

ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ НА ФУНДАМЕНТАЛЬНУЮ СТОИМОСТЬ КОМПАНИЙ В СТРАНАХ БРИКС

Лузина Д.С.¹, Рогова Е.М.²

В статье представлены результаты исследования влияния сделок слияний и поглощений на фундаментальную стоимость компаний – покупателей в странах BRICS. Исследование базируется на модели остаточной прибыли (Residual Income Valuation – RIV). Протестировав выборку из 366 сделок, совершенных в период с 2009 по 2012 г., мы выявили, что слияния и поглощения приводят к росту фундаментальной стоимости на акцию компаний из стран БРИКС. Также выявлены факторы, влияющие на создание или разрушение фундаментальной стоимости компаний-покупателей: размер компании, способ финансирования сделки, отраслевая принадлежность компании и способ оплаты сделки.

Ключевые слова: слияния и поглощения; страны БРИКС; фундаментальная стоимость компании; модель остаточной прибыли; факторы создания стоимости

JEL: G34

Введение

Проблема слияний и поглощений активно обсуждается в академической литературе. В последние годы она приобрела особую актуальность ввиду роста неопределенности на финансовых рынках, а также вследствие беспрецедентных по размерам глобальных инвестиционных сделок, многие из которых оказались неудачными. При этом развивающиеся рынки, и особенно рынки стран БРИКС, становятся основным центром активности. В настоящее время компании с развивающихся рынков участвуют в каждой четвертой сделке слияния или поглощения (Boston Consulting Group, 2013), и представители стран БРИКС, прежде всего китайские, являются лидерами (Sehgal et al., 2015).

С позиции менеджмента компаний, инициирующих слияния и поглощения, важен ответ на вопрос, превышает ли приведенная стоимость финансовых выгод от сделки приведенную стоимость издержек по ее проведению (положительна ли чистая приведенная стоимость такой сделки)? Если ответ на данный вопрос положителен, фундаментальная стоимость в результате сделки должна увеличиться, к выгоде акционеров приобретающей компании.

В эмпирических исследованиях финансовых эффектов сделок слияний и поглощений преобладают два методических подхода. В исследованиях, основанных на анализе финансовой отчетности (Chi et al., 2011; Григорьева, Троицкий, 2012), сравниваются финансовые показатели приобретающей компании до и после совершения сделки слияния и поглощения. Исследования доходности акций компаний с помощью событийного анализа (Wong et al., 2009; Ивашковская, Шамраева, Григориади, 2009) посвящены оценке влияния объявления о сделке на доходность акций приобретающей и приобретаемой компаний. Оба подхода обладают определенными недостатками при попытке установить с их помощью, является ли сделка инвестицией с положительной чистой приведенной стоимостью и увеличивает ли она фундаментальную стоимость компании-покупателя. Исследования, основанные на анализе финансовой отчетности, не учитывают такие важные аспекты эффективности сделок, как период времени, после которого был получен доход, или сумма, заплаченная за покупку компании, что не позволяет провести расчет чистой дисконтированной стоимости. В исследованиях методом событийного анализа рассматривается влияние объявления о сделке на рыночную стоимость акций компании, которое может отличаться от влияния на фундаментальную стоимость, поскольку фиксирует лишь краткосрочную реакцию рынка и не учитывает информацию о финансовом положении участников сделок. Кроме того, для развивающихся рынков капитала рыночные показатели могут оказаться недостоверными, в силу высокой волатильности, асимметрии информации и других аспектов, снижающих эффективность этих рынков.

1. Стажер-исследователь, Санкт-Петербургская школа экономики и менеджмента.

2. Профессор департамента финансов Санкт-Петербургской школы экономики и менеджмента.

В данной работе использовался подход к определению влияния сделок слияний и поглощений на фундаментальную стоимость компаний, основанный на модели остаточной прибыли (Residual Income Valuation – RIV). Этот подход практически не использовался для анализа влияния сделок слияний и поглощений на стоимость компании на развивающихся рынках капитала. Однако у него есть серьезные преимущества при проведении такого анализа. Он позволяет учитывать последствия сделки в виде создания или разрушения фундаментальной стоимости в долгосрочной перспективе, а также четко устанавливает связь между фундаментальной стоимостью компании и показателями финансовой отчетности. Также в работе проводится эконометрический анализ характеристик сделки, влияющих на создание либо разрушение фундаментальной стоимости.

Таким образом, целью настоящего исследования является анализ влияния сделок слияний и поглощений на фундаментальную стоимость компании-покупателя, функционирующей в странах БРИКС. Статья построена следующим образом: в первой части анализируются статистические данные, характеризующие динамику слияний и поглощений на развивающихся рынках капитала, что позволяет обосновать значимость этих рынков на рынках слияний и поглощений, а также важность слияний и поглощений как способов развития компаний. Во второй части представлен обзор литературы, относящейся к проблематике исследования, и выдвинуты гипотезы, предполагаемые к проверке. Третья часть посвящена описанию методологии исследования. В четвертом разделе представлено формирование выборки, на которой осуществлено тестирование гипотез. В пятой части осуществляется эмпирическая проверка гипотез на представленной выборке с помощью регрессионных моделей, и обсуждаются полученные результаты.

Слияния и поглощения на развивающихся рынках капитала

В последние годы на глобальных рынках в сфере слияний и поглощений наблюдался определенный спад. Анализ эффективности сделок слияний и поглощений агентства Boston Consulting Group (BCG) (Boston Consulting Group, 2013), основанный на методе избыточной доходности, показал, что в целом приобретение публичной компанией другой публичной компании привело к разрушению стоимости приобретающей компании, как в краткосрочном, так и в долгосрочном периоде¹.

С конца 2014 г. наметилась тенденция к оживлению рынка слияний и поглощений, который, по оценкам аналитиков, в 2015 г. может приблизиться к докризисному максимуму 2007 г. (Sehgal et al., 2015). При этом роль стран BRICS постоянно возрастает (Thomson Reuters, 2014). Несомненным лидером является Китай: 43% общего количества приобретаемых компаний и 37% компаний-покупателей в мире имеют китайскую «прописку». Бразилия занимает в рейтинге наиболее активных стран третье место – 11% и 6% соответственно (хотя доля Бразилии на рынке постепенно снижается), Россия – четвертое (4% и 5%). Среди стран с наиболее активно приобретаемыми компаниями Индия (3%) имеет такой же показатель, как и США.

Можно выделить несколько причин высокой активности компаний стран БРИКС в сделках слияний и поглощений. Во-первых, это высокие показатели доходности, присущие развивающимся рынкам. Как показало исследование (Boston Consulting Group, 2013), в целом сделки, в которых участвует по крайней мере одна компания с развивающегося рынка, превосходят по показателям сделки на развитых рынках капитала: показатель средней кумулятивной накопленной доходности (CAAR) в таких сделках равен 1,6%, в сравнении с 0,9% для сделок на развитых рынках².

1. BCG провела событийный анализ каждой сделки своей базы с помощью расчета кумулятивной избыточной доходности (CAR), при этом окно события составило семь дней до и после объявления о сделке. Расчет краткосрочных доходностей не искажается из-за других событий – существенное преимущество данного метода над другими способами оценки эффективности сделок слияний и поглощений, также есть основания утверждать, что CAR в среднем является надежным предсказателем долгосрочной результативности сделок. Были проанализированы сделки как в развитых, так и в развивающихся странах.

2. Событийное окно – 15 дней (семь дней до объявления о сделке и семь дней после него).

Во-вторых, это высокие, относительно развитых рынков, темпы экономического роста, что способствует слияниям и поглощениям, имеющим три ключевых инвестиционных мотива: доступ к энергетическим и природным ресурсам; доступ к быстрорастущим рынкам потребительских товаров и стремление компаний стран BRICS приобрести доступ к управленческим и производственным технологиям развитых рынков. Согласно Ханна и Палепу (Khanna, Palepu, 2009), распространение навыков, процессов и технологий на глобальном рынке приводит к сближению между развитыми рынками и быстрорастущими экономиками, однако пока этот разрыв существует, он сулит для компаний дополнительные стимулы к развитию.

Помимо доступа к технологиям, компании-покупатели из стран БРИКС могут иметь и специфические мотивы для осуществления сделок слияний и поглощений. Так, для китайских и индийских компаний важным мотивом для осуществления сделки может быть доступ к премиальным брендам компаний из развитых стран, что позволяет им дифференцироваться от конкурентов (Sehgal et al., 2015). В качестве примера такой сделки можно привести приобретение частным китайским автопроизводителем Geely премиального шведского производителя Volvo у Ford Motor Company в 2010 г. Эта сделка была призвана повысить конкурентоспособность компании на китайском рынке, где доминировали предприятия с государственным капиталом, и способствовать ее интернационализации. Для российских компаний распространенным мотивом для приобретения компаний являются выгоды вертикальной интеграции, а также возможность инвестировать накопленные денежные средства в недооцененные активы (этот мотив особенно сильно проявляется у компаний с государственным участием) (Мусатова, 2011).

Обзор эмпирических исследований

Как отмечалось выше, в эмпирических работах преобладают два подхода к анализу влияния слияний и поглощений на стоимость компаний. Оценка реакции рынка на объявления о сделках методом событийного анализа позволяет оценить краткосрочный эффект влияния этих сделок на стоимость вовлеченных компаний через изменение цен их акций в течение наблюдаемого периода. В целом авторы работ, оценивающих реакцию рынка на объявления о слияниях и поглощениях в странах БРИКС, приходят к выводу о положительном влиянии этой информации на цены акций. Так, Вонг с соавторами (Wong et al., 2009), исследует избыточную доходность 95 сделок слияний и 563 поглощений на азиатских рынках капитала, включая китайский, на временном промежутке с 2000 по 2007 г. до, во время и после объявления о сделке. Автор приходит к выводу, что в период до объявления о сделке CAAR приобретающей компании уже положительна (2,72%) и является статистически значимой на 10%-ном уровне значимости. Это означает, что инвесторы уже в момент слухов о сделке переоценивают ее эффективность и склонны скупать акции до официального объявления. По мере появления новой информации об условиях сделки или финансовой отчетности ее участников многие инвесторы меняют свою позицию, что отражается на значении средней накопленной доходности – в момент объявления о сделке она становится незначимой. Однако после объявления о сделке CAAR достигает пикового значения (9,2%), данный результат статистически значим на 1%-ном уровне. Можно сделать вывод, что в краткосрочном периоде информация о сделке оказывает положительное влияние на доходность акций азиатских компаний, участвующих в сделках слияний и поглощений.

В статье Чи с соавторами (Chi et al., 2011) выявлена специфика рынка Китая, обусловленная тем, что фондовый рынок находится под влиянием правительства КНР, а большая часть торгуемых на данный момент компаний в прошлом была в собственности государства. Проведенное на выборке из 1148 сделок в период 1998–2003 гг. исследование позволило установить, что в краткосрочном периоде (два дня до объявления о сделке и два дня после) сделки оказывают положительный эффект на накопленную избыточную доходность приобретающих компаний: она статистически значима и находится в промежутке от 0,27 до 0,52%. В долгосрочном периоде (шесть месяцев до и шесть месяцев после объявления) статистически значимого влияния выявить не удалось.

В работе Ивашковской, Шамраевой и Григориади (Ивашковская, Шамраева, Григориади, 2009) авторы тестируют гипотезы о положительном влиянии корпоративной диверсификации на стоимость компании на выборке из компаний стран BRICS (шесть бразильских, девять российских, 63 индийских и 50 китайских компаний). Результаты исследования позволяют констатировать преобладание положительных эффектов от корпоративной диверсификации, что подтверждает первую гипотезу, выдвинутую авторами, о том, что диверсификация не приводит к разрушению стоимости компании. Методом событийного анализа получены статистически значимые положительные значения накопленной избыточной доходности (CAR), как отдельно для стран Индии и Китая, так и для выборки по всем четырем странам BRIC. При использовании скорректированной рыночной модели значения накопленной избыточной доходности для компаний стран BRIC составили 7,06%; отдельно для Индии – 9,95%, данные результаты оказались значимы на 1%-ном уровне значимости; отдельно для Китая – 4,16%, результат значим на уровне значимости 13,24%. Также авторы проверяют вторую гипотезу о том, что корпоративная диверсификация не ведет к разрушению стоимости компании, независимо от типа диверсификации, и приходят к выводу, что данная гипотеза не может быть отвергнута. Для сделок связанной диверсификации авторы получили значение накопленной избыточной доходности – 9,47%, результат значим на уровне значимости 0,32%, по сделкам несвязанной диверсификации – 5,93%, на уровне значимости 3,98%. Гипотеза подтвердилась и для отдельных выборок по индийским и китайским компаниям.

В эмпирическом исследовании финансового сектора стран БРИКС Григорьева и Гринченко (Григорьева, Гринченко, 2013) анализировали влияние сделок слияний и поглощений на стоимость приобретающих компаний. Исследование построено на временном периоде с 2000 по 2012 г., что позволяет проанализировать влияние финансового кризиса 2008–2009 гг. на эффективность сделок. На выборке из 264 сделок было выявлено их положительное влияние на стоимость приобретающих компаний на краткосрочном временном горизонте. Были получены статистически значимые положительные значения накопленной избыточной доходности для компаний Бразилии, Индии, Китая и Южной Африки. Что касается российских сделок, значения накопленной избыточной доходности оказались отрицательными. Однако следует учитывать небольшие размеры данной выборки – семь сделок, что не позволяет сделать однозначный вывод. Авторы также выявили детерминанты эффективности сделок слияний и поглощений, которые оказались примерно схожими для всех стран БРИКС: способ оплаты сделки, относительный размер сделки, наличие нематериальных активов у компании-покупателя, опыт в проведении слияний и поглощений, а также разница в характеристиках стран.

Работы, оценивающие влияние слияний и поглощений на стоимость компаний на основе показателей их финансовой отчетности, демонстрируют неоднозначность такого влияния. Так, в статье Мантравади и Редди (Mantravadi, Reddy, 2008) проведен анализ финансовых показателей индийских приобретающих компаний различных отраслей в период с 1991 по 2003 г. Авторы приходят к выводу, что подобные сделки приводят к небольшому увеличению рентабельности компаний в финансовой и банковской сфере, в то время как фармацевтическая, текстильная и электротехническая отрасли столкнулись со снижением операционной рентабельности и отдачи на инвестиции. В химической и сельскохозяйственной отраслях слияния и поглощения привели к значительному спаду как операционной рентабельности, так и рентабельности инвестиций. Данные результаты соотносятся с выводами Кумар (Kumar, 2009): основываясь на выборке из 30 сделок, проведенных в 1992–2002 гг., автор приходит к выводу, что после совершения сделки отдача на капитал (ROCE), оборачиваемость активов и показатель отношения долга к капиталу приобретающих компаний не улучшаются. Однако Мантравади и Редди пришли к выводу, что индийские компании, совершившие сделки в период с 1992 по 1995 г., имели показатели рентабельности после совершения сделки выше, чем среднеотраслевые. Это совпадает с выводами Рамакришна (Ramakrishnan, 2008), основанными на анализе 87 сделок в Индии в период с 1996 по 2002 г. В работе Рани, Ядав и Джейн (Rani et al., 2014) проанализировано влияние внутренних и международных сделок слияний и поглощений на благосостояние индийских компаний-покупателей в период 2003–2008 гг. Авторы заключили, что оба типа сделок приводят к росту благосостояния приобретающей

компании, но избыточная доходность международных сделок выше, чем внутренних.

В исследовании Григорьевой и Троицкого (Григорьева, Троицкий, 2012) авторы оценивают влияние слияний и поглощений на операционную эффективность компаний стран БРИКС в период с 2005 по 2009 г. Авторы выявили рост операционных показателей компаний (EBITDA/Sales) в связи со сделками слияний и поглощений спустя два года после их проведения.

В статье Григорьевой и Петруниной (Grigorieva, Petrunina, 2013) авторами были применены оба подхода: оценка в краткосрочном периоде была проведена методом событийного анализа, а в долгосрочном – на основе финансовой отчетности. Анализируя выборку из 80 сделок, совершенных компаниями на развивающихся рынках капитала в период 2002–2009 гг., авторы приходят к выводу, что сделки разрушают стоимость приобретающей компании. Результаты анализа долгосрочных показателей продемонстрировали отрицательную связь между финансовыми показателями до и после проведения сделки. В частности, для показателя EBITDA/Sales разница составила -3,3%. Результаты для краткосрочной оценки влияния сделок на стоимость компании показали, что объявление о сделке приводит к высоким доходностям для приобретенных компаний, в то время как для приобретающих компаний доходности варьируются в зависимости от длительности окна события.

Йук (Yook, 2000) оценивает влияние сделок слияний и поглощений на стоимость компании с помощью показателя экономической добавленной стоимости (Economic Value Added – EVA). На выборке из 75 сделок автор приходит к выводу, что такие сделки приводят к разрушению стоимости компании. Медианное значение показателя EVA за пять лет до совершения сделки составляет 3 млн долл., в то время как медианное значение данного показателя через пять лет после совершения сделки составляет 27 млн долл. Когда же Йук принимает в расчет динамику отрасли, разница становится незначительной. На второй стадии анализа автор исключает премию за сделку из капитала компании-покупателя, что в результате показывает, что показатель EVA, скорректированный на отраслевые показатели, после совершения сделки характеризуется незначительным ростом.

В статье Гэст и соавторов (Guest et al., 2010) для анализа влияния сделок слияний и поглощений используются методы событийного анализа, анализа финансовой отчетности и оценка влияния сделок на фундаментальную стоимость компании на основе модели остаточной прибыли. Исследование проводится по данным 303 сделок слияний и поглощений в Великобритании, осуществленных в период с 1985 по 1996 г. Авторы приходят к выводу, что влияние сделок слияний и поглощений на фундаментальную стоимость является отрицательным, однако результаты оказываются статистически незначимыми. Данные результаты расходятся с результатами влияния сделок на финансовые показатели компаний, которые оказываются положительными и статистически значимыми. Эффект сделок слияний и поглощений на доходность акций оказывается отрицательным и статистически значимым.

Хотя модель остаточной прибыли достаточно редко применяется для оценки влияния сделок слияний и поглощений на фундаментальную стоимость компаний, а на развивающихся рынках капитала такие исследования почти не проводились, следует отметить, что во многих работах эта модель тестировалась в различных эмпирических исследованиях, что позволяет судить о ее преимуществах.

Одной из первых работ, в которой модель остаточной прибыли была проанализирована с точки зрения использования ее на практике, была статья Дечоу и соавторов (Dechow et al., 1999). Сопоставив модель остаточной прибыли с другими известными моделями оценки стоимости компании, авторы высоко оценили ее потенциал для последующих эмпирических исследований. Во-первых, модель создает базу для объединения большого количества предшествующих моделей оценки стоимости компании, основанных на балансовой стоимости капитала, чистой прибыли и краткосрочных прогнозах чистой прибыли, подтверждая предположения о взаимосвязи между текущими показателями финансовой отчетности

и будущими остаточными прибылями. Во-вторых, как подчеркивают авторы статьи, модель представляет собой отправную точку для последующих исследований в данной области. Так, например, Фельтэм и Ольсон (Feltham, Ohlson, 1995) развивают данную модель с учетом роста и бухгалтерского консерватизма (accounting conservatism)¹. И в-третьих, RIV показывает, что модели оценки стоимости компании, прямо фокусирующиеся на прогнозе будущих избыточных прибылей, не требуют прогнозирования периода будущих дивидендных выплат.

В статье Феррейра с соавторами (Ferreira et al., 2008) проводится сравнение поведения трех моделей оценки стоимости компании на развивающихся рынках капитала – модели остаточной прибыли (RIV), модели аномального роста прибыли (abnormal earnings growth – AEG) и модели свободного денежного потока (free cash flow model – FCF) – для компаний, акции которых торгуются на фондовой бирже Сан-Паулу (BOVESPA), в период с 1995 по 2002 г. Авторы приходят к выводу, что модель RIV обладала наибольшей объясняющей силой для данных с 1995 по 1999 г., что указывает на преимущество балансовых показателей стоимости компании перед рыночными в рассматриваемый период. Данный факт объясняется характерными для того времени особенностями бразильского фондового рынка, а именно строгой регулируемостью бухгалтерского учета, юридическими рамками, устанавливаемыми государством, высокой концентрацией рынка капитала, и финансированием компаний в основном за счет банковских ссуд. В работе показано, что в 2000 г. рынок меняется, происходит рост числа торгуемых на BOVESPA компаний, что приводит к тому, что модель AEG становится эквивалентной модели остаточной прибыли. Модель FCF оказалась наименее продуктивной.

Высокая объясняющая способность модели остаточной прибыли были подтверждена и другими исследованиями. Так, Френкель и Ли (Frankel, Lee, 1998) выявили, что в большинстве стран оценки, полученные с помощью модели остаточной прибыли, объясняют более 70% вариации данных пространственного типа. Поскольку модель определяет стоимость компании такими показателями, как балансовая стоимость капитала, чистая прибыль и размер дивидендов, то важна объясняющая сила для этих переменных. Как показывает работа Хенд и Лендсман (Hand, Landsman, 1998), регрессии, построенные для данных переменных, имеют более чем 80%. В статье Волкова и Березинец (Волков, Березинец, 2006) тестировалась достоверность моделей оценки собственного капитала, основанных на бухгалтерских показателях, на выборке российских компаний в период 2000–2005 гг. Протестировав пять балансовых моделей оценивания стоимости собственного капитала, в том числе модель остаточной прибыли, авторы установили их достоверность и высокую объясняющую силу.

В работе Бухвалова и Акулаевой (Бухвалов, Акулаева, 2014) была поставлена задача поиска модели оценивания российских компаний, пригодной для большинства отраслей экономики. Авторы предлагают модификацию модели эмпирической фундаментальной стоимости, предложенной Ольсон (Ohlson, 1985), и приводят результаты расчетов по данной модели для российских компаний за 2011–2013 гг. Авторы приходят к выводу, что фундаментальная оценка компаний соответствует стратегической стоимости в большей степени, чем их наблюдаемая рыночная капитализация.

Несмотря на некоторые расхождения в результатах, объясняемые различиями в характеристиках стран, компаний и анализируемых периодах, а также разными методическими подходами, в целом исследователи приходят к общему выводу о положительном влиянии сделок слияний и поглощений на стоимость компании. В соответствии с этим выводом будут выдвигаться основные гипотезы данного исследования.

Гипотеза 1. Сделки слияний и поглощений компаний на развивающихся рынках капитала группы стран БРИКС приводят к росту их фундаментальной стоимости. Эта гипотеза соответствует большинству результатов рассмотренных выше исследований. Для ее проверки будут использоваться результаты оценивания по модели остаточной прибыли.

1. Бухгалтерский консерватизм предполагает, что для признания доходов должны быть более веские основания, чем для признания расходов. Можно сказать, что это готовность скорее понести убытки, чем получить прибыль. Этот принцип утверждает, что доходы должны отражаться в учете только тогда, когда возникает обоснованная необходимость их возникновения.

Гипотеза 2. Международные сделки слияний и поглощений приводят к большему росту фундаментальной стоимости компании, осуществляющей деятельность на финансовых рынках группы стран БРИКС, чем внутренние сделки. Данная гипотеза основывается на предположении о том, что, выйдя на международный рынок, компания получает возможность перенять опыт зарубежных конкурентов, получить доступ к специфическим технологиям, укрепить бренд. Она также соответствует выводам, к которым многие авторы (Rani et al., 2014; Григорьева, Гринченко, 2013). Для проверки данной гипотезы в эконометрическом факторном анализе будет анализироваться эффект независимой дамми-переменной dom .

Гипотеза 3. Размер приобретающей компании отрицательно влияет на эффект на фундаментальную стоимость компании в результате сделок слияний и поглощений, инициированных компаниями из стран группы БРИКС. Согласно теории экономии на масштабе предполагается, что менее крупная компания-покупатель должна больше выигрывать от осуществления сделки, чем более крупная компания. Кроме того, чем меньше компания-покупатель и чем меньше компания-цель, тем проще компании-покупателю интегрировать ее в свою деятельность (Григорьева, Гринченко, 2013). Для проверки данной гипотезы будет использоваться количественная переменная $predmarkcap$, отражающая рыночную капитализацию приобретающей компании до проведения сделки.

Гипотеза 4. Размер сделки отрицательно влияет на эффект на фундаментальную стоимость компании в результате сделок слияний и поглощений, инициированных компаниями из стран группы БРИКС. Предполагается, что большие затраты на проведение сделки ведут к ухудшению финансовых и операционных показателей компании, что в итоге отрицательно отражается на ее фундаментальной стоимости. Для проверки данной гипотезы используются переменные $dealval$ (стоимость сделки), $dtottargval$ (стоимость компании-цели), $modfeeinc$ (запланированные комиссионные доходы), отражающие стоимостные характеристики сделки.

Гипотеза 5. Тип сделки оказывает влияние на фундаментальную стоимость компании из стран группы БРИКС. Данная гипотеза будет проверяться с помощью фиктивных переменных, характеризующих тип сделки: $dtypeascq$ (поглощение), $dtypecapincr$ (увеличение доли в капитале), $dtypeminorstake$ (приобретение миноритарного пакета акций).

Гипотеза 6. Тип финансирования сделки оказывает влияние на фундаментальную стоимость компании. Данная гипотеза будет проверяться с помощью фиктивных переменных, отвечающих за тип финансирования сделки: $dfincapincr$ (увеличение капитала), $dfincapinj$ (вливание капитала), $dfinconvert$ (выпуск конвертируемых ценных бумаг), $dfinnewbankfac$ (привлечение дополнительного банковского финансирования), $dfinprivplac$ (частное (закрытое) размещение ценных бумаг).

Гипотеза 7. Оплата сделки денежными средствами положительно влияет на фундаментальную стоимость приобретающей компании. Предполагается, что по сравнению с оплатой сделок с помощью долговых обязательств и акций, сделки, оплаченные денежными средствами, имеют более легкие условия проведения и оказывают положительный эффект на финансовые показатели компании. Для проверки данной гипотезы используется фиктивная переменная $dmpaymcash$ (оплата сделки денежными средствами).

Гипотеза 8. Оплата сделки посредством долговых обязательств или акций приводит к разрушению фундаментальной стоимости приобретающих компаний из стран группы БРИКС. Для проверки данной гипотезы используются фиктивные переменные $dmpaymconvdt$ (оплата сделки с помощью конвертируемого долга), $dmpaymdtassum$ (оплата сделки с помощью долга), $dmpaymshar$ (оплата сделки акциями).

Гипотеза 9. Оплата сделки с помощью отсроченного платежа или выплаты по результатам приводит к созданию фундаментальной стоимости приобретающих компаний из стран группы БРИКС. Данная гипотеза проверяется с помощью переменных $dmpaymdefpaym$ (оплата сделки с помощью отсроченного платежа) и $dmpaymeout$ (выплата по результатам). Предпо-

лагается, что сделки, оплаченные методом «выплата по результатам», позволяют снизить риск неблагоприятного отбора, так как вторая часть оплаты сделки производится по результатам деятельности приобретенной компании. Таким образом, сделки, оплаченные данным методом, приводят к созданию фундаментальной стоимости для приобретающих компаний (Barbopoulos, Sudarsanam, 2012).

Гипотеза 10. Отрасль приобретающей компании оказывает влияние на фундаментальную стоимость приобретающей компании. Для проверки данной гипотезы будет анализироваться влияние переменных, отражающих принадлежность компании к той или иной отрасли.

Методология исследования

Для оценки влияния сделки слияния или поглощения на фундаментальную стоимость компании определяется разница между ожидаемой фундаментальной стоимостью приобретающей компании до сделки (pre-acquisition expected fundamental value, V_{pre}) и «реализованной» фундаментальной стоимостью компании после сделки (realised post acquisition fundamental value, V_{post}). Если сделки создают фундаментальную стоимость для компании, тогда «реализованная стоимость» должна быть выше ожидаемой. В качестве базовой модели для проведения исследования выбрана модель остаточной прибыли (RIV), разработанная Ольсон (Ohlson, 1995)¹. В ее основе лежит предположение, что фундаментальная стоимость собственного капитала компании состоит из двух ключевых компонентов: балансовой стоимости собственного капитала на момент оценки и дисконтированного потока остаточных прибылей, которые обеспечивают прирост фундаментальной ценности над балансовой стоимостью собственного капитала.

Фундаментальная стоимость равна приведенной стоимости ожидаемых дивидендных выплат (Feltham, Ohlson, 1995):

$$V_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[D_{t+i}]}{(1+r_e)^i}, \quad (1)$$

где V_t – фундаментальная оценка акций компании в момент t ; $E_t[\]$ – ожидание, основанное на информации, доступной в момент t ; D_{t+i} – дивидендные выплаты в момент $t+i$; r_e – стоимость собственного капитала.

Изменения балансовой стоимости собственного капитала отражаются в финансовой отчетности компании следующим образом:

$$B_t = B_{t-1} + N_t - D_t, \quad (2)$$

где B_t , B_{t-1} – балансовая стоимость собственного капитала в моменты t и $t-1$; N_t – чистая прибыль в момент t , D_t – дивидендные выплаты в момент t .

Объединив выражения (1) и (2) и выразив дивидендные выплаты через будущие прибыли и балансовую стоимость собственного капитала, получаем следующее уравнение для фундаментальной стоимости:

$$V_t = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[N_{t+i} - r_e \times B_{t+i-1}]}{(1+r_e)^i} - \frac{E_t[B_{t+\infty}]}{(1+r_e)^{\infty}}. \quad (3)$$

Предполагается, что последняя часть уравнения (3) равна нулю (Guest et al., 2010). Второе слагаемое правой части уравнения – приведенная стоимость будущих остаточных прибылей. Таким образом, уравнение (3) можно переписать следующим образом:

$$V_t = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[N_{t+i} - r_e \times B_{t+i-1}]}{(1+r_e)^i}. \quad (4)$$

Для практического использования уравнения (4) необходим конечный горизонт прогнозирования, основанный на предположении о терминальной стоимости. Для этого применяется следующая модификация модели (Guest et al., 2010):

1. Ольсон в своих работах опирался на исследование Эдвардс и Бэлл (Edwards, Bell, 1961), поэтому модель известна также как Edward-Bell-Ohlson (EBO).

$$V_t = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[N_{t+1} - r_e \times B_{t+i-1}]}{(1+r_e)^i} + \frac{E_{t+T}[N_{t+T} - r_e \times B_{t+T-1}]}{(1+r_e)^{i+T-1} \times r_e}. \quad (5)$$

Третье слагаемое правой части уравнения (5) представляет собой «терминальную стоимость», рассчитанную как сумму избыточных прибылей в период $t+T$, дисконтированных на бесконечности в предположении об отсутствии последующего роста балансовой стоимости капитала после периода T .

Оценка влияния слияния или поглощения на фундаментальную стоимость основывается на модели, описанной уравнением (5). В качестве прогнозируемого периода используются четыре отчетных периода с момента совершения сделки, что соответствует обычно применяемому для исследований на основе финансовой отчетности промежутку времени (Григорьева, Троицкий, 2012).

Для того чтобы получить фундаментальную стоимость приобретающей компании после совершения сделки (V_{post}), уравнение (5) было модифицировано следующим образом:

$$V_{post} = B_{-1} + \frac{N_0 - r_e \times B_{-1}}{(1+r_e)} + \frac{N_1 - r_e \times B_0}{(1+r_e)^2} + \frac{N_2 - r_e \times B_1}{(1+r_e)^3} + \frac{N_3 - r_e \times B_2}{(1+r_e)^3 \times r_e}. \quad (6)$$

Первое слагаемое представляет собой балансовую стоимость капитала в период -1, последний отчетный период перед совершением слияния. Период 0 – это год консолидации компаний, первый отчетный период после проведения сделки. Второе, третье и четвертое слагаемые представляют собой остаточные прибыли в периоды 0, 1 и 2. Пятое слагаемое описывает терминальную стоимость, которая равна избыточной прибыли периода 3, дисконтированной на бесконечности.

При финансировании сделок слияний и поглощений с помощью акций компания-покупатель обычно выпускает для этих целей новые акции. Эмиссия новых акций может, при росте фундаментальной стоимости компании в целом, снизить ее в расчете на одну акцию. Таким образом, для получения более сопоставимых результатов следует акцентировать внимание на влиянии сделки не на общую фундаментальную стоимость компании, а на фундаментальную стоимость на акцию (Penman, 2007). Для этого каждое слагаемое уравнения (6) делится на число акций:

$$V_{post} = B_{-1} + \frac{EPS_0 - r_e \times BPS_{-1}}{(1+r_e)} + \frac{EPS_1 - r_e \times BPS_0}{(1+r_e)^2} + \frac{EPS_2 - r_e \times BPS_1}{(1+r_e)^3} + \frac{EPS_3 - r_e \times BPS_2}{(1+r_e)^3 \times r_e}, \quad (7)$$

где BPS – балансовая стоимость капитала на одну обыкновенную акцию, EPS – чистая прибыль на акцию.

Для того чтобы избежать «шумов чистого прироста»¹ при расчете фундаментальной стоимости компании после совершения сделки, слагаемые, отражающие балансовую стоимость капитала в период -1 и остаточную стоимость в период 0 (первое и второе слагаемые уравнения (7)) в дальнейшем заменяются балансовой стоимостью и дивидендами периода 0 (Penman, 2007):

$$V_{post} = \frac{DPS_0}{(1+r_e)} + \frac{BPS_0}{(1+r_e)} + \frac{EPS_1 - r_e \times BPS_0}{(1+r_e)^2} + \frac{EPS_2 - r_e \times BPS_1}{(1+r_e)^3} + \frac{EPS_3 - r_e \times BPS_2}{(1+r_e)^3 \times r_e}, \quad (8)$$

где DPS – дивиденд на акцию.

Для расчета ожидаемой фундаментальной стоимости до совершения сделки прогнозируются такие же составляющие, как в уравнении (8) для года до совершения сделки (период -1) (Guest et al., 2010):

1. BCG провела событийный анализ каждой сделки своей базы с помощью расчета кумулятивной избыточной доходности (CAR), при этом окно события составило семь дней до и после объявления о сделке. Расчет краткосрочных доходностей не искажается из-за других событий – существенное преимущество данного метода над другими способами оценки эффективности сделок слияний и поглощений, также есть основания утверждать, что CAR в среднем является надежным предсказателем долгосрочной результативности сделок. Были проанализированы сделки как в развитых, так и в развивающихся странах.

$$V_{pre} = \frac{E_{-1}(DPS_0)}{(1+r_e)} + \frac{E_{-1}(BPS_0)}{(1+r_e)} + \frac{E_{-1}(EPS_1 - r_e \times BPS_0)}{(1+r_e)^2} + \frac{E_{-1}(EPS_2 - r_e \times BPS_1)}{(1+r_e)^3} + \frac{E_{-1}(EPS_3 - r_e \times BPS_2)}{(1+r_e)^3 \times r_e}. \quad (9)$$

Ожидания в уравнении (9) рассчитываются, основываясь на предположении об отсутствии сделки (или неосведомленности аналитика о ней). Сравнение уравнений (8) и (9) дает оценку влияния сделки слияния и поглощения на фундаментальную стоимость на акцию приобретающей компании:

$$\Delta V = V_{post} - V_{pre}. \quad (10)$$

Если $\Delta V > 0$ сделка приводит к созданию стоимости для акционеров приобретающей компании.

Для того чтобы данная оценка была сопоставима для разных компаний, используется процентный прирост стоимости для каждой приобретающей компании:

$$\% \Delta V = \frac{(V_{post} - V_{pre})}{V_{pre}}. \quad (11)$$

Данный подход базируется на идее Мортон и Нейл (Morton, Neil, 2000), которые оценивают влияние корпоративной реструктуризации на фундаментальную стоимость компании.

Практическое применение предложенного подхода базируется на следующих предпосылках.

Для оценки стоимости компании до проведения сделки производится расчет будущих прибылей на акцию (EPS) путем умножения прогнозного значения рентабельности собственного капитала ROE на предсказанное значение балансовой стоимости капитала на акцию (BPS) на начало года для каждого будущего периода. В качестве прогнозного значения ROE используется среднее значение ROE для приобретающей компании в период с -3 года по -1 год. Такой подход к прогнозированию будущих показателей ROE согласуется с исследованиями прибыльности сделок слияний и поглощений и предшествующими данной работе применениями модели RIV (Frankel, Lee, 1998; Guest et al., 2010).

Балансовая стоимость капитала на акцию (BPS) для периода 0 рассчитывается как балансовая стоимость капитала на акцию в период -1, к которой прибавляется прогнозное значение EPS в период 0 и вычитается прогнозное значение дивидендов в период 0. Для расчета балансовой стоимости капитала на акцию для года 1 используется расчетное значение BPS для периода 0, к которому прибавляется предсказанное значение EPS и вычитается ожидаемое значение дивидендов на акцию (DPS) для года 1, и так далее для периодов 2 и 3.

Для расчета будущих дивидендов на акцию (DPS) используется прогнозное значение EPS, умноженное на расчетное значение коэффициента дивидендных выплат (среднее значение коэффициента дивидендных выплат с периода -3 до периода -1). Если в какой-нибудь период компания получает отрицательную прибыль (убытки), этот период исключается из расчетов. В случаях, если компания получает отрицательную прибыль все периоды до совершения сделки и если предсказанное значение EPS отрицательно, предполагается, что будущие дивиденды равны дивидендам периода -1.

В качестве стоимости капитала используется изменяющаяся во времени ставка дисконтирования, специфичная для каждой отдельно взятой компании, рассчитанная с помощью модели оценки капитальных активов CAPM. Для построения модели CAPM используются данные сайта Damodaran Online: бета и премия за риск. Ввиду специфики развивающихся рынков капитала, при расчете стоимости капитала учтена премия за страновой риск в соответствии с методикой (Damodaran, 2009). В качестве безрисковой процентной ставки используются доходности казначейских облигаций США. Стоимость капитала, рассчитанная для периода -1, используется для расчета прогнозируемой фундаментальной стоимости компании до проведения сделки, в то время как для расчета фундаментальной стоимости компании после проведения сделки используется среднее значение с нулевого до третьего периода.

Если терминальная стоимость отрицательная, она заменяется нулевым значением (как для

pre- так и для post-анализа), так как в долгосрочном периоде менеджеры не рассчитывают инвестировать в проекты с отрицательной чистой приведенной стоимостью.

Если приобретающие компании заканчивают свое существование в течение четырех лет после совершения сделки, тогда год «смерти» компании становится конечным периодом анализа, и расчет терминальной стоимости производится так же, как для «выживших» компаний-покупателей в конце третьего периода.

Описание выборки исследования

Для проведения исследования используются данные по сделкам слияний и поглощений, проведенным компаниями стран, составляющих группу BRICS. При формировании выборки сделок была использована база данных Zephyr (Bureau van Dijk). При поиске финансовой информации по приобретающим компаниям использовалась база данных Thomson Reuters Advanced Analytics, ресурсы Bloomberg и финансовая отчетность анализируемых компаний.

В исследуемую выборку вошли сделки, завершенные в период с января 2009 по март 2012 г. компаниями из стран групп БРИКС. Выбранный временной интервал представляет собой максимальный период времени, для которого можно было найти необходимую финансовую информацию для расчета и прогнозирования фундаментальной стоимости компании в модели остаточной прибыли.

Для формирования итоговой выборки были использованы следующие критерии:

- ◆ Характеристики приобретающей компании – публичная акционерная компания, акции которой котируются на фондовой бирже. В выборку включались публичные компании, финансовая отчетность которых находилась в открытом доступе, и необходимые данные о которых могли быть получены из указанных выше баз данных.
- ◆ Статус сделки. В выборку были включены только завершенные сделки.
- ◆ Минимальная стоимость сделки. В выборку были включены сделки, минимальный размер которых составил 100 млн долл.

В выбранный временной интервал компаниями стран BRICS было совершено 473 сделки, соответствующих вышеперечисленным критериям (Бразилия – 89, Россия – 133, Индия – 55, Китай – 174, ЮАР – 22). Ввиду отсутствия данных по анализируемым показателям выборка была сокращена до 385 сделок. При анализе были выделены группы сделок, проведенных приобретающими компаниями подряд в короткий срок (до 1 месяца). Так как расчеты по данным сделкам могли привести к повторным или смещенным результатам, такие сделки были объединены и рассматривались далее как одна сделка. Результирующая выборка состоит из 366 сделок (рис. 1).

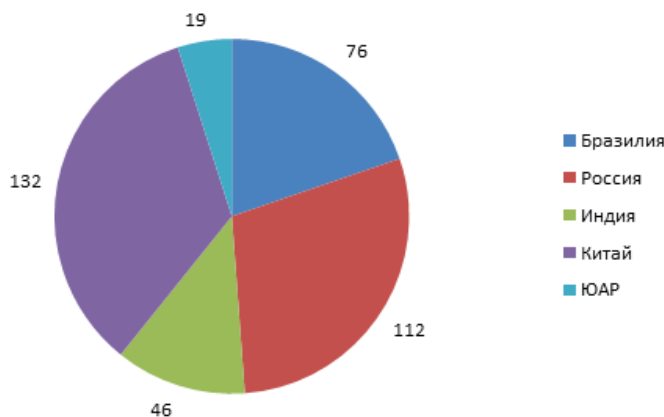


Рисунок 1. Распределение сделок в выборке по странам

Качественные и количественные характеристики анализируемых сделок представлены в таблице 1.

Качественные и количественные характеристики сделок в выборке

Характеристика	Значение
Направленность сделки (% от общего количества)	
- внутренние сделки	82,0
- международные сделки	18,0
Год осуществления сделки	
- 2009	37,2
- 2010	30,0
- 2011	29,2
- 2012 (январь-март)	3,6
Тип сделки (% от общего количества)	
- поглощение	67,8
- приобретение миноритарного пакета акций	15,3
- увеличение капитала в компании-цели	12,3
- другие	4,6
Финансирование сделки (% от общего количества)	
- увеличение капитала	23,2
- частное (закрытое) размещение	11,2
- другие	65,6
Способ оплаты сделки (% от общего количества)	
- денежные средства	39,3
- акции	20,0
- отсроченный платеж	5,2
- долг	3,0
- выплата по результатам	1,6
- другие	30,9
Отрасль приобретающей компании (% от общего количества)	
- финансовый сектор	16,4
- нефтегазовая промышленность	9,6
- телекоммуникации	7,7
- недвижимость	5,7
- сталелитейная промышленность	4,9
- производство энергии	4,9
- добыча металлов	4,9
- производство строительных материалов	4,1
- пищевая промышленность	3,0
- другие	38,8
Средние значения по стоимостным показателям сделок	
- средняя стоимость сделки, млн евро	583,8
- средняя стоимость компании – цели, млн евро	1 744,6
- средняя рыночная капитализация приобретающей компании до проведения сделки, млн евро	49 287,1
- средняя приобретенная доля, %	65,04
- средняя величина премии за поглощение, млн евро	4,4

Результаты оценки влияния сделки слияния и поглощения на фундаментальную стоимость приобретающей компании

В таблице 2 отображены результаты расчетов оценки влияния сделки на фундаментальную стоимость на акцию по странам: положительный эффект сделки при $\Delta V > 0$ и отрицательный эффект при $\Delta V < 0$ ¹.

1. В модели предполагалось, что если терминальная стоимость отрицательная, она заменяется нулевым значением (как для pre- так и для post- анализа). Результаты расчетов в отсутствие такого предположения подтвердили результаты, приведенные в таблице 2.

Результаты расчетов оценки влияния сделки на фундаментальную стоимость

Страна	Общее количество сделок	Сделки с положительным значением ΔV	Сделки с отрицательным значением ΔV
Бразилия	76	57	19
Россия	97	76	21
Индия	46	38	8
Китай	128	106	22
ЮАР	19	18	1
Итого	366	295	71

Представленные в таблице 2 результаты показывают преобладание создающих стоимость сделок над сделками, разрушающими стоимость. Из 366 анализируемых сделок, проведенных компаниями стран БРИКС, 295 (80 %) привели к росту фундаментальной стоимости на акцию, рассчитанную с помощью модели RIV, а 71 сделка привела к разрушению данной стоимости. Рассчитав для V_{pre} и V_{post} t -критерий Стьюдента, мы получили значение 2,337 при уровне значимости 5%, что говорит о том, что наблюдаемые различия в фундаментальной стоимости на акцию статистически значимы. Таким образом, гипотеза 1 данного исследования не может быть отвергнута на 5%-ном уровне значимости.

Для оценки влияния различных характеристик сделки на значение рассчитанного эффекта от данной сделки ΔV использовалась оценка методом наименьших квадратов следующего уравнения регрессии:

$$difinvalue = \beta X_i + \varepsilon_i, \quad (12)$$

где $difinvalue$ – зависимая переменная, которая представляет собой рассчитанные значения разницы между фундаментальной стоимостью на акцию приобретающей компании после и до сделки для i -й сделки, β – вектор параметров; X_i – вектор независимых переменных, который представляет собой характеристики i -й сделки; ε_i – ошибка модели.

Полный перечень регрессоров и их описание представлены в таблице 3. Регрессоры были выбраны на основании работ Мантравади и Редди (Mantravadi, Reddy, 2008), однако их перечень был увеличен для того, чтобы обеспечить возможность проверки всех гипотез, выдвинутых на основе изучения литературы. Изучение этих факторов также имеет практический аспект, так как позволяет менеджменту компаний определять, каким образом можно достичь наибольшего эффекта при планировании и осуществлении сделок слияний и поглощений.

Таблица 3

Перечень переменных и их характеристики

Название переменной	Описание
difinvalueperc	Процентный прирост стоимости для каждой приобретающей компании: $\% \Delta V = \frac{(V_{post} - V_{pre})}{V_{pre}}$
Зависимые переменные	
difinvalue	Оценка влияния сделки слияния и поглощения на фундаментальную стоимость на акцию приобретающей компании: $\Delta V = V_{post} - V_{pre}$
Eff	Эффект влияния сделки слияния и поглощения на создание или разрушение фундаментальной стоимости на акцию приобретающей компании: 1 – при > 0 ; 0 – при < 0
Регрессоры	
dom	Страна сделки: 1 – внутренняя сделка (страна компании-цели соответствует стране компании-покупателя); 0 – международная сделка (страна компании-цели отличается от страны компании-покупателя)

comdealyr	Год совершения сделки: 2009–2012
dealval	Стоимость сделки, тыс. евро
dtottargval	Стоимость компании-цели, тыс. евро
modfeeinc	Величина премии за поглощение, тыс. евро
acqstake	Приобретенная доля, %
predmarkcap	Рыночная капитализация приобретающей компании до проведения сделки, тыс. евро
Фиктивные переменные	1 – соответствующее определение; 0 – другое
Тип сделки	
dtypeacq	Поглощение
dtypecapincr	Увеличение капитала
dtypeminorstake	Приобретение миноритарного пакета акций
Финансирование сделки	
dfincapincr	Увеличение капитала
dfincapinj	Вливание капитала
dfinconvert	Выпуск конвертируемых ценных бумаг
dfinnewbankfac	Дополнительные банковские займы
dfinprivplac	Частное (закрытое) размещение
Отрасль приобретающей компании	
indusairtrans	Воздушные перевозки
indusbank	Банковский сектор
induschem	Химическая промышленность
induscoal	Угольная промышленность
indusconstrsup	Строительные материалы
indusfinsvcs	Финансовые услуги
indusfdproc	Пищевая промышленность
indusmach	Машиностроение
indusmetmin	Добыча металлов
indusoilgas	Нефтегазовая промышленность
induspow	Энергетическое производство
indusrealest	Недвижимость
indussteel	Сталелитейная промышленность
industelec	Телекоммуникации
Способ оплаты сделки	
dmpaymcash	Денежные средства
dmpaymconvdt	Конвертируемый долг
dmpaymdtassum	Долг
dmpaymdefpaym	Отсроченный платеж
dmpaymeout	Выплата по результатам
dmpaymshar	Акции

Из 35 регрессоров значимыми оказались семь качественных характеристик сделок, отраженных в модели с помощью фиктивных переменных. Результаты оценивания модели методом наименьших квадратов со значимыми переменными представлены в таблице 4.

Таблица 4

Результаты оценивания модели зависимости значения эффекта сделки (от ее качественных и количественных характеристик (МНК-оценка, зависимая переменная **difinvalue**)

Переменная	Коэффициент	Стандартная ошибка	t-статистика	P-значение
const	-33,394	55,949	-0,5969	0,5510
dtypecapincr	1445,30	523,289	2,7620	0,0061***
dtypeminorstake	848,623	348,571	2,4346	0,0154**

dfinconvert	-815,814	300,239	-2,7172	0,0069***
dfinprivplac	-1 411,760	494,767	-2,8534	0,0046***
indusbank	1 445,240	523,829	2,7618	0,0061***
induspow	-348,993	140,579	-2,4825	0,0135**
dmpaymconvdt	-1 428,34	573,516	-2,4905	0,0132**
Среднее зависимой переменной	290,855		Среднее отклонение зависимой переменной	1 615,318
Сумма квадратов остатков	7,44e+08		Стандартная ошибка модели	1 494,659
R-квадрат	0,1614		Скорректированный R-квадрат	0,1438
Лог. правдоподобие	-2 972,402		Критерий Акаике	5 960,805
Критерий Шварца	5 991,460		Критерий Хеннана-Куинна	5 973,018

Примечание. ** – переменная значима на 5%-ном уровне значимости; *** – на 1%-ном уровне.

Из группы факторов, отражающих тип сделки, значимыми оказались увеличение капитала (dtyescapincr, значим на 1%-ном уровне значимости) и приобретение миноритарного пакета акций (dtyeminorstake, значим на 5%-ном уровне значимости). Обе фиктивные переменные оказывают положительное влияние на зависимую переменную. Это означает, что в рамках рассматриваемой выборки сделки этих типов характеризуются большим приростом фундаментальной стоимости компании на акцию в результате сделки.

Что касается факторов, отвечающих за способ финансирования сделки, из данной группы значимыми оказались следующие два способа: выпуск конвертируемых ценных бумаг (dfinconvert) и частное (закрытое) размещение (dfinprivplac). Оба фактора значимы на 1%-ном уровне значимости и имеют отрицательные коэффициенты. Таким образом, для анализируемой выборки сделки, финансируемые через выпуск конвертируемых бумаг и частное размещение, генерируют меньшую разницу между реализованной и прогнозируемой фундаментальной стоимостью на акцию, чем сделки, финансируемые другими способами.

Из группы регрессоров, относящихся к отрасли приобретающей компании, значимыми оказались коэффициенты при переменных, отражающих принадлежность компании, проводящей сделку, к банковскому сектору (indusbank) и производству электроэнергии (induspow). Фактор принадлежности компании к банковскому сектору значим на 1%-ном уровне значимости и имеет положительный коэффициент, то есть проведение сделки положительно влияет на прирост фундаментальной стоимости на акцию такой компании. Напротив, фактор энергетической отрасли имеет отрицательный коэффициент и значим на 5%-ном уровне значимости, то есть слияния и поглощения в этой отрасли отрицательно влияют на прирост фундаментальной стоимости на акцию.

Относительно способа оплаты сделки, отметим, что фактор, отражающий характеристику сделки, как оплаченную с помощью конвертируемого долга (dfinconvert), оказался значимым на 5%-ном уровне значимости. Данный фактор имеет отрицательный коэффициент, то есть в рамках анализируемой выборки оплата сделки с помощью конвертируемого долга оказывает отрицательное влияние на прирост фундаментальной стоимости на акцию.

Страна и год совершения сделки, а также ее стоимостные характеристики в рамках оцениваемой модели оказались незначимыми.

Несмотря на наличие значимых факторов в модели, оцененной с помощью метода наименьших квадратов, эффективность ее интерпретации является спорной. Во-первых, зависимая переменная данной модели несопоставима для разных компаний при сравнении разных сделок, ввиду несопоставимости их абсолютного размера. Для получения более интерпретируемых результатов, в модели в качестве зависимой переменной также был использован относительный процентный прирост стоимости для каждой приобретающей компании, рассчитанный по формуле (11) – переменная *difinvalueperc* в таблице 3. Однако для данной переменной не удалось выявить значимых факторов. Во-вторых, из-за низкого коэффициента детерминации нельзя говорить о высокой объясняющей силе модели. В-третьих, невозможно

судить об адекватности полученных коэффициентов модели, в силу их слишком больших значений, что может быть связано с несопоставимостью абсолютных значений зависимой переменной для разных сделок.

В связи с недостатками модели дополнительно применена модель бинарного выбора, в которой в качестве зависимой переменной используется качественный эффект сделки Eff – создание или разрушение фундаментальной стоимости компании на акцию:

$$Eff_i = \begin{cases} 1, & \text{сделка приводит к созданию фундаментальной стоимости } (\Delta V > 0); \\ 0, & \text{сделка приводит к разрушению фундаментальной стоимости } (\Delta V < 0) \end{cases} \quad (13)$$

Далее оценивается модель:

$$Eff_i = \gamma Z_i + \varepsilon_i, \quad (14)$$

где γ – вектор параметров; Z_i – вектор независимых переменных, который представляет собой характеристики i -ой сделки; ε_i – ошибка модели.

Применение классической модели регрессии для оценки моделей бинарного выбора сопровождается такими проблемами, как биномиальность распределения остатков, гетероскедастичность и смещенность оценок. В связи с этим для оценки моделей бинарного выбора наиболее часто используют следующие функции:

Функцию стандартного нормального распределения (пробит-модель):

$$\Phi(u) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^u e^{-\frac{z^2}{2}} dz. \quad (15)$$

Функцию логистического распределения (логит-модель):

$$\Lambda(u) = \frac{e^u}{1 + e^u}. \quad (16)$$

Следует учитывать, что полученные оценки коэффициентов логит- и пробит-моделей не могут быть интерпретированы как показатели силы связи из-за нелинейности по параметрам. В связи с этим для удобства интерпретации результатов оценки данных моделей рассчитываются маргинальные эффекты значимых факторов, входящих в модель, описываемую уравнением (14). Маргинальный эффект фактора Z_i показывает изменение функции $Eff_i(Z_i)$, характеризующей вероятность того, что $Eff = 1$ при изменении фактора Z_i на единицу. Полученные в рассматриваемой модели маргинальные эффекты показывают приращение вероятности положительного влияния сделки на фундаментальную стоимость компании при добавлении к среднему значению регрессора единицы.

Оценка проводилась в двух модификациях модели. Модификация 1 рассматривает меньшее количество объясняющих переменных (в частности, в ней не учтен ряд количественных переменных, а переменные, характеризующие способ оплаты сделки), но охватывает все сделки выборки (всего рассматривается 25 переменных). Модификация 2 рассматривает все переменные, перечисленные в таблице 4, но из-за отсутствия данных по некоторым из характеристик оцениваемая выборка сокращается до 259 сделок, что приводит к небольшим различиям в полученных по обеим моделям результатам. Также для более подробной интерпретации результатов оценки уравнения (14) с помощью моделей бинарного выбора были рассчитаны маргинальные эффекты значимых факторов, которые характеризуют изменение вероятности того, что $Eff = 1$ при изменении одного из независимых факторов на единицу (Тихомиров, Дорохина, 2002). Поскольку модификация 1 охватывает большее количество сделок в выборке, а следовательно, характеризуется меньшей вероятностью погрешностей в результатах оценки моделей, расчет маргинальных эффектов был проведен только для этой модификации.

Совокупные результаты оценки эффекта сделки по данным моделям показаны в таблице 5.

Совокупные результаты оценки эконометрических моделей

Значимый фактор	Оценка МНК: знак	Бинарная логит-модель, модификация 1: маржинальный эффект	Бинарная логит-модель, модификация 2: знак	Бинарная пробит-модель, модификация 1: маржинальный эффект	Бинарная пробит-модель, модификация 2: знак
dtypeacq		-0,092(***)		-0,189(***)	
dtypecapincr	+ (***)			-0,808(***)	
dtypeminorst	+ (**)			- (**)	
dfincapincr		0,234(***)	+ (***)	+ (***)	+ (***)
dfinconvert	- (***)			+ (***)	
dfinprivplac	- (***)			+ (***)	
indusbank	+ (***)				
induspow	- (**)				
induschem		-0,154(***)	- (***)	- (***)	- (***)
indusoilgas		-0,279(***)	- (***)	- (***)	- (***)
iduscoal			+ (***)		+ (***)
indusrealest			+ (***)		+ (***)
indussteel		-0,383(***)	- (***)	- (***)	- (***)
industelec					+ (***)
indusfinsvcs				+ (***)	
dmpaymconvdt	- (**)				
dmpaymdefpaym			+ (***)		+ (***)
dmpaymdtassum					- (**)
dmpaymeout			+ (***)		+ (***)
predmarkcap			+ (*)		+ (*)

Примечание. В скобках указан уровень значимости: *** – 1%, ** – 5%, * – 10%.

Таким образом, на основании сравнения итогов оценки эконометрических моделей установлено, что на эффект сделки, заключающийся в создании или разрушении фундаментальной стоимости на акцию, значимо влияют следующие факторы.

- Тип сделки. По результатам двух моделей бинарного выбора модификации 1 сделки, относящиеся к типу «поглощение» (dtypeacq), негативно влияют на вероятность создания фундаментальной стоимости для приобретающей компании: – 9,2% и – 18,9%.
- Способ финансирования сделки. По результатам четырех моделей бинарного выбора сделки, финансируемые посредством увеличения капитала (dfincspincr), характеризуются увеличением вероятности положительного эффекта на фундаментальную стоимость компании: маржинальный эффект по логит-модели составляет 23,4%.
- Отрасль приобретающей компании. Обе модификации моделей бинарного выбора показали отрицательное влияние принадлежности приобретающей компании к химической промышленности (iduschem) на вероятность создания фундаментальной стоимости в результате сделки слияния и поглощения: маржинальный эффект по модели логит составил – 15,4%. Данный результат соотносится с выводами Мантравади и Редди (Mantravadi, Reddy, 2008), анализировавших финансовые показатели индийских приобретающих компаний, которые провели слияния и поглощения в 1991–2003 гг. Результаты исследования показали, что в химической отрасли слияния и поглощения привели к значительному спаду в отношении операционной рентабельности, отдачи на капитал и активы компаний-покупателей.

Для компаний нефтегазовой отрасли (indusoilgas) четыре модели бинарного выбора выявили отрицательную зависимость между фактором принадлежности компании-покупателя к данной отрасли и вероятностью создания фундаментальной стоимости (маржинальный эффект по модели логит – 27,9 %).

Приобретающие компании сталелитейной промышленности (indussteel) также характеризуются снижением вероятности положительного эффекта на фундаментальную стоимость компании. Модель логит показала маржинальный эффект, равный 38,3%.

Модели бинарного выбора модификации 2 показали, что приобретающие компании, относящиеся к угольной промышленности (induscoal) и недвижимости (indusrealest), имеют большую вероятность создания фундаментальной стоимости в результате сделки слияния или поглощения.

Способ оплаты сделки. По результатам модификации 2 моделей бинарного выбора сделки, оплаченные посредством отсроченного платежа (dmpaymdefpaym) и выплатам по результатам (dmpaymeout), имеют большую вероятность создания фундаментальной стоимости для приобретающих компаний. Таким образом, выдвинутая гипотеза 4 не может быть отвергнута на 1%-ном уровне значимости. Данный результат противоречит результатам исследования Григорьевой и Гринченко (Григорьева, Гринченко, 2013), в котором авторы приходят к выводу, что оплата слияний и поглощений денежными средствами положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности для сделок. Данное противоречие, скорее всего, связано с различием в методах оценки эффективности сделок слияний и поглощений.

Количественные факторы. Модели бинарного выбора модификации 2 показали, что приобретающие компании с большей рыночной капитализацией до проведения сделки (predmarkcap) имеют большую вероятность создания фундаментальной стоимости в результате сделки. Однако данный фактор значим на 10%-ном уровне значимости. Если предполагать, что рыночная капитализация является характеристикой размера компании, то данный результат также отличается от результатов Григорьевой и Гринченко (2013), которые выявили отрицательную зависимость размера компании-покупателя и эффективности сделок. Авторы объясняют данный факт теорией гордыни (Roll, 1986), утверждающей, что менеджеры крупных компаний склонны к совершению сделок, не создающих синергетический эффект. Таким образом, гипотеза 3 отвергается на 10%-ном уровне значимости.

Фактор страны совершаемой сделки (dom) оказался незначимым во всех моделях, что не позволяет, в рамках настоящей работы, проверить гипотезу 2.

В отношении остальных значимых регрессоров разные модели дают противоречивые результаты, что не позволяет утверждать, что они влияют на зависимую переменную.

Закключение

В представленном исследовании сделана попытка ответить на вопрос о влиянии сделок слияний и поглощений на фундаментальную стоимость компаний-покупателей из стран БРИКС, которые в последние годы демонстрируют высокую активность на рынке. Для решения поставленного вопроса была выбрана модель остаточной прибыли, сравнивающая прирост фундаментальной стоимости приобретающей компании до и после совершения сделки. Лежащая в основе данной модели зависимость стоимости не только от рыночных, но и от балансовых показателей деятельности компании позволяет объединить подходы к решению поставленного вопроса, обычно опирающиеся либо на исследования рыночной реакции на информацию о сделке, либо на изучение отчетности компаний, участвующих в сделках слияний и поглощений.

В результате проведенного эмпирического исследования было установлено, что на рынках капитала в странах БРИКС сделки слияний и поглощений приводят к росту фундаментальной стоимости на акцию для приобретающих компаний. Были также установлены факторы, оказывающие значимое влияние на эффект сделок слияний и поглощений, выражающийся в большей вероятности прироста стоимости. К ним относятся: тип сделки, размер компании, отраслевая принадлежность, способ финансирования сделки и метод ее оплаты.

Таким образом, менеджмент компаний из стран БРИКС, в том числе российских, может проектировать и осуществлять сделки слияний и поглощений таким образом, чтобы они созда-

вали прирост стоимости для инвесторов. Прежде всего это касается менеджеров крупных компаний, так как высокая рыночная капитализация до сделки с большей вероятностью способствует увеличению фундаментальной стоимости в результате сделки. В частности, они могут выбирать оптимальные формы участия в сделке, построении ее финансовой структуры, активно использовать формы оплаты с отсроченным платежом и выплатой по результатам, которые с большей вероятностью, чем другие формы оплаты приводят к приросту фундаментальной стоимости компании-покупателя.

Список литературы

1. Бухвалов А.В., Акулаева Е.А. Эмпирическая фундаментальная оценка российских компаний: в поисках стратегической ценности // Российский журнал менеджмента. 2014. № 2, т. 12. С. 3–12.
2. Волков Д.Л., Березинец И.В. Управление ценностью: проблема достоверности бухгалтерских моделей оценивания // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 8. Менеджмент. 2006. № 4. С. 3–30.
3. Григорьева С.А., Гринченко А.Ю. Влияние сделок слияний и поглощений в финансовом секторе на стоимость компаний-покупателей на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. 2013. № 4 (28). С. 63–81. URL: <http://cfjournal.hse.ru/data/2015/03/02/1091232641/Григорьева%20С.А.2,%20Гринченко%20А.Ю..pdf> (дата обращения: 14.07.2015).
4. Григорьева С.А., Троицкий П.В. Влияние слияний и поглощений на операционную эффективность компаний на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. 2012. № 3 (23). С. 31–43. URL: http://cfjournal.hse.ru/data/2012/12/19/1303679984/cfj23_31_43_Grigorieva_Troitsky_.pdf (дата обращения: 15.07.2015).
5. Ивашковская И.В., Шамраева С.А., Григориади Е.Е. Эмпирический анализ эффективности корпоративной диверсификации на растущих рынках капитала на примере группы БРИК // Экономический журнал Высшей школы экономики. 2009. № 3, т. 13, С. 360–382.
6. Мусатова М.М. Эмпирический анализ динамики слияний и поглощений российских компаний // Вестник Новосибирского государственного университета. Серия «Социально-экономические науки». 2011. № 2, т. 11. С. 118–128.
7. Тихомиров Н.П., Дорохина Е.Ю. Эконометрика. М.: Изд-во Российской экономической академии, 2002.
8. Barbopoulos, L., Sudarsanam, S. (2012), “Determinants of earnout as acquisition payment currency and acquirers’ value gains”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 36, pp. 678—694.
9. Boston Consulting Group (2013), “BCG’s ninth annual assessment of crucial M&A trends. BRICs Versus Mortar? Winning at M&A in Emerging Markets”. DOI: <http://www.bcg.de/documents/file141993.pdf>.
10. Chi, J., Sun, Q., and Young, M. (2011), “Performance and characteristics of acquiring firms in the Chinese stock markets”, *Emerging Markets Review*, vol. 12, no. 2, pp. 152—170.
11. Damodaran, A. (2009), “Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies”, Stern School of Business working paper. New York, Stern School of Business. DOI: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/emergmkt.pdf>.
12. Dechow, P.M., Hutton, A.P., and Sloan, R.G. (1999), “An empirical assessment of the residual income valuation model”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 26, no. 1–3, pp. 1DOI34.
13. Edwards, E.O., and Bell, P.W. (1961), “*The Theory and Measurement of Business Income*” Berkeley: University of California Press.

14. Feltham, G.A., and Ohlson, J.A. (1995), "Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities", *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, no. 2 (Spring 1995), pp. 689–731.
15. Ferreira, E.S., Nossa, V., Ledo, B.C.A., Teixeira, A.M.C., and Lopes, A.B. (2008), "Comparação entre os modelos Residual Income Valuation (RIV), Abnormal Earnings Growth (AEG) e Fluxo de Caixa Livre (FCL): um estudo empírico no mercado de capitais brasileiro [Comparison Of The Residual Income Valuation, Abnormal Earnings Growth And Free Cash Flow Models: An Empirical Study Of The Brazilian Capital Market]", *Brazilian Business Review*, vol. 5., no. 2, pp. 152–172.
16. Frankel, R., and Lee, C.M. (1998), "Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 25, no. 3, pp. 283–319.
17. Grigorieva, S., and Petrunina, T. (2013), "The performance of mergers and acquisitions in emerging capital markets: new evidence", Higher School of Economics Research Paper No. WP BRP 20/FE/2013. Moscow, National Research University Higher School of Economics. DOI: <http://www.hse.ru/pubs/lib/data/access/ram/ticket/61/1440489487723bb2f01675971c6e74512002b2c7d5/Working%20paper,%20SSRN,%2020FE2013.pdf>.
18. Guest, P.M., Bild, M., and Runsten, M. (2010), "The effect of takeovers on the fundamental value of acquirers", *Accounting and Business Research*, vol. 40, no. 4, pp. 333–352.
19. Hand, J., and Landsman, W. (1999), "The pricing of dividends in equity valuation", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 32, no. 3–4, pp. 435–469.
20. Khanna, T., and Palepu, K.G. (2009), *"Winning in emerging markets"*. Boston, Harvard Business Press.
21. Kumar, N. (2009), "Post-merger corporate performance: an Indian perspective", *Management Research News*, vol. 32, no. 2, pp. 145–157.
22. Mantravadi, P., and Reddy, A.V. (2008), "Post-merger performance of acquiring firms from different industries in India", *International Research Journal of Finance and Economics*, vol. 22 (December), pp. 192–204.
23. Morton, R.M., and Neill, J.D. (2000), "The relation between market prices and an analyst-based fundamental value surrounding a corporate restructuring", *Journal of Accounting and Finance Research*, vol. 8, no. 2, pp. 1–11.
24. Ohlson, J.A. (1995), "Earnings, book values and dividends in security valuation", *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, no. 2 (Spring 1995), pp. 661–687.
25. Penman, S.H. (2007), *"Financial Statement Analysis and Security Valuation"*, 3rd edition. London, McGraw Hill.
26. Ramakrishnan, K. (2008), "Long-term post-merger performance of firms in India", *Vikalpa The Journal for Decision Makers*, vol. 33, no. 2, pp. 47–63.
27. Rani, N., Yadav, S.S., and Jain, P.K. (2014), "Impact of Domestic and Cross-Border Acquisitions on Acquirer Shareholders Wealth: empirical evidence from Indian Corporate", *International Journal of Business and Management*, vol. 9, no. 3, pp. 88–110. DOI: <http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ijbm/article/viewFile/30699/19773>.
28. Roll, R. (1986), "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", *The Journal of Business*, vol. 59, no. 2, Part 1 (April, 1986), pp. 197–216.
29. Sehgal, V., Reinboth, J., and Hirsh, E. (2015), "The new geography of M&A". *Strategy+business*, issue 80, Autumn, Reprint 000348.
30. Thomson Reuters (2014)? Preliminary Mergers & Acquisitions Review. First Quarter 2014. DOI: http://share.thomsonreuters.com/PR/IB/Quarter_End/Prelim_MA_Financial_1Q14_Review.pdf.
31. Wong, A., Cheung, K.Y., and Mun, T. (2009), "The effects of merger and acquisition announcements on the security prices of bidding firms and target firms in Asia", *International*

Journal of Economics and Finance, vol. 2, no. 1, pp. 274–283.

32. Yook, K.C. (2004), “The measurement of post-acquisition performance using EVA”, *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 43, no. 3/4, pp. 67–83.

THE EFFECT OF MERGERS AND ACQUISITIONS ON COMPANIES' FUNDAMENTAL VALUES AT BRICS COUNTRIES

Daria S. Luzina,

Master of Finance,

National Research University Higher School of Economics (St.-Petersburg campus)

Elena Rogova,

Dr. of Economics, professor, professor of Finance department,

National Research University Higher School of Economics (St.-Petersburg campus)

Abstract

The study is aimed at the assessment of the effect of mergers and acquisitions on the fundamental value of acquiring companies in the BRICS countries. One of the major concepts of the modern financial management is the focus of managerial decisions at value creation. Concerning mergers and acquisitions (M&A), following question may arise: does the present value of the deal financial benefits exceed costs of its implementation? If the answer to this question is positive, the fundamental value of a company is expected to increase as a result of the merger, thereby increasing shareholders' wealth for the acquiring company.

Emerging markets and, specially, BRICS seem to be one of the key drivers of M&A growth accelerating in recent years. According to the statistic data, every fourth deal involves companies from emerging markets. The inefficiency of financial markets, the lack of information for investors do not allow using market indicators to determine the companies' value and require other techniques based on the analysis of both market value and financial reporting.

In this paper, an approach based on the residual income model was applied. The pre-acquisition expected fundamental value of the acquiring company and its realized post acquisition fundamental value are compared, and their difference marks, whether the value is created or destroyed as the result of the deal. This approach has several benefits comparing to others, such as the abnormal earnings growth model or free cash flow model.

The study is fulfilled on the sample of 366 M&A deals in BRICS countries, collected from Zephyr database, as well as Bloomberg and Thompson Reuters databases. Econometric modeling is applied to reveal factors causing the value creation or decrease, among which there was the company's size, the mode of deal funding, the industrial specifics and the method of payment.

The results of this study can be used for development of managerial recommendations for companies at the emerging markets that choose their growth strategies based upon mergers and acquisitions.

Key words: mergers and acquisitions; emerging capital markets; BRICS countries; fundamental value; residual income valuation model.

JEL: G34

References

1. Barbopoulos L., and Sudarsanam S. (2012), Determinants of earnout as acquisition payment currency and acquirers' value gains, *Journal of Banking and Finance*, vol. 36, pp. 678–694.
2. Boston Consulting Group. (2013), BCG's ninth annual assessment of crucial M&A trends. BRICs Versus Mortar? Winning at M&A in Emerging Markets. DOI: <http://www.bcg.de/documents/file141993.pdf>.
3. Bukhvalov, A.V., and Akulaeva, E.A. (2014), Ehmpiricheskaya fundamentalnaya ocenka rossijskikh kompanij: v poiskakh strategicheskoy cennosti [Empirical fundamental valuation of Russian companies: in search of the strategic value], *Rossiyskiy zhurnal menedzhmenta [Russian Management Journal]*, vol. 12, no. 2, pp. 3–12. (In Russian)

4. Chi, J., Sun, Q., and Young, M. (2011), Performance and characteristics of acquiring firms in the Chinese stock markets, *Emerging Markets Review*, vol. 12, no. 2, pp. 152–170.
5. Damodaran, A. (2009), Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies, Stern School of Business working paper. New York, Stern School of Business. DOI: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/emergmkt.pdf>.
6. Dechow, P.M., Hutton, A.P., Sloan, R.G. (1999), An empirical assessment of the residual income valuation model, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 26, no. 1–3, pp. 1–34.
7. Edwards, E.O., and Bell, P.W. (1961), The Theory and Measurement of Business Income. Berkeley: University of California Press.
8. Feltham, G.A., and Ohlson, J.A. (1995), Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities, *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, no. 2 (Spring 1995), pp. 689–731.
9. Ferreira, E.S., Nossa, V., Ledo, B.C.A., Teixeira, A.M.C., and Lopes, A.B. (2008), Comparação entre os Modelos Residual Income Valuation (RIV), Abnormal Earnings Growth (AEG) e Fluxo de Caixa Livre (FCL): um estudo empírico no mercado de capitais brasileiro [Comparison Of The Residual Income Valuation, Abnormal Earnings Growth And Free Cash Flow Models: An Empirical Study Of The Brazilian Capital Market], *Brazilian Business Review*, vol. 5., no. 2, pp. 152–172.
10. Frankel, R., and Lee, C.M. (1998), Accounting Valuation, Market Expectation, and Cross-Sectional Stock Returns, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 25, no. 3, pp. 283–319.
11. Grigorieva, S., Petrunina, T. (2013), The Performance of Mergers and Acquisitions in Emerging Capital Markets: New Evidence, Higher School of Economics Research Paper No. WP BRP 20/FE/2013. Moscow, National Research University Higher School of Economics. DOI: <http://www.hse.ru/pubs/lib/data/access/ram/ticket/61/1440489487723bb2f01675971c6e74512002b2c7d5/Working%20paper,%20SSRN,%2020FE2013.pdf> (дата обращения 20.05.2015).
12. Grigorjeva, S.A., and Grinchenko A.Yu. (2013), Vliyanie sdelok sliyaniy i poglotheniy v finansovom sektore na stoimostj kompaniyj-pokupateley na razvivayuthikhsya rihnkakh kapitala [Impact of mergers and acquisitions in financial sector on bidder's returns in emerging capital markets], *Korporativnihe finansih [Journal of Corporate Finance Research]*, no 4 (28), pp. 63–81. DOI: <http://cfjournal.hse.ru/data/2015/03/02/1091232641/Григорьева%20%20С.А.2,%20Гринченко%20А.Ю..pdf> (access date: 14.07.2015). (In Russian)
13. Grigorjeva, S.A., and Troickiy, P.V. (2012), Vliyaniesliyaniy i poglotheniy na operacionnuyu ehffektivnostj kompaniyj na razvivayuthikhsya rihnkakh kapitala [The Impact of Mergers and Acquisitions on Company Performance in Emerging Capital Markets], *Korporativnihe finansih [Journal of Corporate Finance Research]*, no. 3 (23), pp. 31–43., pp. 31–43. DOI: http://cfjournal.hse.ru/data/2012/12/19/1303679984/cfj23_31_43_Grigorieva_Troitsky_.pdf (access date: 15.07.2015). (In Russian).
14. Guest, P.M., Bild, M., and Runsten, M. (2010), The Effect of Takeovers on the Fundamental Value of Acquirers. *Accounting and Business Research*, vol. 40, no. 4, pp. 333–352.
15. Hand, J., and Landsman, W. (1999), The Pricing of Dividends in Equity Valuation, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol.32, no. 3–4, pp. 435–469.
16. Ivashkovskaya, I.V., Shamraeva, S.A., and Grigoriadi, E.E. (2009), Ehmpiricheskiy analiz ehffektivnosti korporativnoy diversifikacii na rastuthikh rihnkakh kapitala na primere gruppih BRIK [An Empirical Analysis of Efficiency of Corporate Diversification in Emerging Markets: Evidence from BRIC Countries], *Ehkonomicheskiy zhurnal Vihsshey shkoli ehkonomiki [HSE Economic Journal]*, vol. 13, no. 3, pp. 360–382. (In Russian).
17. Khanna, T., and Palepu, K.G. (2009), Winning in Emerging Markets. Boston, Harvard Business Press.

18. Kumar, N. (2009), Post-merger corporate performance: an Indian perspective, *Management Research News*, vol. 32, no. 2, pp. 145–157.
19. Mantravadi, P., Reddy, A.V. (2008), Post-merger performance of acquiring firms from different industries in India, *International Research Journal of Finance and Economics*, vol. 22 (December), pp. 192–204.
20. Morton, R.M., Neill, J.D. (2000), The Relation Between Market Prices and an Analyst-Based Fundamental Value Surrounding a Corporate Restructuring, *Journal of Accounting and Finance Research*, vol. 8, no. 2, pp. 1–11.
21. Musatova, M.M. (2011). Ehmpiricheskiy analiz dinamiki sliyanij i pogloshchenij rossijskikh kompanij [Empirical Analysis of Mergers and Acquisitions Dynamics of Russian Companies], *Vestnik Novosibirskogo gosudarstvennogo universiteta. Seriya Socialno-ehkonomicheskie nauki [Vestnik NSU. Series: Social and Economics Sciences]*, vol. 11, no. 2, pp. 118–128.
22. Ohlson, J.A. (1995), Earnings, book values and dividends in security valuation, *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, no. 2 (Spring 1995), pp. 661–687.
23. Penman, S.H. (2007). Financial Statement Analysis and Security Valuation, 3rd edition. London, McGraw Hill.
24. Ramakrishnan, K. (2008), Long-term Post-merger Performance of Firms in India, *Vikalpa The Journal for Decision Makers*, vol. 33, no. 2, pp. 47–63.
25. Rani, N., Yadav, S.S., and Jain, P.K. (2014), Impact of Domestic and Cross-Border Acquisitions on Acquirer Shareholders Wealth: Empirical Evidence from Indian Corporate, *International Journal of Business and Management*, vol. 9, no. 3, pp. 88–110. DOI: <http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ijbm/article/viewFile/30699/19773> .
26. Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, *The Journal of Business*, vol. 59, no. 2, Part 1 (April, 1986), pp. 197–216.
27. Sehgal, V., Reinboth, J., and Hirsh, E. (2015), *The new geography of M&A. Strategy+business*, issue 80, Autumn, Reprint 000348.
28. Thomson Reuters. (2014), Preliminary Mergers & Acquisitions Review. First Quarter 2014. DOI: http://share.thomsonreuters.com/PR/IB/Quarter_End/Prelim_MA_Financial_1Q14_Review.pdf.
29. Tikhomirov, N. P., Dorokhina E. Yu. (2002). Ehkonometrika [Econometrics]. Moskva, Izdatel'stvo Rossijskoyj ehkonomicheskoyj akademii [Moscow, Russian Economic Academy Publishing House]. (In Russian).
30. Volkov, D.L., Berezinec, I.V. (2006), Upravlenie cennost'yu: problema dostovernosti bukhgalterskikh modeley ocenivaniya [Value management: the problem of the accuracy of the accounting-based equity valuation models], *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Seriya 8. Menedzhment [Saint-Petersburg State University Herald. Series 8. Management]*, vol. 4, no. 1, pp. 3–30. (In Russian)
31. Wong, A., Cheung, K.Y., and Mun, T. (2009), The Effects of Merger and Acquisition Announcements on the Security Prices of Bidding Firms and Target Firms in Asia, *International Journal of Economics and Finance*, vol. 2, no. 1, pp. 274–283.
32. Yook, K.C. (2004), The Measurement of Post-Acquisition Performance Using EVA, *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 43, no. 3/4, pp. 67–83.