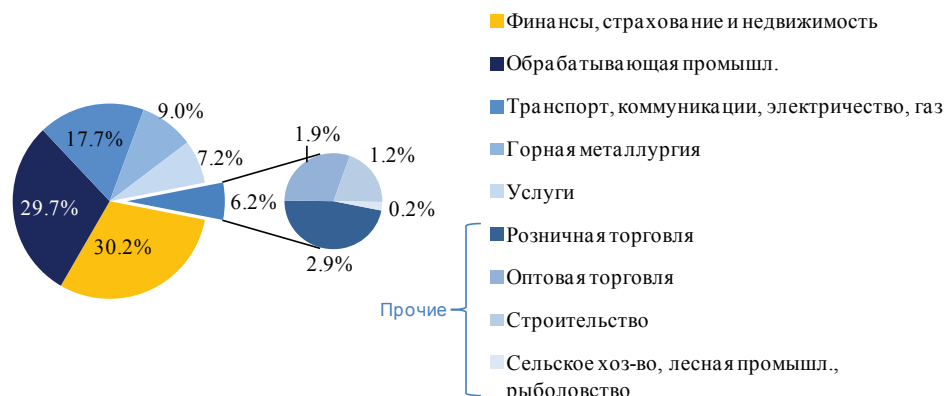


График 4. Структура сделок M&A по отрасли компании-покупателя за 2004–2013 гг.

Источник: FactSet, расчеты автора.

### Связь между ожиданиями рынка и стоимостью покупателя

Для оценки влияния ожиданий рынка на стоимость покупателя мы рассчитали изменение рыночной капитализации покупателя и изменение консенсус-прогнозов брокеров на интервале от 90 дней до объявления о сделке и в течение 90 дней после объявления (обозначение [-90;+90]). Реакция рынка делится на два типа: положительная, когда в результате объявления

1. Используется классификация стран МВФ: развитые (developed), развивающиеся (developing) и emerging markets.

рыночная капитализация покупателя увеличивается, и отрицательная – когда капитализация сокращается. Необходимо рассматривать оба типа отдельно, так как объединение приведет к нейтральным результатам взаимосвязи в целом по выборке наблюдений. Таким образом, изменение рыночной капитализации покупателя и изменение прогнозов ключевых финансовых показателей было рассчитано отдельно для сделок с положительной реакцией рынка и с отрицательной. Изменение рыночной капитализации покупателя представлено ниже.

В случае сделок, на которые рынок отреагировал положительно, рыночная капитализация покупателя росла на всем интервале [-90;+90]. В среднем капитализация в трансграничных сделках увеличивалась на 14,5% (см. график 5). В случае сделок с отрицательной реакцией рынка рыночная капитализация в трансграничных сделках сокращалась на 16,7% на интервале [-90;+90] (см. график 6). Рыночная капитализация в обоих случаях в большей степени увеличивалась на интервалах более 1 месяца до и после объявления – [-90;-30] и [+30;+90].

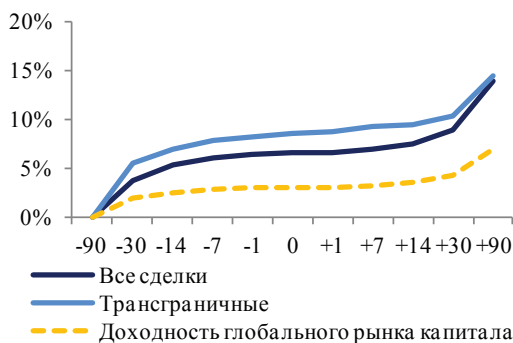


График 5. Сделки с положительной реакцией рынка  
 Источник: FactSet, расчеты автора.

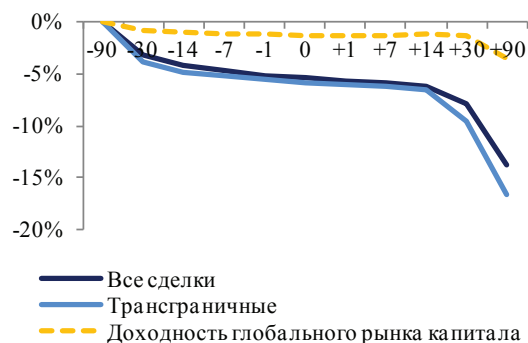


График 6. Сделки с отрицательной реакцией рынка  
 Источник: FactSet, расчеты автора.

С другой стороны, мы рассчитали среднее изменение консенсус-прогнозов аналитиков по выручке, EBITDA и чистой прибыли на первый (FY+1) и второй (FY+2) прогнозный год на интервале [-90;+90]. Аналогично изменению рыночной капитализации покупателя изменение прогнозов определяется отдельно для трансграничных сделок с положительной реакцией рынка и с отрицательной. Результаты расчетов представлены на графиках 7–9.

В среднем прогноз выручки на первый прогнозный год (FY+1) растет независимо от реакции рынка в результате эффекта консолидации бизнесов в бухгалтерской отчетности по МСФО или US/UK GAAP. Однако прогноз выручки на второй год (FY+2) в сделках с положительной реакцией рынка увеличивается в среднем на 0,4% за [-90;+90], а в сделках с отрицательной реакцией – наоборот, уменьшается на 0,7%.

Прогноз EBITDA на первый (FY+1) и второй (FY+2) годы в трансграничных сделках с положительной реакцией рынка растет на 1,7% и 3,5% соответственно. Рост ожидаемой EBITDA на первый прогнозный год меньше, чем на второй, что объясняется необходимыми затратами на объединение. Увеличение ожидаемой EBITDA FY+2 связано с реализацией синергетических эффектов и повышением эффективности объединенного бизнеса. В сделках с отрицательной реакцией рынка прогнозная EBITDA FY+1 падает на 2,1%, FY+2 – на 1,6%.

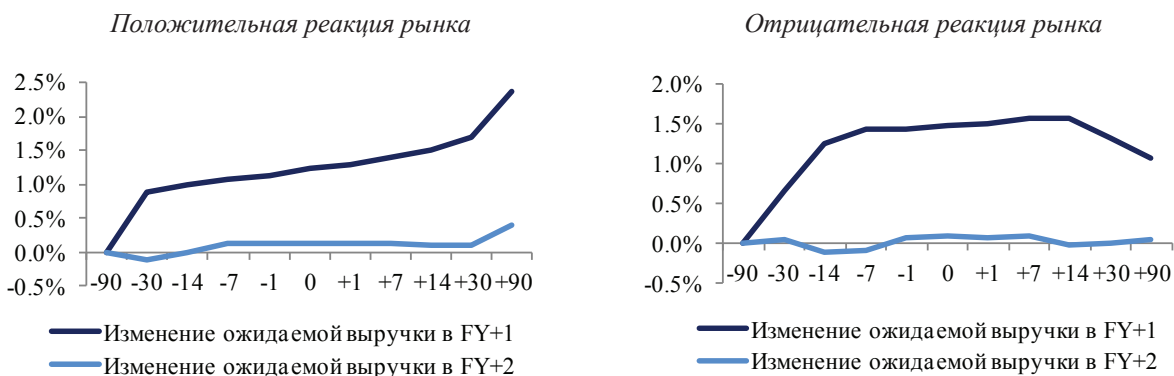


График 7. Изменение ожидаемой выручки. Источник: расчеты автора.

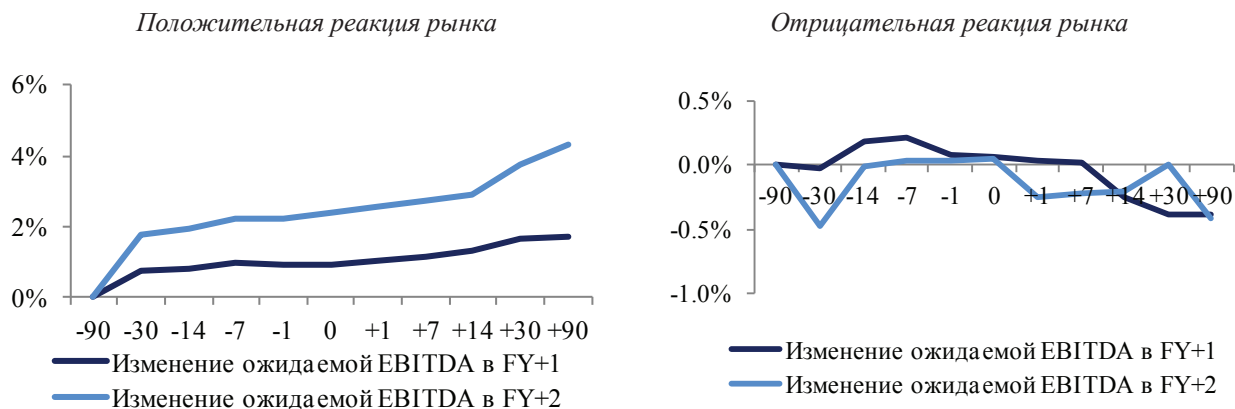


График 8. Изменение ожидаемой EBITDA. Источник: FactSet, расчеты автора.

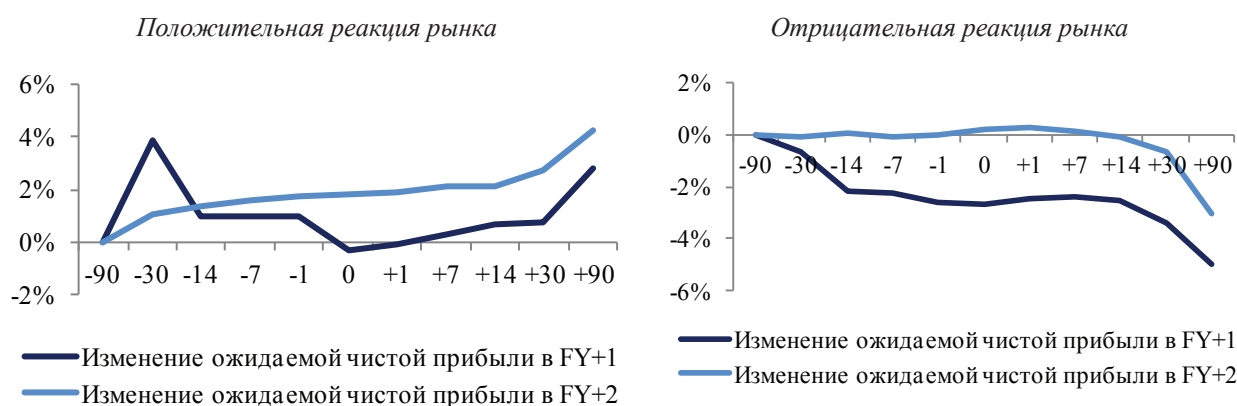


График 9. Изменение ожидаемой чистой прибыли. Источник: FactSet, расчеты автора.

Ожидаемая чистая прибыль реагирует на объявление о сделке в наибольшей степени. В частности, для сделок с положительной реакцией рынка ожидаемая чистая прибыль FY+1 растет на 1,3%, а FY+2 – на 5,3% за период [-90;+90]. Для сделок с отрицательной реакцией рынка ожидаемая чистая прибыль FY+1 и FY+2, наоборот, сокращается на 9,1% и 13,8% соответственно. Значительное изменение ожидаемой чистой прибыли связано с тем, что данный показатель учитывает кроме операционных синергий, также синергетический эффект от финансирования и изменения эффективной налоговой ставки. Последнее наиболее актуально для трансграничных сделок M&A, в которых компании могут создать дополнительную стоимость за счет использования преимуществ налоговой оптимизации в различных налоговых юрисдикциях.

### Структура вознаграждения сделок M&A

Для формирования рекомендаций по совершенствованию структурирования сделок трансграничной сделки M&A с учетом ожиданий рынка рассмотрим структуру вознаграждения в сделках M&A в среднем за последние 10 лет (см. график 10). Большая часть вознаграждения выплачивается денежными средствами – 65% и акциями – 31%. Условные платежи и прочие виды вознаграждения составляют незначительную долю – 0,6%. Однако в сделках с использованием условных платежей структура вознаграждения значительно отличается. Доля условных платежей в таких сделках составляет 27%. Сделки с условными платежами более характерны для высокотехнологичных компаний, а также компаний на ранних стадиях развития. Использование данного вида компенсации позволяет застраховаться от рисков невыполнения бизнес-плана, но, с другой стороны, предоставляет продавцу возможность получить дополнительные выплаты, если компания-цель покажет хорошие результаты.



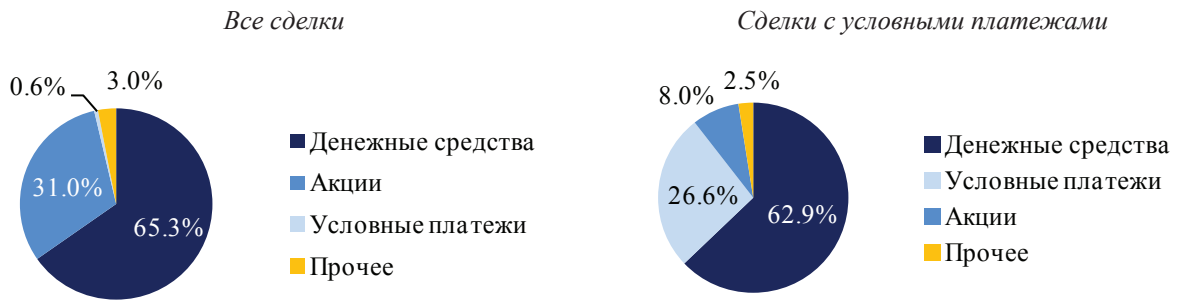


График 10. Структура вознаграждения сделок

Источник: FactSet, расчеты автора.

В настоящее время в инвестиционно-банковской практике существуют методы корректировки стоимости сделки M&A в зависимости от результатов сделки. Для этих целей используются условные платежи, величина которых зависит от наступления в будущем заранее оговоренных условий. Основным видом условных платежей являются выплаты «по результатам» (earn-out). Механизм действия выплат «по результатам» заключается в том, что покупатель и продавец в момент заключения сделки договариваются о дополнительной денежной выплате в будущем в зависимости от финансовых результатов компании-цели в течение следующих 1-3 лет после сделки. Иначе говоря, продавец получает дополнительное вознаграждение, если цель выполнит бизнес план после сделки.

Однако данный метод корректировки по результатам сделки имеет следующие ограничения:

1. Проблема осуществления операционного контроля над деятельностью цели в течение периода действия earn-out.
2. Между сделкой и получением отложенного платежа существует значительный временной интервал.

В период между заключением сделки и получением финансовых результатов для тестирования ковенант выплат «по результатам» фактический контроль над целью может распределяться по-разному. Например, если покупатель получил контрольный пакет акций в цели, то он может полностью поменять менеджмент и план развития компании. Изменение стратегии развития непосредственно скажется на будущих результатах, по которым продавец должен будет претендовать на дополнительную компенсацию. Кроме того, продавец и покупатель принимают значительные риски, возникающие в течение срока действия earn-out. Приведенная стоимость отложенных платежей значительно снижается в результате дисконтирования, что менее выгодно продавцу.

Таким образом, в настоящее время при структурировании сделок M&A отсутствует компонента, корректирующая стоимость сделки в зависимости от изменения ожиданий рынка. После первого публичного объявления о сделке стоимость покупателя может упасть, если ожидания рынка не будут соответствовать заложенным при структурировании сделки прогнозам компании-покупателя. В итоге это приведет к снижению инвестиционной привлекательности сделки M&A и даже возможному отказу от сделки. Для предотвращения падения стоимости покупателя в данном случае необходимо разработать механизм корректировки стоимости сделки с учетом степени расхождения ожиданий компании и рынка и величины потенциального влияния такого расхождения на стоимость покупателя. Включение дополнительной условной компоненты, учитывающей ожидания рынка, в структуру стоимости сделки позволило бы избежать разрушения рыночной стоимости покупателя.

## Заключение

Ожидания рынка относительно изменения ключевых фундаментальных показателей компаний после совершения сделки M&A влияют на стоимость сделок, что наиболее актуально для трансграничных сделок в виду более высокого уровня неопределенности. Однако данное

влияние в настоящее время не учитывается в структуре вознаграждения сделок слияний и поглощений. Потенциальное разрушение рыночной стоимости покупателя в результате несогласованной с рынком оценки перспектив сделки может оказать значительное влияние на стоимость сделки и ее привлекательность с точки зрения инвесторов. Падение рыночной стоимости покупателя в случае негативной реакции рынка может достигать 15% в течение 90 дней после объявления о сделке.

Необходимо усовершенствовать структурирование трансграничных сделок M&A путем включения дополнительной условной компоненты, которая бы учитывала падение стоимости покупателя в результате негативной реакции рынка на сделку.

### Список литературы

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Паблишерз, 2010.
2. Депамлис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. Процесс, инструментарий, примеры из практики, ответы на вопросы. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007.
3. Хусаинов З.И. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений: интегрированная методика. Корпоративные финансы. 2008. №1(5).
4. Andre, P., Kooli, M., L'Her, J.-F. (2004), The long-run performance of mergers and acquisitions: evidence from the Canadian stock market, *Financial Management*, 4(33) (2004) 27–43.
5. Bertrand, O., Zitouna, H. (2008), Domestic versus cross-border acquisitions: which impact on the target firms' performance? *Applied Economics*, 40(1997) (2008) 2221–2238.
6. Conn, R., Cosh, A., Guest, P., Hughes, A. (2003), The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions, ESRC Centre for business Research, University of Cambridge, Working Paper No 276.
7. Fama, E. (1965), The Behavior of Stock Market Prices, *Journal of Business* 38 (1965) 34–105.
8. Feito-Ruiz, I., Menendez-Requejo, S. (2011), Cross-border mergers and acquisitions in different legal environments, *International review of law and economics*, 31 (2011) 169–187.
9. Healy, P., Paleru, K., Ruback, R. (1990), Does corporate performance improve after mergers? MIT, Alfred Sloan School of Management, Working Paper #3149-90.