

УДК 339.727

НОВЫЕ АСПЕКТЫ ЭМПИРИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ ПРИБРЕТЕНИЯ ОРГАНИЗАЦИЙ НА ОСНОВЕ ЗАЕМНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Ю.В. ИONOVA¹, О.Е. РЯЗАНОВА¹

^{1,2}Московский государственный университет экономики, статистики и информатики, г. Москва

В работе показано, что финансовый кризис 2008-2009 гг. до сих пор оказывает значительное влияние на подходы к оценке финансовых рисков, которые использовались до «взрыва» мыльного пузыря на рынке жилья США. Определено, что в современной экономике долг является неотъемлемой частью бизнеса. Без долга компании и государство не могли бы развивать и расширять масштабы бизнеса. Использование долга также является центральной частью различных техник финансирования, в частности, так называемого выкупа долей компании при помощи инструмента заемного финансирования («LBO»).

***Ключевые слова:** долг, слияния и поглощения, инструменты заемного финансирования, кризис, компания-цель.*

Поиск параметров, по которым можно было бы определить потенциальные объекты для LBO, были предметом различных исследований не только рынков США и Великобритании, но также и европейских. В этих исследованиях не раскрыт ряд параметров, которые воздействуют на успех или неудачу именно закрытия сделки кампания – цель. Помимо ряда юридических и операционных рисков, которые среди прочего обсуждалась, например, в работе R. Bruner, предполагается, что некоторые характеристики компании также должны влиять на вероятность успеха [1]. Если учесть результаты исследования, R. Walkling, можно увидеть множество примеров, когда покупатель платил за акции компании значительно больше их первоначальной стоимости [2]. Возрастание цены акций исследователь определил как драйвер успеха сделки, т.е. чем больше возрастает цена, тем более вероятен успех, потому что компания в глазах покупателей видится более привлекательной.

В отличие от исследования R. Walkling, целью данной работы не является исследование рыночных характеристик, таких как цена акций или их количество. Основной упор будет сделан на экономических показателях компаний-цели. Проанализировав большой объем научных работ, нам не удалось найти похожих исследований ни для США, ни Великобритании, ни для европейского рынков, ни тем более для развивающихся рынков. Таким образом, целью работы будет исследование того, какие экономические характеристики компании оказывают значительное положительное или отрицательное влияние на успех LBO.

Если мы сможем определить набор характеристик, которые влияют на вероятность успеха, следующий шаг, который будет сделан, это попытка

объединить все факторы в некий универсальный набор. Этот вопрос также до сих пор не был предметом каких-либо эмпирических исследований.

В случае, если результаты данной работы позволят вычислить определенный профиль компании, объединяющий несколько ее характеристик, которые либо имеют тенденцию к увеличению вероятности успеха поглощений или понижают ее, это может стать новым способом прогнозирования успешности сделки и выбора компании-целей. Кроме того, логично предположить, что инвесторы LBO попытаются максимизировать вероятность успеха при выполнении сделки. Поэтому было бы полезно знать, будут ли новые компании, анонсирование которых мы можем услышать, в будущем соответствовать профилю.

Термины, о которых пойдет речь ниже были позаимствованы из области недвижимости. «To be enhanced» (далее «ТВЕ») обычно называют объекты недвижимости, такие как дома или квартиры, которые должны быть отремонтированы до использования в качестве жилой площади или объекта для аренды. Основная идея заключается в том, что полезность такого объекта во многом будет зависеть от последующих в него вложений. Другой тип недвижимости называют «Good enough» (далее «GE»). Эти объекты могут быть использованы сразу после приобретения и не требуют дополнительных затрат.

Основное различие между этими двумя видами будет цена, которую инвестор готов за них заплатить. Логично, что объект, который требует дополнительных вложений перед использованием, должен стоить меньше, чем объект, который может быть сразу использован. Таким образом, центральный вопрос, заключается в том, действительно ли цена на объект «ТВЕ» будет настолько ниже, чем у объекта GE, чтобы скомпенсировать разницу в стоимости необходимых работ.

На первый взгляд, предположение о том, что подобные характеристики, позаимствованные с рынка недвижимости, как-то помогут в предсказании вероятности успеха в сделках LBO, является своеобразным заблуждением. Однако есть ряд важных характеристик, присущих как объектам недвижимости, так и компаниям-целям для LBO. Первое сходство заключается в том, что оба этих объекта рассматриваются как инвестиция.

В обоих случаях покупатель будет стремиться к положительной чистой приведенной стоимости, в противном случае он будет действовать нерационально. Таким образом, покупатель предполагает, что он либо инвестирует в объект, который генерирует достаточно денежных потоков, чтобы окупить вложения либо в объект, который недооценен по сравнению с теоретической будущей стоимостью.

Мотивация покупателей тесно связана с объектом инвестиции. Как и объекты недвижимости, компании-цели LBO различаются также между собой в вопросе на сколько независимы они от будущих инвестиций покупателя. В то время как цели, которые уже демонстрируют нормальные темпы роста, наличие денежных средств на балансе и способность генерировать свободные денежные потоки благодаря операционной деятельности, как правило, не будут требовать значительных инвестиций, менее развитые цели будут сталкиваться с серьезными проблемами после возросшей долговой нагрузки, привлеченного для финансирования сделки, на их баланс. Таким образом, они зависят от дальнейших инвестиций и поддержки после того, как сделка

закрыта, поэтому покупателям нужно будет уделять повышенное внимание для того, чтобы повысить эффективность своих инвестиций.

Как в случае с объектом недвижимости инвесторы в сделке LBO будут заинтересованы в том, чтобы знать, какие компании они покупают. Особенно в случае дружеского поглощения покупатель может получить подробную информацию о балансе компании-цели, ее прибылях и убытках, а также о других необходимых показателях. Полученная информация о деятельности компании-цели очень важна, так как в нашем исследовании мы предполагаем, что успех сделки среди прочего зависит от впечатления покупателя. Обычно получение информации о компании-цели происходит между этапом объявления сделки и закрытием сделки. Это согласуется с описанием R. Bruner, который определяет время до и после объявления о сделке, как ключевой этап для компании-цели и для покупателя [1]. В слияниях и поглощениях данный этап называется «due diligence» – процедура формирования объективного представления об объекте инвестирования.

Имея в виду рассмотренные выше исследования и факты, мы вернемся к нашему первоначальному вопросу о том, как подобные характеристики помогут узнать нам о вероятности успеха LBO. На самом деле TBE объект недвижимости и объект TBE сделки LBO очень похожи. Объекты нуждаются в дальнейших инвестициях и обслуживании, и оба должны стоить меньше рыночной стоимости в сравнении с компаниями GE.

С другой стороны, компании TBE должны характеризоваться большим инвестиционным потенциалом, если инвесторы готовы вкладывать больше денег и времени для реструктуризации и повышения эффективности деятельности.

В заключении, получаем, что LBO компании-цели могут нуждаться или не нуждаться в дальнейших инвестициях покупателя, что делает их компаниями типа TBE или GE, соответственно. Предполагая, что покупатель знает о положении дел в компании, следует проверить, как определенные характеристики компаний (TBE, GE) влияют на вероятность того, что сделка будет закрыта.

Если удастся идентифицировать факторы принадлежности компаний к тому или иному типу, тогда возможно будет ответить на вопрос, склонны ли LBO инвесторы искать компании со стабильным бизнесом или же более склонны искать компании с возможностями повышения эффективности и совершенствования внутренних процессов.

Список литературы

1. Bruner, Robert F.: 'Applied Mergers & Acquisitions' / R. Bruner // University Edition, 1. Auflage; Hoboken, New Jersey: Jon Wiley, Inc. 2004.
2. Walkling, Ralph A.: 'Predicting Tender Offer Success: A Logistic Analysis' / R. Walkling // Journal of Financial and Quantative Analysis. 1985. Vol. 20, No. 4.
3. Гуляева О.С. Зарубежный опыт функционирования стабилизационных фондов // Вестник Тверского государственного университета. Серия: Экономика и управление. 2013. № 19. С.136-143.
4. Гуляева О.С. О необходимости государственной поддержки малого и среднего бизнеса // Вестник Тверского государственного университета. Серия: Экономика и управление. 2012. № 13. С. 44-49.

5. Клевцов В.В., Стукан Д.С. Особенности привлечения иностранных инвестиций в экономику России // Вестник Тверского государственного университета. Серия: Экономика и управление. 2014. № 2. С. 87-94.

NEW ASPECTS OF EMPIRICAL RESEARCH OF BUSINESS ACQUISITIONS ON LEVERAGED BUYOUT BASIS

Y. V. Ionova¹, O.E. Rjzanova²

^{1,2}Moscow State University of Economics, Statistics and Informatics, Moscow

The article proves the financial crisis of 2008-2009 is still influencing the methods of financial risks analysis that had been used before the “explosion” of soap bubble on the USA real estate market. The author argues debt is an integral part of modern business. It’s impossible to develop business without debts. They are very important for different types of financing and namely for redemption of shares through “Leveraged buyout” instrument.

Keywords: *debts, acquisitions and mergers, leveraged buyout, crisis, company-target.*

Об авторах:

ИОНОВА Юлия Васильевна – аспирант Московского государственного университета экономики, статистики и информатики, e-mail: yvionova@mail.ru

РЯЗАНОВА Олеся Евгеньевна – доктор экономических наук, заведующая кафедрой экономической теории и инвестирования Московского государственного университета экономики, статистики и информатики, e-mail: olesya-ryazanova@bk.ru

About the authors:

IONOVA Julija Vasil'evna – research student, Moscow State University of Economics, Statistics and Informatics, Moscow, e-mail: yvionova@mail.ru

RJaZANOVA Olesja Evgen'evna – Doctor of Economics, Head of Economic Theory and Investment Department, Moscow State University of Economics, Statistics and Informatics, Moscow e-mail: olesya-ryazanova@bk.ru

References

1. Bruner, Robert F.: ‘Applied Mergers & Acquisitions’ / R. Bruner. University Edition, 1. Auflage; Hoboken, New Jersey: Jon Wiley, Inc. 2004.
2. Walkling, Ralph A.: ‘Predicting Tender Offer Success: A Logistic Analysis’ / R. Walkling. Journal of Financial and Quantative Analysis. 1985. Vol. 20, No. 4.
3. Guljaeva O.S. Zarubezhnyj opyt funkcionirovanija stabilizacionnyh fondov. Vestnik Tverskogo gosudarstvennogo universiteta. Serija: Jekonomika i upravlenie. 2013. № 19. S.136-143.
4. Guljaeva O.S. O neobhhodimosti gosudarstvennoj podderzhki malogo i srednego biznesa. Vestnik Tverskogo gosudarstvennogo universiteta. Serija: Jekonomika i upravlenie. 2012. № 13. S. 44-49.

5. Klevcov V.V., Stukan D.S. Osobennosti privlechenija inostrannyh investicij v jekonomiku Rossii. Vestnik Tverskogo gosudarstvennogo universiteta. Serija: Jekonomika i upravlenie. 2014. № 2. S. 87-94.