

6.3. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ С УЧЕТОМ ОЖИДАНИЙ РЫНКА

Мишин М.С., аспирант,
кафедра Финансы и кредит

Московский государственный университет
им. М.В. Ломоносова, г. Москва

Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ

Влияние ожиданий рынка на стоимость трансграничных сделок **M&A** в настоящее время не учитывается в структуре вознаграждения. В работе предлагается инструмент корректировки стоимости сделок **M&A**, опцион на ожидания рынка, который позволяет сократить потери рыночной стоимости покупателя за счет включения дополнительной условной компоненты в вознаграждение. Результаты исследования показали, что стоимость опциона на ожидания рынка покрывает до 69% падения рыночной капитализации покупателя в шести сделках из десяти.

ВВЕДЕНИЕ

Согласно результатам проведенных научных исследований, трансграничные сделки **M&A** могут оказывать различное влияние на рыночную стоимость компании-покупателя. Сделки данного вида способны создавать большую положительную сверхдоходность на собственный капитал покупателя [4, с. 173; 6, с. 109; 16, с. 169] или наоборот – приводить к большому разрушению стоимости акционерного капитала [9, с. 3; 12, с. 568; 13, с. 815] по сравнению с внутренними сделками **M&A**.

Реакция рынка на сделку отражает ожидания участников рынка в каждый момент времени относительно изменения основных операционных и финансовых показателей компании. Существующие методы оценки стоимости трансграничных сделок **M&A** игнорируют влияние реакции рынка на стоимость сделки и, следовательно, на рыночную стоимость компании-покупателя, а также основываются только на фундаментальных факторах создания стоимости, таких как рентабельность и темпы роста продаж, размер денежного потока, уровень долговой нагрузки.

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

Ожидания рынка и степень их влияния на рыночную стоимость покупателя будут различаться в зависимости от специфики сделки. Основной причиной является несоответствие между ожиданиями рынка (институциональные и частные инвесторы, брокеры, трейдеры) и внутренними прогнозами компаний-участниц сделки. В контексте данной работы надо отметить, что наиболее значительное различие в степени влияния сделки на рыночную стоимость покупателя наблюдается между внутренними и трансграничными сделками **M&A**.

Например, Конн и др. [13, с. 820] исследовали различия в процессе создания стоимости после объединения компаний между внутренними и трансграничными **M&A** и обнаружили более низкую эффективность трансграничных сделок в результате культурных различий между странами покупателя и цели.

Андре, Кули и Лэр [5, с. 27-43], наоборот, привели доказательства того, что трансграничные сделки **M&A** создают большую дополнительную рыночную стоимость компании-покупателю в долгосрочном периоде по сравнению с аналогичными внутренними сделками.

Бертранд и др. [7, с. 2221; 8, с. 401] пришли к выводу о том, что трансграничные сделки **M&A** создают большую дополнительную стоимость компании-покупателю и в большей степени увеличивают его производительность по сравнению с внутренними сделками **M&A**.

Фейто-Руиз и Менендес-Рикуэйро [16, с. 175] и Брок [11, с. 269] также показали, что доходности акционеров компании-покупателя выше в трансграничных сделках по сравнению с внутренними.

Реакция рынка на сделку **M&A** представляет собой результат комплексного взаимодействия ряда участников рынка. Кроме ожиданий и прогнозов всех участников рынка, на реакцию рынка также влияет внешний поток информации о сделке через средства массовой информации (СМИ), мнения аналитиков и заявления компании-покупателя. Ниже на рис. 1 представлена схема формирования реакции рынка на сделку **M&A**.

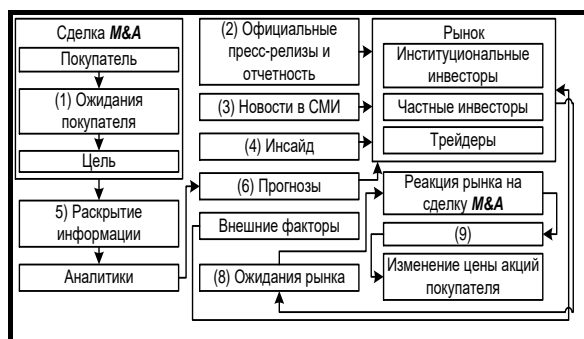


Рис 1. Изменение стоимости компании-покупателя в сделке **M&A**

Как показано на рис. 1, процесс начинается с того, что компания-покупатель формирует собственные ожидания относительно результатов сделки **M&A** для целей оценки стоимости компании-цели (связь 1)). Информация об ожиданиях покупателя просачивается на рынок через различные каналы информации. Покупатель может выпускать официальные пресс-релизы, а также финансовую отчетность (2) с соответствующим раскрытием о сделке. Кроме того, новости о сделке могут попадать на рынок через СМИ (3). В некоторых случаях возникает утечка информации, и непубличная информация просачивается на рынок (4). Кроме того, компании проводят встречи с аналитиками для раскрытия информации и комментирования результатов деятельности и прогнозов компании (5). На основе раскрываемой информации аналитики формируют собственные прогнозы и публикуют их для участников рынка (6). Рынок учитывает совокупность поступающей информации о сделке, а также степень воздействия внешних факторов (7), а затем на ее основе формирует собственные ожидания относительно сделки **M&A** (8). На основе сформированных ожиданий ры-

нок принимает решение о реакции на сделку **M&A** (9). Если рынок настроен оптимистично относительно перспектив сделки, то реакция рынка будет заключаться в росте стоимости акций покупателя, а если пессимистично – то в снижении. В результате реакции рынка на сделку **M&A** рыночная стоимость компании-покупателя изменяется (10). Таким образом, реакция рынка содержит совокупную информацию о перспективах сделки и адекватности оценки стоимости компании-цели. Увеличение рыночной стоимости компании-покупателя может означать адекватную оценку стоимости цели и перспектив **M&A**, а снижение – наоборот, переоценку стоимости цели и перспектив интеграции компаний.

Таким образом, рынок формирует определенный сигнал для покупателя, выраженный в реакции цены акции на публичное объявление о сделке. Данный сигнал может быть использован для корректировки оценки стоимости цели или для корректировки внутренних прогнозов компании относительно сделки.

Данный вывод согласуется с концепциями управления на основе стоимости (value based management, **VBM**) Раппапорта [19], Стюарта [20] и Уэлча [21] и управления стоимостью с учетом ожиданий (expectations based management, **EBM**) Коупленда и Долгоффа [14].

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 относительно сделки **M&A** и рыночной стоимостью компании-покупателя. Для существования такой связи должна выполняться предпосылка об эффективности рынка в умеренной форме [15, с. 34-105]. Сделанные нами предположения являются умеренно жесткими и соответствуют теоретическим концепциям, на которых основывается теория оценки стоимости бизнеса [2].

Эмпирически связь между изменением ожидаемых фундаментальных показателей и рыночной стоимостью компании оценивалась в работах Хили, Палеру и Рубэка [17] и Хусаинова [3]. Однако перечисленные работы были направлены на оценку эффективности сделок **M&A** через показатели операционной деятельности, фокусировались на внутренних **M&A** и учитывали только доходы компании как драйверы рыночной стоимости.

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

Структура базы данных

Для проведения анализа была использована база данных сделок **M&A** FactSet Mergerstat за период с 2004 по 2013 гг. В выборку попали трансграничные сделки **M&A** размером более 100 млн. долл. США, совершенные во всех странах мира. В совокупности база данных содержит информацию о 4 030 трансграничных сделках **M&A** на общую сумму 4 трлн. долл. США, в которых покупателем выступила публичная компания.

Для оценки взаимосвязи между ожиданиями рынка и стоимостью компании-покупателя мы рассчитали из-

менение рыночной капитализации покупателя и изменение консенсус-прогнозов брокеров на интервале от 90 дней до объявления о сделке до 90 дней после объявления (обозначение [-90; +90]). Реакция рынка может быть двух типов: положительная – после объявления о сделке рыночная капитализация покупателя увеличивается; и отрицательная – после объявления капитализация сокращается. Необходимо рассматривать оба типа отдельно, так как объединение приведет к нейтральным результатам взаимосвязи в целом по совокупной выборке сделок. Изменение рыночной капитализации покупателя и изменение прогнозов ключевых финансовых показателей было рассчитано отдельно для сделок с положительной и с отрицательной реакцией рынка. Изменение рыночной капитализации покупателя представлено ниже на рис. 2.

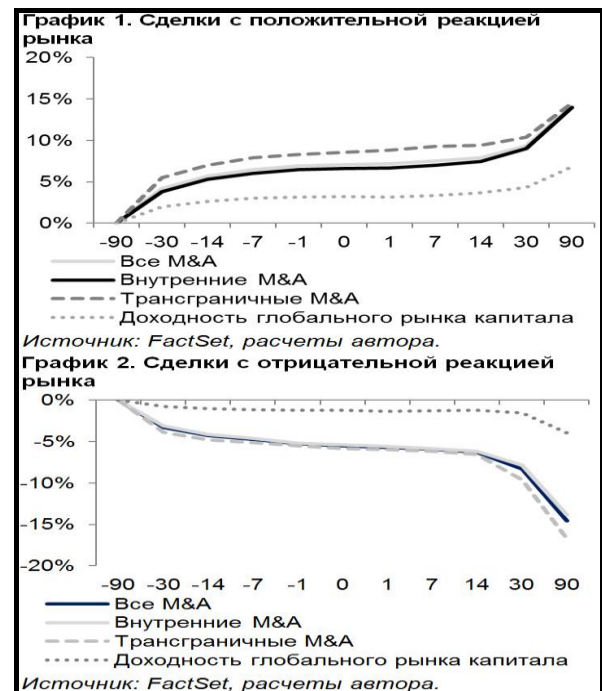


Рис. 2. Реакция рынка на сделку **M&A**

В случае сделок с положительной реакцией, рыночная капитализация покупателя росла на всем интервале [-90; +90]. В среднем капитализация в трансграничных сделках увеличивалась на 14,5% (см. рис. 1, график 1). В случае сделок с отрицательной реакцией рыночная капитализация покупателя в трансграничных сделках сокращалась на 16,7% на интервале [-90; +90] (см. рис. 2, график 2).

С другой стороны, мы рассчитали среднее изменение консенсус-прогнозов брокеров 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 (см. рис. 3, графики 3-5).

На графике 3 (см. рис. 3) представлено изменение прогнозной выручки компании-покупателя после объявления о сделке. Прогноз выручки на первый

прогнозный год (**FY+1**) растет независимо от реакции рынка в результате эффекта консолидации бизнесов в бухгалтерской отчетности по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО) или Стандартам бухгалтерского учета Ве-

ликобритании (ГААП Великобритании) или Общепринятым принципам бухгалтерского учета США.

Однако прогноз выручки на второй прогнозный 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%.

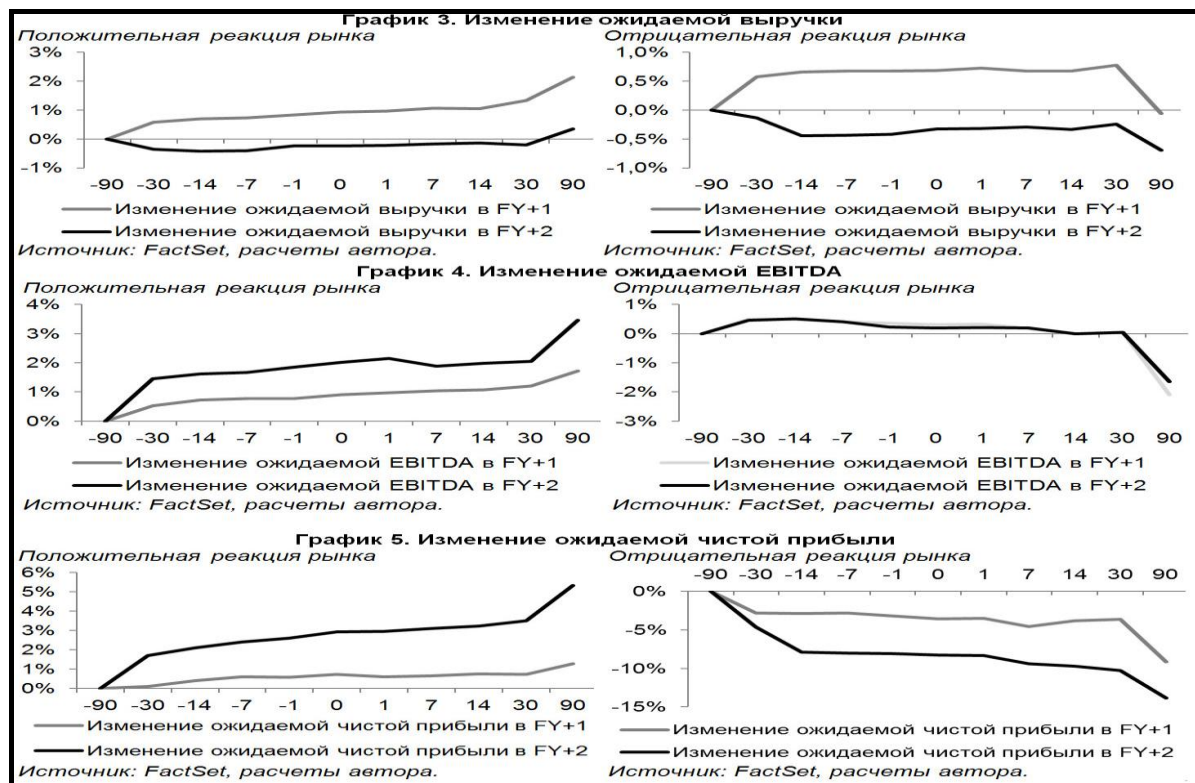


Рис. 3. Изменение прогнозов трансграничных сделок M&A

На графике 4 (см. рис. 3) представлено изменение прогнозной **EBITDA** компании-покупателя после объявления о сделке. Прогноз **EBITDA** на первый (**FY+1**) и второй (**FY+2**) прогнозные годы в трансграничных сделках с положительной реакцией рынка растет на 1,7% и 3,5% соответственно. Увеличение ожидаемой **EBITDA** на первый прогнозный год меньше, чем на второй, что объясняется необходимыми затратами на интеграцию компаний после сделки. Увеличение ожидаемой **EBITDA FY+2** связано с реализацией синергетических эффектов и повышением операционной эффективности объединенного бизнеса. В сделках с отрицательной реакцией рынка прогнозная **EBITDA FY+1** сокращается на 2,1%, а **EBITDA FY+2** – на 1,6%.

На графике 5 (см. рис. 3) представлено изменение прогнозной чистой прибыли компании-покупателя после объявления о сделке. Ожидаемая чистая прибыль изменяется после объявления о сделке в наибольшей степени. В сделках с положительной реакцией рынка ожидаемая чистая прибыль **FY+1** растет на 1,3%, а **FY+2** – на 5,3% за период [-90; +90]. В сделках с отрицательной реакцией рынка ожидаемая чистая прибыль **FY+1** и **FY+2**, наоборот, сокращается на 9,1% и 13,8% соответственно. Зна-

чительное изменение ожидаемой чистой прибыли связано с тем, что данный показатель учитывает, кроме операционных синергий, эффекты структуры финансирования сделки 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 юрисдикциях.

Методика корректировки оценки стоимости трансграничной сделки M&A с учетом ожиданий рынка

Мы предлагаем оригинальный инструмент корректировки стоимости трансграничных сделок **M&A** с учетом ожиданий рынка для публичных компаний. Для корректировки стоимости сделки предлагается использовать реальный опцион на изменение ожидаемых ключевых фундаментальных показателей компании-покупателя в момент объявления о сделке – опцион на ожидания рынка.

Опцион на ожидания рынка позволяет покупателю защититься от падения рыночной капитализации в результате ухудшения прогнозов рынка после объявления о сделке **M&A**. Опцион выдается компани-

ей-продавцом до объявления о сделке для хеджирования рисков покупателя в виде условной части стоимости сделки (аналог earn-out).

Базисным активом опциона на ожидания рынка является консенсус-прогноз фундаментальных показателей покупателя (например, рост выручки, рентабельность по **EBITDA** / чистой прибыли). Покупатель при оценке стоимости сделки определяет влияние **M&A** на консолидированные финансовые показатели в прогнозном периоде с учетом реализации синергий и затрат на объединение компаний. Оценка изменения консолидированных финансовых показателей покупателя может быть использована в качестве целевого прогноза (цены страйк) опциона на ожидания рынка.

Срок опциона зависит от особенностей сделки, стратегии коммуникаций с прессой и инвесторами, а также вероятности утечки информации. На основе проведенного нами анализа можно рекомендовать устанавливать срок опциона до 181 дня (интервал [90; +90] дней).

Если консенсус прогноз в день исполнения опциона меньше целевого консенсус-прогноза, то продавец выплачивает покупателю оговоренную сумму. И наоборот, если консенсус-прогноз в день исполнения опциона превышает целевой консенсус-прогноз, то выплаты не производятся. Таким образом, опцион на ожидания рынка является опционом на продажу базисного актива, т.е. опционом пут.

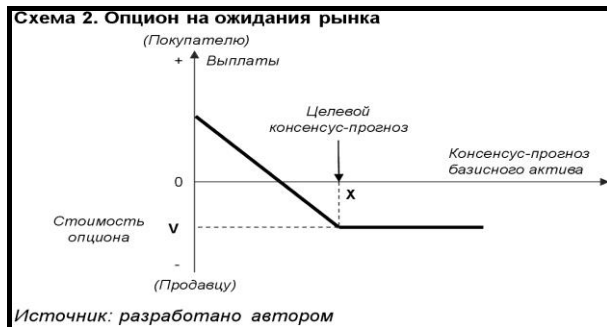


Рис. 4. Опцион на ожидания рынка

Стоимость опциона на ожидания рынка (рис. 4) предлагается оценивать с использованием методов оценки реальных опционов (биномиальная модель, модель Блэка-Шоулза) [20, 21].

$$V = N(-d_2) * S * e^{-rt} - N(-d_1) * X * e^{-rt}; \quad (1)$$

$$d_1 = \frac{1}{\sigma\sqrt{t}} * \left(\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t \right); \quad (2)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}. \quad (3)$$

где V – стоимость опциона на ожидания рынка;
 S – текущий консенсус-прогноз на момент заключения опциона (напр. за 90 дней до сделки);
 X – целевой консенсус-прогноз после объявления о сделке (например, через 90 дней после объявления);
 r – безрисковая ставка;
 t – срок опциона (например, 181 день);
 σ – стандартное отклонение консенсус-прогноза.

Стоимость опциона на ожидания рынка можно рассчитать как в денежном выражении, если базисным активом является абсолютный показатель (выручка, **EBITDA**, чистая прибыль и т.д.), так и в относительном (рентабельность по **EBITDA**, чистой прибыли). Если используется относительный показатель, например рентабельность выручки по **EBITDA**, то изменение консенсус-прогноза рентабельности по **EBITDA** применяется к базе его расчета, т.е. к выручке.

Оценка параметров опциона на ожидания рынка. Параметры модели Блэка-Шоулза для оценки реального опциона на ожидания рынка были определены следующим образом.

1. Текущий консенсус прогноз на момент заключения опциона S – консенсус-прогноз выбранного фундаментального показателя за 30-90 дней до объявления сделки по данным FactSet.
2. Целевой прогноз после объявления о сделке X – фактическое значение консенсус-прогноза по данным FactSet через 30-90 дней после объявления о сделке.
3. Безрисковая ставка r – доходность краткосрочных казначейских облигаций США со сроком погашения до 3 месяцев.
4. Срок опциона t – срок действия опциона в годовом выражении.
5. Стандартное отклонение консенсус-прогноза σ – корень из дисперсии консенсус-прогноза в течение срока действия опциона по данным FactSet.

Результаты применения опциона на ожидания рынка. Для проведения исследования мы использовали выборку из 1198 трансграничных сделок **M&A** между компаниями нефинансового сектора за 2004-2013 гг.

Так как оценивается эффективность применения опциона на ожидания рынка как защитного инструмента от падения рыночной стоимости покупателя, то мы ограничили выборку только сделками, в которых рыночная капитализация покупателя снизилась на интервале [-90; +90].

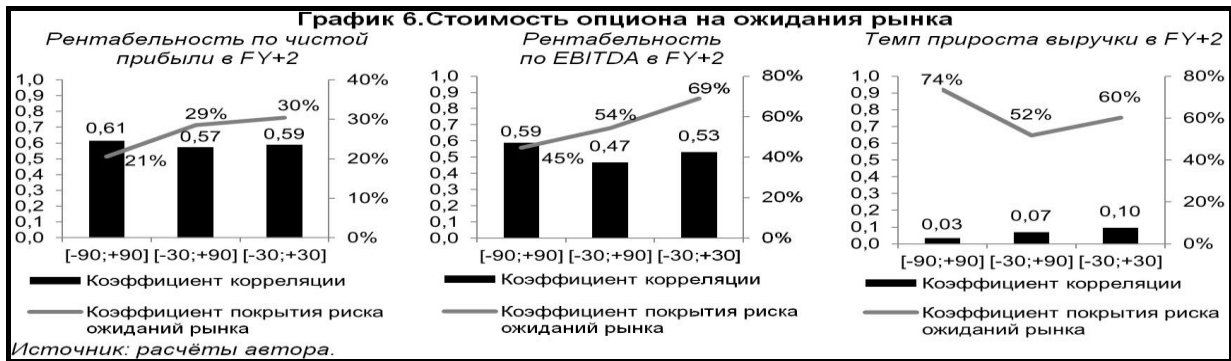


Рис. 5. Стоимость опциона на ожидания рынка

Базисными активами были выбраны изменения консенсус-прогнозов следующих фундаментальных показателей во втором прогнозном году после объявления о сделке (FY+2):

- темп прироста выручки;
- рентабельность выручки по EBITDA;
- рентабельность выручки по чистой прибыли.

Для каждой сделки были рассчитаны параметры реального опциона на ожидания рынка, согласно описанной выше методике, а также выплаты по опциону. Оценка эффективности применения опциона проводилась на основе двух показателей отдельно для стоимости опциона и выплат.

1. Коэффициент корреляции с изменением рыночной капитализации покупателя.
2. Коэффициент покрытия риска ожиданий рынка – отношение стоимости опциона или выплат по нему к изменению рыночной капитализации покупателя в абсолютном выражении.

Результаты исследования (см. график 6 на рис. 5) показали значительный уровень корреляции стоимости опциона на ожидания рынка с рентабельностью по чистой прибыли и EBITDA. На интервалах от [-30; +30] до [-90; +90] дней коэффициент корреляции стоимости опциона и рентабельности по чистой прибыли составляет 0,57-0,61, а коэффициент

покрытия риска ожиданий рынка – 21-30%. Корреляция стоимости опциона и рентабельности по EBITDA составляет 0,59 на интервале [-90; +90] и 0,53 – на интервале [-30; +30]. Уровень корреляции стоимости опциона и темпов роста выручки значительно ниже, так как рост выручки не отражает реальное получение прибыли компанией после M&A, следовательно, является менее объективным показателем с точки зрения инвесторов.

Фактические выплаты по опциону на ожидания рынка на момент истечения срока его действия также отражают высокую степень корреляции с разрывом рыночной стоимости покупателя (см. график 7, рис. 6). Коэффициент корреляции рентабельности по чистой прибыли и EBITDA с падением капитализации покупателя составляет около 0,4-0,5. Однако коэффициент покрытия падения рыночной стоимости составляет от 4% до 7% в денежном выражении.

Более низкое значение по сравнению со стоимостью опциона объясняется тем, что до момента реализации опциона риски ожиданий рынка не ограничены, следовательно, даже если падение стоимости окажется значительным, выплаты должны будут увеличиться пропорционально.

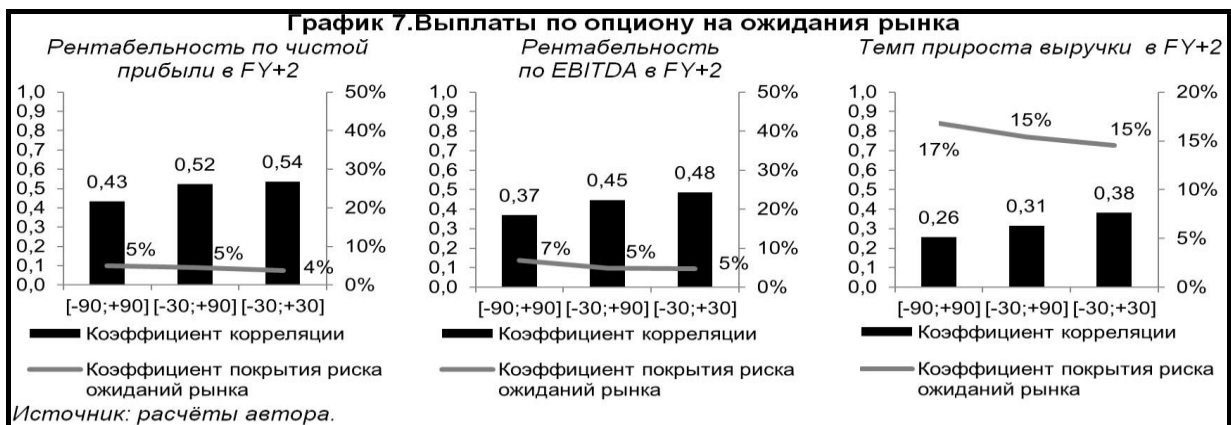


Рис. 6. Выплаты по опциону на ожидания рынка

Предложенный нами подход к корректировке стоимости трансграничных сделок M&A с использованием опциона на ожидания рынка обладает рядом преимуществ и ограничений. Основными преимуществами данного способа являются возможность

корректировки стоимости сделки через выплаты по опциону, гибкость в выборе ключевых показателей сделки (базового актива реального опциона), а также постоянная обратная связь с рынком. С другой стороны, применимость предложенной методики

основывается на предположении об эффективности рынка в умеренной форме, а результат применения корректировки достаточно сильно зависит от выбора оценки параметров опциона.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В данной работе предложен оригинальный инструмент корректировки стоимости трансграничных сделок **M&A** с учетом ожиданий рынка – опцион на ожидания рынка, а также механизм его применения на практике.

Падение рыночной стоимости покупателя в случае негативной реакции рынка может достигать 15% в течение 90 дней после объявления о сделке. Применение опциона на ожидания рынка позволяет покрыть данные потери за счет включения дополнительной условной компоненты стоимости сделки. Результаты исследования на выборке из 1 198 трансграничных сделок **M&A**, в которых рынок негативно отреагировал на объявление о сделке, показали высокую степень эффективности использования опциона на ожидания рынка. Стоимость опциона на ожидания рынка покрывает от 21% до 69% падения рыночной капитализации покупателя в шести сделках из десяти, а выплаты по опциону – до 15% падения стоимости в пяти сделках из десяти.

Литература

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов [Текст] / А. Дамодаран ; пер. с англ. – М. : Альпина Паблишерз, 2010.
2. Деамфилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. Процесс, инструментарий, примеры из практики, ответы на вопросы [Текст] / Д. Деамфилис ; пер. с англ. – М. : Олимп-бизнес, 2007.
3. Хусаинов З.И. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений: интегрированная методика [Текст] / З.И. Хусаинов // Корпоративные финансы. – 2008. – №1.
4. Ambrosini V. et al. Should acquiring firms pursue more than one value creation strategy? An empirical test of acquisition performance [Text] / V. Ambrosini, C. Bowman, R. Shoenberg // British j. of management. – 2011. – Vol. 22. – Pp. 173-185.
5. Andre P. et al. The long-run performance of mergers and acquisitions: evidence from the Canadian stock market [Text] / P. Andre, M. Kooli, J.-F. L'Her // Financial management. – 2004. – Vol. 33 ; no. 4. – Pp. 27-43.
6. Beitel P. et al. Explaining the M&A-success in European bank mergers and acquisitions [Text] / P. Beitel, D. Schiereck, M. Wahrenburg // Working paper, University of Witten / Herdecke. – 2002. – Jan. – Pp. 109-139.
7. Bertrand O. Domestic versus cross-border acquisitions: which impact on the target firms' performance? [Text] / O. Bertrand, H. Zitouna // Applied economics. – 2008. – Vol. 40 ; iss. 1997. – Pp. 2221-2238.
8. Bertrand O. R&D and M&A: Are cross-border M&A different? An investigation on OECD countries [Text] / O. Bertrand, P. Zuniga // International j. of Industrial organization. – 2006. – Vol. 24 ; iss. 2. – Pp. 401-423.
9. Bild M. et al. Do takeovers create value? A residual income approach on U.K. data [Text] / M. Bild, P. Guest, A. Cosh, M. Runsten // ESRC centre for business research University of Cambridge, Working paper. – 2002. – No. 252.
10. Black F. et al. The pricing of options and corporate liabilities [Text] / F. Black, M. Scholes // J. of political economy. – Vol. 81. – Pp. 637-654.
11. Brock D. Multinational acquisition integration: the role of national culture in creating synergies [Text] / D. Brock // International business review. – 2005. – Vol. 14. – Pp. 269-288.
12. Boeh K. Contracting costs and information asymmetry reduction in cross-border M&A [Text] / K. Boeh // J. of management studies. – 2011. – Vol. 48:3. – Pp. 568-590.
13. Conn R. et al. The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions [Text] / R. Conn, A. Cosh, P. Guest, A. Hughes // J. of business finance&accounting. – 2005. – Vol. 32 ; no. 5-6. – Pp. 815-870.
14. Copeland T. Outperform with expectations-based management: a state-of-the-art approach to creating and enhancing shareholder value [Text] / T. Copeland, A. Dolgoff. – Wiley, 2005.
15. Fama E. The behavior of stock market prices [Text] / E. Fama // J. of business. – 1965. – Vol. 38. – Pp. 34-105.
16. Feito-Ruiz I. Cross-border mergers and acquisitions in different legal environments [Text] / I. Feito-Ruiz, S. Menendez-Requejo // International review of law and economics. – 2011. – Vol. 31. – Pp. 169-187.
17. Healy P. et al. Does corporate performance improve after mergers? [Text] / P. Healy, K. Paleru, R. Ruback // MIT, Alfred Sloan school of management, working paper. – 1990. – Vol. 149-90.

18. Merton R. Theory of rational option pricing [Text] / R. Merton // Bell j. of economics and management science. – Vol. 4. – Pp. 141-183.
19. Rappaport A. Creating shareholder value: the new standard for business performance [Text] / A. Rappaport. – The Free Press, 1986.
20. Stewart B. The quest for value: a guide for senior managers [Text] / B. Stewart. – Stern Stewart & Co, 1991.
21. Welch J. Growing fast in a slow-growth economy [Text] / J. Welch // Fortune. – 1981.

Ключевые слова

Слияния и поглощения; ожидания рынка; консенсус-прогнозы; прогнозы брокеров; оценка стоимости; рыночная капитализация; цена акции; опцион; условное вознаграждение.

Мишин Максим Сергеевич

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность проблемы. Сделки слияний и поглощений **M&A** могут приводить к разрушению рыночной стоимости покупателя в результате переоценки величины синергетического эффекта или формирования оценки стоимости компании-цели на завышенных ожиданиях менеджмента компании-покупателя. В таких случаях при публичном объявлении о сделке акции компании-покупателя дешевеют, что отражает расхождение в оценке успешности сделки между участниками фондового рынка и внутренними ожиданиями компаний. Механизм реконструкции рыночной стоимости покупателя посредством корректировки стоимости сделки **M&A** позволил бы сократить потери акционеров покупателя, вызванные переоценкой стоимости сделки.

Научная новизна и практическая значимость. В работе проведен актуальный анализ взаимосвязи между изменением рыночной стоимости и консенсус-прогнозов ключевых финансовых показателей компании-покупателя в момент объявления о сделке. На основании представленного анализа автор предложил оригинальный инструмент – опцион на ожидания рынка, который позволяет скорректировать стоимость сделки **M&A** с учетом изменений консенсус-прогнозов брокеров при объявлении о сделке. Кроме того, автор приводит доказательства эффективности применения опциона на ожидания рынка на практике на выборке реальных сделок за 2004-2013 гг.

Замечания. Необходимость применения предложенного опциона на ожидания рынка именно для трансграничных сделок **M&A** недостаточно обоснована. Перспективным направлением развития работы может стать расширение оценки эффективности опциона для внутренних сделок **M&A**.

Заключение. Рецензируемая статья отвечает требованиям, предъявляемым к научным публикациям, и может быть рекомендована к опубликованию.

Никитушкина И.В., к.э.н., доцент, кафедры «Финансы и кредит» Экономического факультета Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова, г. Москва.

Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ