

ВЛИЯНИЕ ФАКТОРОВ НА АКТИВНОСТЬ ФИНАНСОВЫХ И СТРАТЕГИЧЕСКИХ ПОКУПАТЕЛЕЙ В СДЕЛКАХ ФИНАНСИРУЕМОГО ВЫКУПА

Илья Андреевич БАЛАКИН

магистрант программы «Финансовый анализ и оценка инвестиционных решений»,
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
Москва, Российская Федерация
ilya.balakin.96@bk.ru
<https://orcid.org/0000-0002-8069-8167>
SPIN-код: 6585-6449

История статьи:

Рег. № 103/2021
Получена 01.03.2021
Получена
в доработанном виде
15.03.2021
Одобрена 29.03.2021
Доступна онлайн
29.04.2021

УДК 336.64
JEL: D22, G34

Ключевые слова:

финансируемый
выкуп, долговое
финансирование,
финансовый
инвестор,
стратегический
покупатель

Аннотация

Предмет. Влияние факторов на активность финансовых инвесторов и стратегических покупателей в сделках приобретения бизнеса с привлечением заемных средств.

Цели. Уточнить зависимость поведения финансовых инвесторов и стратегических покупателей от изменения рыночных условий. Проанализировать изменение активности различных типов покупателей долгового финансирования в зависимости от изменения безрисковых ставок, премий за кредитный риск и оценок фондовых и финансовых рынков.

Методология. Использовались общенаучные и экономико-статистические методы исследований, такие как абстрактно-логический, монографический, сравнения, корреляционный анализ и логистическая регрессия.

Результаты. Определены различия между основными типами покупателей сделок долгового финансирования. Оценена зависимость относительного вклада финансовых инвесторов и стратегических покупателей в общий поток сделок от условий долговых и финансовых рынков. Выявлены существенные различия в том, как финансовые инвесторы и стратегические покупатели реагируют на изменения безрисковой ставки, премий за кредитный риск и оценок фондовых рынков. Отмечено, что поведение финансовых инвесторов и стратегических покупателей не зависит от премии за поглощение, которую они платят.

Выводы. Результаты исследования способствуют более глубокому пониманию вопросов изменения поведения каждого типа покупателей сделок финансируемого выкупа в зависимости от меняющихся рыночных условий.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2021

Для цитирования: Балакин И.А. Влияние факторов на активность финансовых и стратегических покупателей в сделках финансируемого выкупа // *Финансы и кредит*. — 2021. — Т. 27, № 4. — С. 913 — 933.
<https://doi.org/10.24891/fc.27.4.913>

Сделки слияния и поглощения являются одной из эффективных форм реорганизации компаний в целях повышения их стоимости. Наибольший интерес в последнее время приобретает такая их разновидность, как приобретение бизнеса с привлечением заемных средств (Leveraged buyout, LBO), что обусловлено обеспечением всех типов синергетического эффекта (операционного, инвестиционного, финансового и стратегического) при относительно небольших вложениях собственного капитала и значительной сумме заемных источников [1]. Развитие LBO особенно актуально для российского бизнеса, отличающегося высоким уровнем недооцененности и относительно низкой степенью капитализации. В связи с этим особую важность приобретают исследования факторов, влияющих на динамику сделок долгового финансирования (LBO), в том числе анализ реакции различных типов покупателей целевых компаний на меняющиеся условия финансового рынка [2].

Выделяют два основных типа инвесторов LBO — покупателей бизнеса с привлечением заемных средств. Это стратегические инвесторы и финансовые инвесторы, которые принципиально различаются по целям, стратегиям, финансовым ограничениям и инвестиционным горизонтам.

Во-первых, стратегические покупатели ориентированы на долгосрочную перспективу, они обычно интегрируются с целевыми компаниями, которые они покупают, и стремятся реализовать прежде всего операционную синергию за счет экономии на масштабе или устранения дублирующих функций. В результате стратегические покупатели оценивают свои цели в сочетании со своим текущим бизнесом. Напротив, финансовые инвесторы, как правило, ориентированы на краткосрочную перспективу, поскольку их владение целевой компанией носит временный характер. Их главная цель — максимизировать финансовую отдачу для инвесторов при выходе. Для этого они используют разные стратегии. Они нацелены на фирмы с высокой способностью генерировать денежные потоки, которые могут поддерживать финансовую структуру с высокой долей заемных средств [3]. Или же они реорганизуют цель-компанию, улучшают стимулы для менеджеров и избавляются от непродуктивных активов в целях оптимизации денежных потоков [4].

Во-вторых, разные типы покупателей сталкиваются с разными финансовыми ограничениями. Для финансовых инвесторов характерен высокий уровень долга в их инвестициях, они считаются более рискованными, чем стратегические покупатели, и заимствование для них обходится дороже. Стратегические покупатели также прибегают к

долговому финансированию для финансирования своих приобретений, но они более консервативны, поскольку берут займы под свои собственные активы и напрямую несут издержки финансовых рисков и проблем [5].

В-третьих, стратегические покупатели, особенно те, которые котируются на публичных фондовых рынках, имеют большую гибкость при выборе способов оплаты сделки LBO. Фактически они могут предлагать свои собственные акции в сочетании с другими формами вознаграждения в обмен на акции целевой компании. Это особенно актуально при крупных сделках или при потенциальном искажении цен на акции. Считается, что при высоком уровне неопределенности компания — участник торгов предпочитает использовать акции, а не другие формы возмещения, чтобы снизить риск переплаты [6].

Все эти различия между финансовыми спонсорами и стратегическими покупателями не могут не отразиться на их влиянии на целевые компании, на структуру источников финансирования в сделках LBO. Поэтому важно оценить, как разные типы покупателей в LBO реагируют на изменения условий на финансовых рынках.

Несмотря на большое количество работ отечественных и зарубежных авторов по вопросам теории и практики финансируемого выкупа (А. Дамодаран [7], Д.М. ДеПамфилис [8], П.А. Гохан [9], М. Дженсен и В. Меклинг [10], С.Н. Каплан и П. Стромберг [11], А.С. Коннова [12], У.М. Петрикова и Л.А. Кошкарева [13]), до сих пор наблюдается пробел в исследовании вопросов влияния факторов на мотивы и поведение разных типов покупателей в сделках LBO. В отличие от имеющихся работ о взаимодействии участников LBO (например, таких авторов, как В. Хаддад, Э. Луалиш и М. Плоссер [14], Дж. Харфорд, Дж. Стэнфилд и Ф. Чжан [15], М. Маргос-Вил и М. Родос-Кропф [16]) наше исследование направлено на выявление влияния изменений условий на финансовых рынках на деятельность финансовых инвесторов и стратегических покупателей сделок финансируемого выкупа.

Для анализа применили выборку из 2 655 завершенных сделок, в том числе с участием 2 147 стратегических покупателей и 508 финансовых инвесторов еврозоны, объявленных в период с 2002 по 2020 г.¹. Среди стратегических приобретений 77,2% совершаются теми покупателями, акции которых котируются на бирже, и только 11,7% связаны с оплатой акций самой компанией или в сочетании с другими видами вознаграждения.

¹ Ресурсы системы Bloomberg. URL: www.bloomberg.com

Кроме того, все сделки, включенные в выборку, удовлетворяют следующим условиям: объявленная сумма сделки превышает 50 млн евро; сделка не является обратным выкупом или предложением обмена и приводит к приобретению 100% целевой компании в случае стратегического покупателя или к приобретению контрольного пакета в случае финансового спонсора; если покупатель классифицируется как стратегический покупатель, он не является финансовым учреждением. Минимальный размер сделки в сумме 50 млн евро соответствует по характеристикам выкупу с использованием заемных средств, что дает выборку LBO, сравнимую со стратегическими приобретениями².

На *рис. 1* показана годовая разбивка числа сделок финансовых инвесторов и стратегических покупателей и относительный вклад LBO в совокупную стоимость сделок M&A в еврозоне. В целом активность финансовых инвесторов и стратегических покупателей значительно варьируется от года к году и группируется во времени, что согласуется с исследованием Дж. Харфорда [17] и существующей литературой о волнах слияний. Объем сделок, приходящихся на долю стратегических покупателей, всегда превышает объем сделок финансовых инвесторов. Однако в совокупных объемах сделок доля последних со временем меняется с точки зрения как количества, так и стоимости сделок.

В среднем сумма сделки составляет около 897,1 млн евро и колеблется от минимальной (50 млн евро) до максимальной (примерно 108 млрд евро), со средним медианным значением около 185,6 млн евро. Для подмножества публичных целей выплачивается значительная премия за поглощение в размере 30,4% сверх их рыночной капитализации до объявления, в диапазоне от дисконта 36% до максимальной премии 165,7% со средним значением около 25,4%.

При рассмотрении разбивки финансовых и стратегических покупателей было выявлено, что средняя стоимость сделки существенно не различается для разных типов участников сделок, что позволяет предположить, что в среднем финансовые и стратегические покупатели в нашей выборке делают ставки на цели одинакового размера. Более того, согласно исследованиям А. Маленко и Н. Маленко [18], стратегические покупатели в среднем платят значительно более высокую премию за поглощение, что говорит о том, что эти покупатели склонны признать оправданной на основе ожидаемой синергии более высокую оценку.

² Ayash B., Rastad M. Private Equity, Jobs and Productivity: Reply to Davis, Haltiwanger, Handley, Jarmin, Lerner, and Miranda (A Comment Deux). 2018. URL: <https://ssrn.com/abstract=3170413>

Для анализа характеристик компаний-целей были использованы их финансовые данные за 12 месяцев до и после LBO (были использованы ресурсы системы Eikon). В целом финансовые инвесторы и стратегические покупатели, похоже, ориентируются на компании одного и того же типа с точки зрения размера и роста. Не обнаружено существенной разницы между целями стратегических и финансовых покупателей, с учетом их общих активов, или доходов, или темпов их роста. Тем не менее фирмы, на которые нацелены финансовые инвесторы, в среднем относительно более прибыльны. К тому же отношение долга к EBITDA компаний-целей финансовых инвесторов выросло в среднем в четыре раза за анализируемый период. Это привело к увеличению их кредитного плеча, в то время как у стратегических покупателей левэридж снизился. Вариации отношения долга к EBITDA и левэриджа целевых компаний различаются для разных типов сделок на уровне статистической значимости 10%.

Эмпирический анализ был проведен сначала на агрегированном уровне, а затем подтвержден на уровне сделок. В частности, при анализе доли сделок финансовых инвесторов в различных условиях на финансовых рынках была исследована связь между объемом сделок LBO и безрисковыми ставками, премиями за кредитный риск и оценками фондовых рынков. На уровне отдельных сделок было подтверждено влияние на активность разных типов покупателей различных условий, наблюдающихся на рынке акций и долговых обязательств. Ситуация рассмотрена с трех разных позиций, а именно: вероятности поддержки сделки разными типами покупателей, размера сделок и премий за поглощение.

Для измерения активности финансовых инвесторов предлагается модель доли финансовых инвесторов в общем потоке сделок LBO (Y_{jt}) как линейная функция финансовых переменных:

$$Y_{jt} = \alpha + bX_t + V_j + e_{jt}, \quad (1)$$

где Y_{jt} — доля сделок финансовых инвесторов в совокупном потоке сделок;

t — квартал или год наблюдения (в зависимости от спецификации модели);

j — отрасль целевой фирмы;

X_t — сделки стратегических покупателей LBO, измеренные на основе количества сделок и их стоимости (i), соответственно;

V_j — фиксированные отраслевые эффекты, если они включены.

e_{jt} — набор независимых переменных (включает макроэкономические и финансовые переменные, наблюдаемые либо в начале квартала, либо усредненные за год — в зависимости от периодичности зависимой переменной).

В частности, для определения различных условий на рынках долга в отношении безрисковой ставки применяется трехмесячная ставка EURIBOR. Спред доходности индекса Bloomberg Barclays Euro High Yield Bond Index и индекса Bloomberg Barclays Euro Corporate Bond Index помогает учесть изменения в премии за кредитный риск и дополнительные расходы. Чтобы учесть тенденции фондового рынка и смягчить корреляцию между оценками и трехмесячной ставкой EURIBOR, в регрессионном анализе использовано отношение цены к балансовой стоимости индекса Euro Stoxx 50 (*P-to-B*).

В итоге определены необходимые значения коэффициентов для шести альтернативных спецификаций модели, которые представлены в *табл. 1*. Зависимые переменные преобразованы логарифмически, чтобы обеспечить возможность сравнения между моделями. Все регрессии отраслевого уровня включают фиксированные отраслевые эффекты.

Как и ожидалось, потоки сделок финансовых инвесторов и стратегических покупателей LBO имеют положительную, но не идеальную корреляцию. Корреляция между квартальным количеством сделок финансовых инвесторов и стратегических покупателей составляет 57%, тогда как на отраслевом уровне эта цифра увеличивается до 65%. Это согласуется с данными исследования Дж. Харфорда, которые демонстрируют, что LBO в одной отрасли раскрывает конфиденциальную информацию об оптимальных изменениях в этой отрасли и приводит к увеличению активности слияний и поглощений со стороны обоих типов покупателей [15].

Модель оценена с учетом зависимости от спецификации модели с помощью квартальных регрессий временных рядов или панельных регрессий отраслевого уровня исходя из количества сделок и их стоимости соответственно.

Анализ на агрегированном уровне выявил существенные различия в реакции финансовых инвесторов и стратегических покупателей на изменения безрисковой ставки, премий за кредитный риск и оценок фондовых рынков. Так, полученные результаты показывают, что потоки сделок для разных типов покупателей не синхронны, и вклад каждого типа

покупателей LBO в совокупный поток сделок меняется в ответ на меняющиеся рыночные условия. В частности, обнаружено, что относительный вклад финансовых инвесторов в общий объем сделок увеличивается при повышении безрисковой ставки или сужении спреда доходности и уменьшается при повышении стоимости акций на фондовом рынке.

Так, например, согласно данным *табл. 1* высокие уровни трехмесячной ставки EURIBOR связаны с увеличением доли финансовых инвесторов в совокупном потоке сделок (соответствующий коэффициент модели — положительный и значимый с точки зрения как количества сделок, так и их объема). В частности, повышение трехмесячной ставки EURIBOR на 1 п.п. соответствует примерно 2-процентному увеличению относительного вклада финансовых инвесторов в квартальное количество сделок и 3,2-процентному увеличению их доли в совокупной стоимости сделок. Также значения соответствующих коэффициентов показывают, что финансовые инвесторы реагируют на изменения трехмесячной ставки EURIBOR относительно сильнее, чем стратегические покупатели, что неудивительно, если учитывать более высокую зависимость финансовых инвесторов от долгового финансирования. Однако признаки соответствующих эффектов не согласуются с объяснением, основанным на финансовых ограничениях. Фактически увеличение трехмесячной ставки EURIBOR на 1 п.п. соответствует увеличению примерно на 25,3% ежеквартального количества сделок финансовых инвесторов и почти 38% их стоимости по сравнению с увеличением количества сделок стратегических покупателей на 11,3% и незначительным изменением их стоимости. В обоих случаях разница между соответствующими коэффициентами является статистически значимой на уровне 1%.

Хотя более высокие ставки указывают на сокращение спроса на кредиты, они совпадают с периодами более значительного ожидаемого роста и повышения инфляции³. Следовательно, хотя изменение безрисковой ставки влияет на финансовые ограничения покупателей, оно также влияет и на их оценку собственных инвестиционных возможностей, но в противоположном направлении. В нашем периоде выборки последний эффект, по-видимому, преобладает для обоих типов покупателей. Тем не менее в соответствии с данными исследования М. Мартос-Вила, М. Родес-

³ *Stock J.H., Watson M.W.* Chapter 1. Business Cycle Fluctuations in US Macroeconomic Time Series. *Handbook of Macroeconomics*, 1999, vol. 1, part A, pp. 3–64.
URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1574004899010046>

Кропфа и Дж. Харфорда, вклад финансовых инвесторов в общий поток сделок увеличивается для более высоких уровней безрисковой ставки [16].

Влияние изменения трехмесячной ставки EURIBOR на долю финансовых инвесторов в совокупном потоке сделок оказывается слабее, если мы объединяем сделки по отраслям и годам. Соответствующий коэффициент положительный и значимый (только на уровне 10%) как по количеству сделок, так и по их величине. В этом случае разные типы покупателей, похоже, одинаково реагируют на изменения трехмесячной ставки EURIBOR. Расхождения в соответствующих им коэффициентах не являются статистически значимыми.

Что касается дополнительных затрат по заимствованиям, с которыми финансовые инвесторы сталкиваются в результате высокой доли заемных средств в структуре их инвестиций, они сказываются на их относительном вкладе в поток сделок противоположным образом. Когда разрыв между премией за кредитный риск высокодоходных эмитентов и эмитентов инвестиционного уровня увеличивается, то есть когда разница между затратами по займам для разных типов покупателей больше, относительный вклад финансовых инвесторов в общий поток сделок снижается. Коэффициент при спреде доходности отрицательный и значимый с точки зрения как количества сделок, так и их стоимости. В частности, увеличение спреда доходности на 1 п.п. соответствует падению на 1,1% относительного вклада финансовых инвесторов в квартальное количество сделок и снижению их доли в совокупной стоимости сделки на 1,8%. Этот эффект является результатом большей подверженности финансовых инвесторов изменениям премии за кредитный риск. Действительно, соответствующие коэффициенты по сделкам показывают, что финансовые инвесторы реагируют на изменения в спреде доходности относительно сильнее, чем стратегические покупатели. Влияние увеличения спреда доходности на 1 п.п. фактически соответствовало бы падению примерно на 14,3% квартального количества сделок финансовых инвесторов и 23,7% их стоимости по сравнению с уменьшением всего на 6,1% количества сделок стратегических покупателей и без значительного изменения их стоимости. В обоих случаях разница между соответствующими коэффициентами статистически значима на уровне 1%. Мы получаем аналогичные результаты, когда объединяем сделки по отраслям и годам и учитываем фиксированные отраслевые эффекты. Эти результаты согласуются с данными работы М. Мартос-Вила, М. Родес-Кропфа и Дж. Харфорда, которые обнаружили, что финансовые инвесторы уменьшают свой вклад в общий объем сделок при расширении спреда доходности, так как

переоценка долга корректируется и они становятся более ограниченными в финансовом отношении [16].

Оценка фондового рынка отрицательно влияет на относительный вклад финансовых инвесторов. Фактически их вклад в общий поток сделок падает, когда оценка фондового рынка высока (отношение цены к балансовой стоимости индекса Euro Stoxx 50 (P-to-B) является отрицательным и значимым для доли сделок финансовых спонсоров по количеству, но менее значимым по стоимости). Так, удельное увеличение показателя по индексу Euro Stoxx 50 соответствует снижению на 8,9% относительного вклада финансовых инвесторов в квартальное количество сделок. Этот эффект является результатом роста объема сделок стратегических покупателей, когда оценки высоки, а финансовые инвесторы отказываются от сделок (ежеквартальный рост количества сделок стратегических покупателей на 7%, по сделкам финансовых инвесторов существенных изменений не произошло). Разница между соответствующими коэффициентами статистически значима на уровне 5%. Аналогичные результаты получаются и в случае объединения сделок по отраслям и годам, и в случае контроля фиксированных отраслевых эффектов.

Чтобы подтвердить полученные совокупные результаты, дополнительно на уровне отдельных сделок проанализировано влияние различных условий фондового и долгового рынка на вероятность того, что сделка будет поддержана финансовым спонсором или стратегическим покупателем. Более того, проверена связь условий финансового рынка с размером сделок, которые заключают разные типы покупателей LBO, а также с премией за поглощение, которую они платят.

Все фирмы-цели в нашей выборке были рассмотрены как репрезентативный набор инвестиционных возможностей, доступных для финансовых инвесторов, чтобы получить более полное представление о готовности этого типа покупателей приобрести компанию в различных условиях на финансовых рынках.

В ходе проведенного исследования на уровне отдельных сделок были сформированы две разные модели.

Во-первых, это логит-модель, в рамках которой проверяется вероятность поддержки сделки LBO финансовым спонсором вследствие изменений безрисковой ставки, премии за кредитный риск или рыночных оценок.

Зависимая переменная принимает значение 1 для финансовых инвесторов и 0 — для стратегических покупателей.

$$\text{logit}(Y_{ijt}) = \log \frac{Y_{ijt}}{1 - Y_{ijt}} = \alpha + bX_t + V_j + e_{jt}, \quad (2)$$

где X_t — фиктивная переменная, которая принимает значение 1 для финансовых спонсоров и 0 — для стратегических покупателей.

Во-вторых, сформированы четыре спецификации линейной модели, определяющие, существенно ли различаются размер сделки или премия за поглощение, выплачиваемая разными типами покупателей, вследствие изменений в оценках фондового рынка и условий на рынке долговых обязательств. Для этого также использована линейная модель, подобная формуле (1): $Y_{ijt} = \alpha + bX_t + V_j + e_{jt}$,

где X_t — либо стоимость сделки, либо уплаченная премия за поглощение.

Применение в качестве зависимой переменной премии за поглощение позволяет установить степень влияния сравнительного увеличения или уменьшения премии за поглощение, выплачиваемой разными типами покупателей, на их относительный вклад в совокупное количество сделок из-за того, что один тип покупателя вытесняет другой. Переменная, зависящая от стоимости сделки, позволяет определить степень, в которой корректировки размера сделок разными типами покупателей могут повлиять на их относительный вклад в совокупную стоимость LBO.

Коэффициенты регрессии и их стандартные ошибки (в скобках) для моделей, сформированных на основе анализа отдельных сделок, представлены в табл. 2.

Вероятность того, что сделка будет проведена финансовым спонсором, выше, когда безрисковые ставки растут, и ниже, когда увеличиваются дополнительные расходы по займам для финансовых инвесторов (по сравнению со стратегическими покупателями) или когда повышаются оценки фондовой биржи. В соответствии с данными на агрегированном уровне доля сделок финансовых инвесторов положительно связана с трехмесячной ставкой EURIBOR и отрицательно — со спредом доходности и оценками фондовой биржи. Это подтверждает, что результаты анализа агрегированного уровня не зависят от альтернативных критериев, которые мы используем для агрегирования сделок.

Рассмотрим полученные результаты более конкретно. Коэффициент при трехмесячной ставке EURIBOR (в графе 2 табл. 2) положительный и

значимый на уровне 1%, отражает, что при увеличении ставки на 1 п.п. вероятность совершения сделки финансовыми спонсорами увеличивается примерно на 11,1%. Напротив, коэффициент при спреде доходности является отрицательным и значимым на уровне 1%, то есть при увеличении спреда доходности на 1 п.п. вероятность совершения сделки финансовыми спонсорами снижается примерно на 11,2%. Коэффициент P-to-B также отрицательный и значительный, но только на уровне 10%. В этом случае при увеличении отношения цены к балансовой стоимости индекса Euro Stoxx 50 на одну единицу вероятность совершения сделки финансовыми спонсорами падает примерно на 51,7%.

Изменения условий кредитования и оценок фондового рынка могут повлиять на относительный вклад стратегических покупателей и финансовых инвесторов в совокупный объем сделок LBO за счет изменения премии за поглощение по сделкам, совершаемым разными типами покупателей. Как видно из данных *табл. 2*, о коэффициентах корреляции премий за поглощение для стратегических покупателей и финансовых инвесторов, соответственно (*графы 3 и 4*), спред доходности оказывает значительное влияние на премию за поглощение по сделкам, поддерживаемым стратегическими покупателями, но не по сделкам финансовых инвесторов. В частности, увеличение спреда доходности на 1 п.п. приводит к увеличению на 2% премии за поглощение, выплачиваемой стратегическими покупателями, что эквивалентно увеличению примерно на 17 млн долл. США для средней сделки в нашей выборке. Этому может быть два альтернативных объяснения. Во-первых, стратегические покупатели могут завышать премию за поглощение, которую они платят при расширении спреда доходности, потому что они делают более агрессивные предложения. Во-вторых, премия за поглощение может увеличиться из-за более низких целевых оценок. Анализ P-to-B сделок стратегических покупателей в выборке и трех интересующих нас переменных позволил сделать вывод о том, что рост премии связан с тем, что цены на фондовом рынке сравнительно низкие, и, следовательно, премия за поглощение выше. Более того, этот эффект недостаточно велик, чтобы объяснить вытеснение финансовых инвесторов стратегическими покупателями, которое мы видим на агрегированном уровне.

Наконец, сдвиги в условиях кредитования и оценки фондовых рынков могут повлиять на относительный вклад финансовых инвесторов в совокупный поток сделок за счет изменения размера сделок, совершаемых различными типами покупателей, а не только из-за их готовности совершить сделку. Анализ коэффициентов корреляции стоимости/размера

сделок для стратегических покупателей и финансовых инвесторов показал, что уровень безрисковой ставки оказывает противоположное влияние на размер сделок, совершаемых разными типами покупателей. Фактически более высокие трехмесячные ставки EURIBOR связаны с относительно более крупными финансовыми спонсорами и относительно небольшими стратегическими покупателями. Соответствующие коэффициенты (*графы 5 и 6 табл. 2*) являются значительными и предполагают, что для увеличения трехмесячной ставки EURIBOR на 1 п.п. размер сделок стратегических покупателей упадет примерно на 118,3 млн евро, а финансовых инвесторов — вырастет на 147,5 млн евро. Разница между коэффициентами значима на уровне 10%. Напротив, для спреда доходности обнаружены противоположные эффекты. Более высокая разница в стоимости заимствования между заемщиками с высокой доходностью и заемщиками инвестиционного уровня приводит к более крупным сделкам стратегических покупателей и меньшим — для финансовых инвесторов. Хотя соответствующие коэффициенты не являются статистически значимыми, их разница значима на уровне 10%.

В целом эти результаты позволяют предположить, что изменения в составе потоков сделок с течением времени являются результатом двух одновременных факторов. Во-первых, это активность различных типов покупателей в совершении сделки при различных условиях финансового рынка. Во-вторых, это то, насколько разные типы покупателей способны к корректировке размера сделок, которые они совершают в ответ на изменение рыночных условий. Разница между премией за поглощение, которую платят разные покупатели, похоже, мало влияет на структуру совокупного объема LBO.

Итак, анализ, проведенный в рамках выборки целевых компаний европейского рынка LBO, показал несколько последствий влияния меняющихся рыночных условий на интенсивность участия финансовых инвесторов и стратегических покупателей в сделках слияния и поглощения с привлечением заемных средств. В целом итоги анализа согласуются с данными исследований М. Мартос-Вила, М. Родес-Кропфа и Дж. Харфорда [16], а также В. Хаддада, Э. Луалиша и М. Плоссера [14], и отражают вклад различных типов покупателей в общий поток сделок LBO в зависимости от результатов оценки ими долговых и финансовых рынков. Финансовые инвесторы увеличивают свою долю в общем объеме сделок, когда спред доходности сужается, в то время как стратегические покупатели увеличивают свою долю, когда стоимость акций растет. Колебания в составе потока сделок объясняются также ожиданиями экономического

роста и инфляции, зафиксированных безрисковой ставкой. Лучшие экономические перспективы связаны с относительно большей активностью финансовых инвесторов. Высокая доходность, требуемая ими, в сочетании с их более коротким инвестиционным горизонтом и более сильным давлением цели инвестирования, побуждает финансовых инвесторов ускорять свои инвестиции для повышения их эффективности.

Таким образом, активность финансовых инвесторов и стратегических покупателей в сфере слияний и поглощений не является синхронной, и доля сделок каждого типа покупателей LBO меняется по-разному в ответ на меняющиеся рыночные условия.

Результаты исследования способствуют дальнейшему накоплению и систематизации знаний теории и практики сделок приобретения бизнеса с привлечением заемных средств (LBO), обеспечивая более глубокое понимание причин влияния на приобретенные фирмы различных стратегий, целей и финансовых структур каждого типа покупателей.

Таблица 1

Коэффициенты корреляции и их стандартные ошибки (в скобках) для альтернативных спецификаций модели агрегированного уровня

Table 1

Correlation coefficients and their standard errors (in brackets) for alternative specifications of the aggregated level model

Показатели	Зависимые переменные					
	Сделки стратегических покупателей		Сделки финансовых инвесторов		Доля сделок финансовых инвесторов в общем объеме LBO	
	по кол-ву	по стоимости	по кол-ву	по стоимости	по кол-ву	по стоимости
1	2	3	4	5	6	7
Агрегированные по ежеквартальным выборкам						
EURIBOR -3m	0,1137*** (0,0242)	0,0117 (0,0656)	0,253*** (0,0469)	0,3791*** (0,1322)	0,0198*** (0,007)	0,0315** (0,0146)
Спред доходности	-0,0607*** (0,0125)	-0,0383 (0,0339)	-0,1426*** (0,024)	-0,2372*** (0,0683)	-0,0108*** (0,0036)	-0,0175** (0,0075)
P-to-B	0,2567* (0,1443)	0,8646** (0,3917)	-0,3713 (0,2804)	-0,1539 (0,7898)	-0,0888** (0,0421)	-0,0323 (0,0871)
Наблюдения	71	71	70	70	71	71
Коэффициент детерминации	0,57	0,14	0,42	0,2	0,11	0,08
Тест Вальда						
EURIBOR -3m	0,0049	0,0049	0,0049	0,0049	—	—
Спред доходности	0,0013	0,0045	0,0013	0,0045	—	—
P-to-B	0,0337	0,20879	0,0337	0,20879	—	—
Агрегированные по отраслям и годам						
EURIBOR -3m	0,1484*** (0,0344)	0,2447** (0,0965)	0,1668*** (0,0265)	0,4515*** (0,1418)	0,0154* (0,009)	0,0251* (0,0138)
Спред доходности	-0,0452** (0,0221)	-0,1336** (0,0621)	-0,0961*** (0,0171)	-0,3267*** (0,0912)	-0,0172*** (0,0058)	-0,017* (0,0089)
P-to-B	0,3492 (0,2266)	0,1466 (0,6348)	-0,1146 (0,1746)	0,6528 (0,9332)	-0,1118* (0,0593)	0,0749 (0,091)
Наблюдения	183	183	145	145	179	179
Коэффициент детерминации	0,65	0,32	0,68	0,4	0,19	0,13
Тест Вальда						
EURIBOR -3m	0,6648	0,1828	0,6648	0,1828	—	—
Спред доходности	0,0619	0,0531	0,0619	0,0531	—	—
P-to-B	0,0968	0,6202	0,0968	0,6202	—	—

Примечание. Верхние индексы *, **, *** обозначают значимость на уровнях 10%, 5% и 1%, соответственно. Для тестов Вальда на эквивалентность коэффициентов в разных моделях значение p указывается на основе количества сделок и их стоимости, соответственно.

Источник: авторская разработка по данным системы Bloomberg

Source: Authoring, based on Bloomberg data

Таблица 2

Коэффициенты корреляции и их стандартные ошибки (в скобках) для альтернативных спецификаций моделей на уровне отдельных сделок

Table 2

Correlation coefficients and their standard errors (in brackets) for alternative specifications of the individual transaction level model

Показатель	Результаты модели <i>logit</i> (Y_{it})	Зависимые переменные			
		Премии за поглощение		Размер сделок	
		стратегических покупателей	финансовых инвесторов	стратегических покупателей	финансовых инвесторов
1	2	3	4	5	6
EURIBOR - 3m	0,1107*** (0,0339)	-1,3961 (1,0151)	-0,9125 (1,5222)	-1,1183** (0,0596)	0,1475* (0,0885)
Спред доходности	-0,1124*** (0,029)	1,9941*** (0,7395)	0,415 (1,7571)	0,0284 (0,0419)	-0,0767 (0,0715)
P-to-B	-0,5174* (0,2693)	7,0482 (7,4117)	-9,9302 (13,2341)	0,6924 (0,4406)	0,8097 (0,6916)
Наблюдения	2 655	426	87	2 147	508
Псевдо-коэффициент детерминации	0,03	0,03	0,07	0,01	0,04
Тест Вальда					
EURIBOR - 3m	—	0,7879	0,7879	0,0531	0,0531
Спред доходности	—	0,4623	0,4623	0,0827	0,0827
P-to-B	—	0,3172	0,3172	0,8203	0,8203

Источник: авторская разработка по данным системы Bloomberg

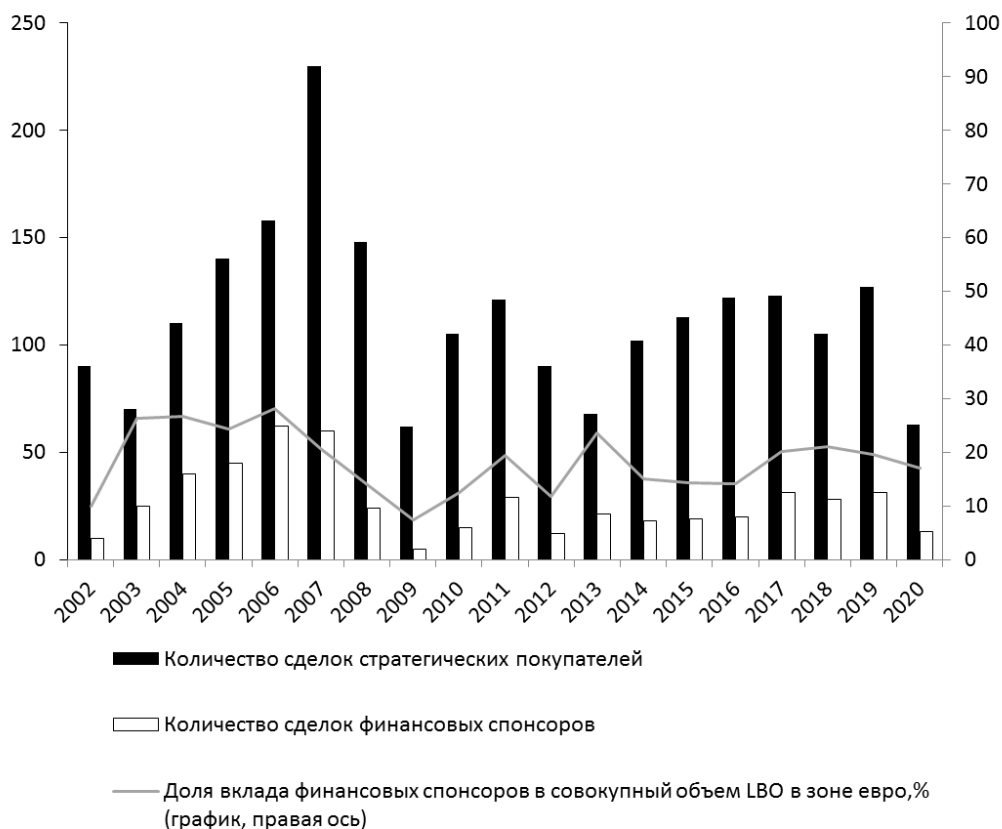
Source: Authoring, based on Bloomberg data

Рисунок 1

Динамика количества сделок, заключенных финансовыми спонсорами и стратегическими покупателями, и доли вклада финансовых спонсоров в совокупный объем LBO в зоне евро

Figure 1

Changes in the number of transactions concluded by financial sponsors and strategic buyers, and the share of financial sponsors' contribution to the total LBO volume in the euro area



Источник: авторская разработка по данным системы Bloomberg

Source: Authoring, based on Bloomberg data

Список литературы

1. Bettinazzi E.L.M., Zollo M. Stakeholder Orientation and Acquisition Performance. *Strategic Management Journal*, 2017, vol. 38, iss. 12, pp. 2465–2485. URL: <https://doi.org/10.1002/smj.2672>
2. Иванов А.Е. Волны слияний и поглощений на мировом и российском рынках: анализ особенностей, причин возникновения и спада //

- Экономический анализ: теория и практика. 2017. Т. 16. № 3. С. 488—501.
URL: <https://doi.org/10.24891/ea.16.3.488>
3. Opler T., Titman S. The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs. *The Journal of Finance*, 1993, vol. 48, iss. 5, pp. 1985–1999.
URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb05138.x>
 4. Ayash B., Bartlett R.P. III, Poulsen A.B. The Determinants of Buyout Returns: Does Transaction Strategy Matter? *Journal of Corporate Finance*, 2017, vol. 46, pp. 342–360. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.07.006>
 5. Martynova M., Renneboog L. What Determines the Financing Decision in Corporate Takeovers: Cost of Capital, Agency Problems, or the Means of Payment? *Journal of Corporate Finance*, 2009, vol. 15, iss. 3, pp. 290–315. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.12.004>
 6. Hansen R.G. A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions. *The Journal of Business*, 1987, vol. 60, no. 1, pp. 75–95.
URL: <https://www.jstor.org/stable/2352948>
 7. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и техника оценки любых активов. М.: Альпина Паблишер, 2020. 1316 с.
 8. DePamphilis D.M. Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities. An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions. Academic Press, 2019, 564 p.
 9. Gaughan P.A. Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings. Hoboken, N.J., John Wiley & Sons, Inc., 2015, 685 p.
 10. Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, iss. 4, pp. 305–360.
URL: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
 11. Kaplan S.N., Strömberg P. Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 2009, vol. 23, no. 1, pp. 121–146.
URL: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.23.1.121>
 12. Коннова А.С. Создание добавленной стоимости при проведении выкупов долговым финансированием // Российское предпринимательство. 2016.

Т. 17. № 20. С. 2611 — 2624. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sozдание-dobavlennoy-stoimosti-pri-provedenii-vykupov-dolgovym-finansirovaniem>

13. *Петрикова Е.М., Кошкарева Л.А.* Особенности оценки финансовой эффективности сделок слияний и поглощений на российском рынке // Вестник Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова. 2019. № 4. С. 40 — 53. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/osobennosti-otsenki-finansovoy-effektivnosti-sdelok-sliyaniy-i-pogloscheniy-na-rossiyskom-rynke>
14. *Haddad V., Loualiche E., Plosser M.* Buyout Activity: The Impact of Aggregate Discount Rates. *The Journal of Finance*, 2017, vol. 72, iss. 1, pp. 371–414. URL: <https://doi.org/10.1111/jofi.12464>
15. *Harford J., Stanfield J., Zhang F.* How Does an LBO Impact the Target's Industry? 2016. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2489300>
16. *Martos-Vila M., Rhodes-Kropf M., Harford J.* Financial versus Strategic Buyers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2019, vol. 54, iss. 6, pp. 2635–2661. URL: <https://doi.org/10.1017/S0022109019000139>
17. *Harford J.* What Drives Merger Waves? *Journal of Financial Economics*, 2005, vol. 77, iss. 3, pp. 529–560. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.05.004>
18. *Malenko A., Malenko N.* A Theory of LBO Activity Based on Repeated Debt-Equity Conflicts. *Journal of Financial Economics*, 2015, vol. 117, iss. 3, pp. 607–627. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.06.007>

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

INFLUENCE OF FACTORS ON THE ACTIVITY OF FINANCIAL AND STRATEGIC BUYERS IN LEVERAGED BUYOUTS

Il'ya A. BALAKIN

Financial University under Government of Russian Federation
Moscow, Russian Federation
ilya.balakin.96@bk.ru
<https://orcid.org/0000-0002-8069-8167>

Article history:

Article No. 103/2021
Received 1 March 2021
Received in revised form 15 March 2021
Accepted 29 Mar 2021
Available online 29 April 2021

JEL classification:

D22, G34

Keywords: leveraged buyout, debt financing, financial investor, trade buyer

Abstract

Subject. This article examines the influence of factors on the activity of financial investors and strategic buyers in leveraged buyout transactions.

Objectives. The article aims to clarify the dependence of the behavior of financial investors and strategic buyers on changes in various market conditions.

Methods. For the study, I used a correlation analysis, logistic regression, comparison, and the abstract-logical and monographic methods.

Results. The article identifies and describes differences in the behavior of the main types of buyers of debt financing transactions. Based on an analysis of leveraged buyout transactions in the euro area between 2002 and 2020, the article assesses the dependence of the relative contribution of financial investors and strategic buyers to the overall flow of transactions on the terms of debt and equity markets. Transaction-level analysis shows that differences in the behavior of financial investors and strategic buyers are due to differences in their propensity to make transactions in different market conditions and differences in adjustments to the volume of transactions they make, but are independent of the takeover premium they pay.

Relevance. The results of the study contribute to a better understanding of the behavior of each type of buyout buyer, depending on changing market conditions.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2021

Please cite this article as: Balakin I.A. Influence of Factors on the Activity of Financial and Strategic Buyers in Leveraged Buyouts. *Finance and Credit*, 2021, vol. 27, iss. 4, pp. 913–933. <https://doi.org/10.24891/fc.27.4.913>

References

1. Bettinazzi E.L.M., Zollo M. Stakeholder Orientation and Acquisition Performance. *Strategic Management Journal*, 2017, vol. 38, iss. 12, pp. 2465–2485. URL: <https://doi.org/10.1002/smj.2672>

2. Ivanov A.E. [Waves of mergers and acquisitions in the global and Russian markets: Analysis of specifics, causes, and slowdowns]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic Analysis: Theory and Practice*, 2017, vol. 16, no. 3, pp. 488–501. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.24891/ea.16.3.488>
3. Opler T., Titman S. The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs. *The Journal of Finance*, 1993, vol. 48, iss. 5, pp. 1985–1999.
URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb05138.x>
4. Ayash B., Bartlett R.P. III, Poulsen A.B. The Determinants of Buyout Returns: Does Transaction Strategy Matter? *Journal of Corporate Finance*, 2017, vol. 46, pp. 342–360. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.07.006>
5. Martynova M., Renneboog L. What Determines the Financing Decision in Corporate Takeovers: Cost of Capital, Agency Problems, or the Means of Payment? *Journal of Corporate Finance*, 2009, vol. 15, iss. 3, pp. 290–315. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.12.004>
6. Hansen R.G. A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions. *The Journal of Business*, 1987, vol. 60, no. 1, pp. 75–95.
URL: <https://www.jstor.org/stable/2352948>
7. Damodaran A. *Investitsionnaya otsenka: Instrumenty i tekhnika otsenki lyubykh aktivov* [Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset]. Moscow, Al'pina Publisher Publ., 2020, 1316 p.
8. DePamphilis D.M. *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities. An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*. Academic Press, 2019, 564 p.
9. Gaughan P.A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Hoboken, N.J., John Wiley & Sons, Inc., 2015, 685 p.
10. Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, iss. 4, pp. 305–360.
URL: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
11. Kaplan S.N., Strömberg P. Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 2009, vol. 23, no. 1, pp. 121–146.
URL: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.23.1.121>

12. Konnova A.S. [Creation of the added value at leveraged buyouts]. *Rossiiskoe predprinimatel'stvo = Russian Journal of Entrepreneurship*, 2016, vol. 17, no. 20, pp. 2611–2624. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sozdanie-dobavlennoy-stoimosti-pri-provedenii-vykupov-dolgovym-finansirovaniem> (In Russ.)
13. Petrikova E.M., Koshkareva L.A. [Specific features of assessing finance efficiency of deals on Russian M&A market]. *Vestnik Rossiiskogo ekonomicheskogo universiteta im. G.V. Plekhanova = Vestnik of Plekhanov Russian University of Economics*, 2019, no. 4, pp. 40–53. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/osobennosti-otsenki-finansovoy-effektivnosti-sdelok-sliyaniy-i-pogloscheniy-na-rossiyskom-rynke> (In Russ.)
14. Haddad V., Loualiche E., Plosser M. Buyout Activity: The Impact of Aggregate Discount Rates. *The Journal of Finance*, 2017, vol. 72, iss. 1, pp. 371–414. URL: <https://doi.org/10.1111/jofi.12464>
15. Harford J., Stanfield J., Zhang F. How Does an LBO Impact the Target's Industry? 2016. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2489300>
16. Martos-Vila M., Rhodes-Kropf M., Harford J. Financial versus Strategic Buyers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2019, vol. 54, iss. 6, pp. 2635–2661. URL: <https://doi.org/10.1017/S0022109019000139>
17. Harford J. What Drives Merger Waves? *Journal of Financial Economics*, 2005, vol. 77, iss. 3, pp. 529–560. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.05.004>
18. Malenko A., Malenko N. A Theory of LBO Activity Based on Repeated Debt-Equity Conflicts. *Journal of Financial Economics*, 2015, vol. 117, iss. 3, pp. 607–627. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.06.007>

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.