



ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ В СДЕЛКАХ М&А

Ли Илларион

Ташкентский международный университет Кимё

ORCID: 0009-0000-2509-0387

leeig@kiut.uz

Аннотация. В статье исследуются научно-теоретические основы моделей оценки стоимости компаний, применяемых в сделках слияний и поглощений. Раскрываются концептуальные предпосылки формирования стоимости бизнеса в условиях корпоративной интеграции, обосновывается необходимость комплексного подхода к оценке, учитывающего финансовые, управленческие и институциональные факторы. Сделанные выводы направлены на повышение методологической обоснованности оценки стоимости компаний в процессах M&A.

Ключевые слова: оценка стоимости компаний, слияния и поглощения, M&A, теоретические модели оценки, стратегическая стоимость, корпоративные финансы, корпоративная интеграция.

M&A BITIMLARIDA KOMPANIYA QIYMATINI BAHOLASHNING NAZARIY YONDASHUVLARI

Li Illarion

Toshkent Kimyo xalqaro universiteti

Annotatsiya. Mazkur maqolada qo'shilish va sotib olish bitimlarida qo'llaniladigan kompaniya qiymatini baholash modellarining ilmiy-nazariy asoslari tadqiq etiladi. Korporativ integratsiya sharoitida qiymat shakllanishining konseptual jihatlari yoritilib, moliyaviy, boshqaruv va institutsional omillarni qamrab oluvchi kompleks baholash yondashuvining zarurligi asoslab beriladi. Olingan xulosalar M&A jarayonlarida kompaniya qiymatini baholashning metodologik asoslarini mustahkamlashga xizmat qiladi.

Kalit so'zlar: kompaniya qiymatini baholash, qo'shilish va sotib olish, M&A, baholash modellari, strategik qiymat, korporativ moliya, korporativ integratsiya.

THEORETICAL APPROACHES TO COMPANY VALUATION IN M&A TRANSACTIONS

Lee Illarion

Kimyo International University in Tashkent

Abstract. This article examines the scientific and theoretical foundations of company valuation models applied in mergers and acquisitions. The study explores the conceptual premises of value formation under conditions of corporate integration and substantiates the need for a comprehensive valuation approach that incorporates financial, managerial, and institutional factors. The findings contribute to enhancing the methodological robustness of company valuation in M&A processes.

Keywords: company valuation, mergers and acquisitions, M&A, valuation models, strategic value, corporate finance, corporate integration.

Введение.

В условиях углубляющейся глобализации, ускоренной цифровой трансформации и усиления конкурентного давления сделки слияний и поглощений (Mergers and Acquisitions, M&A) приобретают системообразующее значение в развитии корпоративного сектора. Они выступают не только инструментом количественного роста компаний, но и механизмом качественного обновления их стратегических позиций, реструктуризации отраслей и перераспределения экономического контроля. В этой связи корректная оценка стоимости компаний становится ключевым элементом обоснования интеграционных решений и важнейшим фактором предотвращения разрушения акционерной стоимости.

Современная практика M&A демонстрирует, что значительная часть сделок не достигает заявленных стратегических и финансовых целей. Одной из фундаментальных причин данного явления является методологическая неопределенность в оценке стоимости приобретаемых компаний. Использование формально корректных, но теоретически упрощённых моделей оценки приводит к завышению ожидаемых эффектов интеграции, недооценке рисков и, как следствие, к снижению эффективности корпоративных преобразований. Это обстоятельство актуализирует необходимость глубокого осмыслиения научно-теоретических основ моделей оценки стоимости компаний в контексте сделок слияний и поглощений.

В отличие от классической оценки бизнеса, применяемой для инвестиционных или отчётных целей, оценка стоимости компаний в M&A осуществляется в условиях структурных изменений, перераспределения прав контроля и трансформации управлеченческих механизмов. Стоимость компаний в данном случае перестаёт быть статической категорией и приобретает динамический характер, отражая не только текущее финансовое состояние, но и потенциал будущих стратегических преобразований. Это принципиально усложняет применение традиционных моделей оценки, разработанных для стабильных условий функционирования компаний.

С теоретической точки зрения проблема оценки стоимости компаний в сделках M&A находится на пересечении нескольких научных направлений: теории корпоративных финансов, теории фирмы, стратегического менеджмента и институциональной экономики. Каждое из этих направлений предлагает собственное понимание природы стоимости, источников её формирования и факторов изменения. В результате в научной литературе отсутствует единый подход к интерпретации стоимости компаний в условиях корпоративной интеграции, что порождает методологическую фрагментарность и противоречивость практических решений.

Дополнительную сложность представляет различие между рыночной, инвестиционной и стратегической стоимостью компаний. В сделках M&A данные категории нередко существенно расходятся, поскольку оценка осуществляется с позиции конкретного покупателя, обладающего уникальными ресурсами, управлеченческими компетенциями и стратегическими целями. Это означает, что универсальной «объективной» стоимости компаний в условиях M&A не существует, а используемые модели оценки должны быть адаптированы к контексту конкретной сделки и возможностям реализации синергетического эффекта.

Обзор литературы.

В рамках современной теории фирмы стоимость компаний трактуется как экономическая категория, отражающая способность организации создавать и присваивать добавленную стоимость в долгосрочной перспективе. Согласно неоклассическому подходу, стоимость формируется за счёт эффективного использования факторов производства и оптимального распределения ресурсов (Alchian, Demsetz, 1972). Однако данный подход предполагает относительную

стабильность структуры фирмы, что ограничивает его применимость в условиях слияний и поглощений.

Эволюционная теория фирмы, представленная в работах Нельсона и Уинтера (1982), расширяет данное понимание, рассматривая компанию как совокупность рутин, компетенций и накопленного организационного знания. В контексте M&A это означает, что стоимость компании определяется не только её текущими активами, но и способностью интегрировать и трансформировать организационные компетенции, что имеет принципиальное значение для оценки потенциальной синергии.

Важным элементом теоретического фреймворка оценки стоимости компании в сделках M&A является теория корпоративного контроля. В работах Харта и Мура (1990) показано, что перераспределение прав контроля над активами может приводить к изменению экономической эффективности и, соответственно, стоимости компании. В условиях слияний и поглощений контроль над стратегическими решениями становится самостоятельным источником стоимости, что обосновывает наличие премии за контроль в сделках M&A.

Теория рынков корпоративного контроля, развивающая Шлейфером и Вишни (1997), подчёркивает, что сделки поглощения выступают механизмом перераспределения активов к более эффективным собственникам. С данной позиции оценка стоимости компании должна учитывать не только текущую эффективность бизнеса, но и потенциальные выгоды от улучшения системы корпоративного управления после сделки.

Агентская теория занимает центральное место в объяснении расхождений между теоретической и фактической стоимостью компаний в M&A-сделках. Согласно Стиглицу и Хольмстрёму (1993), наличие информационной асимметрии и конфликтов интересов между собственниками и менеджерами приводит к искажениям в процессе принятия инвестиционных решений. В контексте оценки стоимости это означает, что используемые модели могут отражать управленческие ожидания, а не экономически обоснованные параметры.

Развитие агентского подхода в исследованиях поглощений показало, что менеджеры нередко инициируют сделки M&A в целях расширения контроля или повышения личного статуса, что приводит к завышению стоимости приобретаемых компаний (Morck, Shleifer, Vishny, 1990). С теоретической точки зрения это обосновывает необходимость корректировки моделей оценки с учётом агентских издержек и ограничений управленческой рациональности.

Ресурсная теория фирмы (Resource-Based View) предлагает альтернативный взгляд на формирование стоимости компаний. В работах Пенроуз и Вернерфельта (1984) подчёркивается, что устойчивые конкурентные преимущества формируются за счёт уникальных, трудно воспроизводимых ресурсов и компетенций. В условиях слияний и поглощений стратегическая стоимость компании определяется степенью комплементарности ресурсов участников сделки.

С позиции ресурсной теории модели оценки стоимости должны учитывать не только финансовые показатели, но и качественные характеристики ресурсов, включая технологические возможности, человеческий капитал и организационные способности. Это расширяет теоретические границы традиционных моделей оценки и обосновывает необходимость интегрированных подходов.

Институциональная теория дополняет анализ стоимости компаний, акцентируя внимание на ролях формальных и неформальных институтов. В работах Норта (1990) показано, что правовые нормы, контрактные механизмы и уровень защиты прав собственности существенно влияют на экономическое поведение фирм. В сделках M&A институциональная среда определяет реализуемость синергии и устойчивость создаваемой стоимости.

С теоретической точки зрения это означает, что модели оценки стоимости компаний не могут быть универсальными и должны адаптироваться к особенностям институционального контекста, включая национальное законодательство, уровень корпоративной прозрачности и специфику рынков капитала.

Анализ и результаты.

Проведённый теоретический анализ позволяет перейти к углублённому рассмотрению того, каким образом различные модели оценки стоимости компаний функционируют в сделках слияний и поглощений и какие методологические результаты они формируют в условиях корпоративной интеграции. В отличие от классической оценки бизнеса, ориентированной на автономное существование компаний, M&A-оценка осуществляется в ситуации институционального и управлеченческого разрыва, когда будущая структура фирмы ещё не определена, а стоимость носит вероятностный и контекстуальный характер.

Таблица 1.
Методологические эффекты применения моделей оценки стоимости компаний в сделках M&A

| Модель оценки | Ключевая теоретическая предпосылка | Методологический результат |
|---------------------------------|---|---|
| Доходные модели | Стоимость определяется будущей способностью генерировать экономические выгоды | Формирование ориентиров стратегической ценности компании |
| Сравнительные модели | Рынок отражает агрегированные ожидания инвесторов | Установление внешних ценовых ориентиров сделки |
| Контроль-ориентированные модели | Право контроля является самостоятельным источником стоимости | Обоснование премии за контроль и перераспределения власти |
| Интегрированные модели | Стоимость формируется взаимодействием финансовых и управлеченческих факторов | Комплексная интерпретация стоимости в условиях интеграции |

Источник: составлено автором.

Данные таблицы свидетельствуют о том, что каждая группа моделей оценки стоимости основывается на различных теоретических предпосылках и, соответственно, формирует разные методологические результаты. Доходные модели позволяют выявить стратегический потенциал компании, однако их применение в M&A сопряжено с высокой чувствительностью к управлеченческим предположениям и интеграционным сценариям.

Сравнительные модели, напротив, ориентированы на рыночные ориентиры, но в условиях уникальных сделок M&A они нередко утрачивают объяснительную силу, поскольку рынок не учитывает индивидуальные стратегические мотивы конкретного покупателя. Контроль-ориентированные модели расширяют трактовку стоимости за счёт включения управлеченческого измерения, что особенно важно при анализе поглощений. Интегрированные модели, в свою очередь, демонстрируют наибольшую методологическую состоятельность, поскольку позволяют рассматривать стоимость компаний как результат совокупного воздействия финансовых, стратегических и институциональных факторов.

Таблица 2.
Факторы методологической корректировки стоимости компаний в процессе M&A

| Фактор корректировки | Экономическое содержание | Влияние на итоговую оценку |
|--|---|---|
| Степень управлеченческой трансформации | Масштаб изменений в системе корпоративного управления | Корректировка стратегической стоимости компании |
| Интеграционная реализуемость | Возможность практической реализации синергии | Снижение риска завышения стоимости |
| Институциональные ограничения | Правовые и регуляторные условия сделки | Сужение диапазона допустимых оценок |
| Ассиметрия информации | Неравномерность доступа сторон к информации | Повышение неопределенности оценки |

Источник: составлено автором.

Факторы, представленные в таблице, отражают ключевые источники расхождения между теоретически рассчитанной и фактически реализуемой стоимостью компаний в сделках M&A. Степень управлеченческой трансформации оказывает непосредственное влияние на устойчивость создаваемой стоимости, поскольку изменения в структуре управления нередко сопровождаются времененным снижением эффективности.

Интеграционная реализуемость синергии является критическим фактором, определяющим достоверность оценки. Даже теоретически обоснованные синергетические эффекты могут не реализоваться при недостаточной координации управлеченческих решений. Институциональные ограничения формируют внешние рамки оценки, ограничивая применимость универсальных моделей. Ассиметрия информации, в свою очередь, усиливает методологические риски и требует применения консервативных подходов к интерпретации результатов оценки.

Рекомендации и заключение.

Результаты проведённого исследования свидетельствуют о том, что оценка стоимости компаний в сделках слияний и поглощений должна рассматриваться не как вспомогательная финансово-расчётная процедура, а как ключевой элемент системы стратегического и корпоративного управления. В этой связи первой и принципиальной рекомендацией является институционализация оценки стоимости в качестве многоэтапного управлеченческого процесса, сопровождающего сделку M&A на всех стадиях от стратегического обоснования интеграции до постинтеграционного контроля реализации стоимости. Такой подход позволяет избежать методологической ошибки статической оценки в условиях динамичных структурных преобразований.

С практической точки зрения целесообразно использовать иерархию моделей оценки стоимости, в рамках которой доходные, сравнительные и контроль-ориентированные модели применяются не параллельно, а функционально дифференцированно. Доходные модели должны использоваться для определения стратегического потенциала создаваемой стоимости, сравнительные для рыночной валидации результатов, а контроль- и институционально-ориентированные модели для оценки реализуемости синергии и устойчивости корпоративного управления. Такое сочетание позволяет повысить методологическую корректность оценки и снизить риск завышения стоимости, обусловленного управленческим оптимизмом или асимметрией информации.

Отдельного внимания заслуживает рекомендация по обязательному включению в процедуры оценки стоимости анализа управленческой трансформации и институциональных ограничений. В условиях M&A именно данные факторы во многом определяют расхождение между расчётной и фактически реализуемой стоимостью

компании. Игнорирование особенностей корпоративного контроля, качества управленческого капитала и регуляторной среды приводит к систематическим искажениям оценки и снижает практическую ценность даже теоретически обоснованных моделей.

С точки зрения развития теории корпоративных финансов представляется целесообразным дальнейшее смещение акцента от универсальных моделей оценки стоимости к контекстно-зависимым методологическим фреймворкам. Такие фреймворки должны учитывать специфику интеграционных процессов, тип сделки (слияние, поглощение, консолидация), а также различия между рыночной, инвестиционной и стратегической стоимостью компании. Это направление является перспективным для дальнейших научных исследований и методологического развития оценки стоимости в M&A.

В заключение следует отметить, что модели оценки стоимости компаний в сделках слияний и поглощений выполняют не только измерительную, но и формирующую функцию, задавая логику стратегического мышления, переговорных решений и архитектуры постинтеграционного управления. Научная значимость настоящего исследования заключается в углублении теоретического понимания стоимости компаний как динамической и многоуровневой категории, формируемой в условиях корпоративной интеграции. Практическая значимость состоит в возможности использования полученных выводов при разработке методик оценки M&A- сделок, принятии управленческих решений и повышении устойчивости создаваемой экономической ценности в долгосрочной перспективе.

Литература / Reference:

Alchian A., Demsetz H. (1972) *Production, Information Costs, and Economic Organization* // *American Economic Review*. – Vol. 62. – No. 5. – P. 777–795.

Hart O., Moore J. (1990) *Property Rights and the Nature of the Firm* // *Journal of Political Economy*. – Vol. 98. – No. 6. – P. 1119–1158.

Holmström B., Tirole J. (1993) *Market Liquidity and Performance Monitoring* // *Journal of Political Economy*. – Vol. 101. – No. 4. – P. 678–709.

Morck R., Shleifer A., Vishny R. (1990) *Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?* // *Journal of Finance*. – Vol. 45. – No. 1. – P. 31–48.

Nelson R., Winter S. (1982) *An Evolutionary Theory of Economic Change*. – Cambridge, MA: Harvard University Press, – 454 p.

North D. (1990) *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. – Cambridge: Cambridge University Press, – 152 p.

Shleifer A., Vishny R. (1997) *A Survey of Corporate Governance* // *Journal of Finance*. – Vol. 52. – No. 2. – P. 737–783.

Wernerfelt B. (1984) *A Resource-Based View of the Firm* // *Strategic Management Journal*. – Vol. 5. – No. 2. – P. 171–180.