ДЕТЕРМИНАНТЫ ЭФФЕКТИВНОСТИ МЕЖДУНАРОДНЫХ СДЕЛОК ПО ПРИОБРЕТЕНИЮ КОМПАНИЙ ИЗ СТРАН ЕВРОПЕЙСКОГО СОЮЗА

Масленникова М.В.[1], Партин И.М.[2],

Сделки слияний и поглощений всегда являлись драйверами развития международного бизнеса. Рост объемов международных сделок делает тему M&A актуальной. В статье рассматриваются детерминанты эффективности международных сделок M&A при приобретении компаний из стран ЕС в период с 2006 по 2014 г., исключая кризис.

Для исследования международного рынка M&A на теоретической основе выбраны детерминанты: способ оплаты сделки, дружественность или враждебность поглощения, принадлежность к одной отрасли, публичный или частный статусе компании, языковые различия, количество сделок в секторе за последний год и финансовый рычаг компании–покупателя. Метод CAR на краткосрочном интервале позволяет обнаружить интересные взаимосвязи зависимой переменной с детерминантами эффективности сделок. Разные окна событий показывают различия в накопленной доходности в периоде за 15 дней до, во время и за 15 дней после события.

Новизна исследования заключается в разделении выборки на кластеры. Компании-цели являются резидентами стран ЕС на момент заключения сделки, а компании-покупатели делятся на три кластера: развитые рынки США и Канады, развивающиеся страны BRICS, развитые страны ЕС. Развитые страны разбиты на кластеры, чтобы проследить преимущества деятельности в рамках Еврозоны.

Анализ всей выборки показывает, что значимыми факторами являются способ оплаты сделки и принадлежность к одной отрасли. Значимость переменной принадлежности к развитому/развивающемуся рынку обуславливает дальнейшее деление выборки на кластеры.

При исследовании международных сделок M&A с участием США и Канады выявлено, что оплата сделки акциями и долговыми инструментами является наиболее значимым фактором и положительно влияет на значение CAR. Принадлежность к одной отрасли, частный статус компании – цели и использование одинакового языка увеличивает эффективность сделки M&A.

На развивающихся рынках стран BRICS факторы принадлежности к одной отрасли и значения финансового рычага компании-покупателя увеличивают избыточную накопленную доходность. Наиболее сильное негативное влияние оказывают языковые различия.

Анализ компаний-покупателей из развитых стран Евросоюза показывает значимость единственной переменной – способа оплаты сделки на всех окнах события, что означает, что оплата сделки акциями повышает значение CAR на краткосрочном временном интервале.

Ключевые слова: слияния и поглощения, эффективность, CAR, развитые рынки, BRICS

JEL: 340

Введение

Сделки по слияниям и поглощениям (M&A) представляют интерес для предпринимателей, исследователей, политиков и законодателей. Предприниматели следят за осуществлением сделок, чтобы мгновенно среагировать на изменяющиеся условия рынка. Исследователи, политики и законодатели рассматривают влияние сделок M&A на производительность экономики и выполняют регулятивную функцию для улучшения качества жизни граждан. Объединение активов выгодно и потребителям, если приводит к снижению цен, увеличению качества продукции или расширению ассортимента.

1. Кредитный инспектор публичного акционерного общества «Сбербанк России».
2. Кандидат экономических наук, преподаватель департамента финансов НИУ ВШЭ, директор инвестиционной компании NHCapital.

Сделки M&A представляют собой сделки по укреплению бизнеса путем слияния капиталов, которые включают в себя передачу прав собственности компании-покупателю и смену контроля над компанией-целью. Способы проведения сделки подразделяются на публичные тендерные предложения, частные сделки и покупки на открытом рынке, специфичные для конкретной страны Евросоюза. Публичные тендеры доминируют при заключении крупных сделок, так как существуют ограничения, накладываемые на сделки такого типа, остальная доля приходится на частные сделки.

Многие факторы, характерные для рынка Евросоюза и влияющие на эффективность сделок M&A, остаются без внимания. Например, культурные различия между странами или эффект массовости сделок, которые трудно оценить. Учитывая сложившиеся тесные экономические отношения между Россией и Евросоюзом и объем сделок, заключаемый между странами, тема статьи особенно актуальна. Только в 2014 году российские компании инвестировали 56 млрд долл. в приобретение компаний из стран ЕС.

Выявление детерминант эффективности приобретения компаний из стран Евросоюза особенно важно для развития российской экономики ввиду интернационализации всех сфер бизнеса. Объемы средств, инвестируемых компаниями развивающихся рынков, растут с каждым годом: так, денежный поток за 2014 год вырос почти на 30%. Сделки слияний и поглощений являются драйверами прогресса для компаний развивающихся стран.

В рамках настоящей статьи выявлены детерминанты эффективности международных сделок M&A при приобретении компаний из стран ЕС в период с 2006 по 2014 г., исключая кризис.

Выборка разделена на кластеры по стране резидентства приобретающей компании. Первый кластер включает развитые рынки США и Канады. Во второй кластер входят развивающиеся страны BRICS. В третьем кластере представлены развитые страны Евросоюза. При этом компании-цели были резидентами стран Евросоюза на момент заключения сделки.

Теоретические обоснования

Множество работ посвящено выявлению факторов, влияющих на международные сделки по слияниям и поглощениям. В основном компании, находящиеся в странах с более развитой экономикой, прозрачной системой отчетности и правовым регулированием, являются компаниями-покупателями, тогда как компании из развивающихся стран со слабой валютой и высокими рисками инвестирования являются компаниями-целями. Зачастую детерминанты эффективности сделок различаются в зависимости от исследуемых рынков.

Способы оплаты сделки. Сделка может быть оплачена акциями, наличностью, а также частично акциями, частично наличными. Выбор способа финансирования по-разному влияет на эффективность M&A в зависимости от оценки компаний на фондовых рынках.

Исследование (Martin, 1996) посвящено изучению влияния структуры собственности на выбор способа оплаты. Компания-покупатель, в которой власть акционеров распределена равномерно или существует практический полный контроль над ее деятельностью, предпочитают финансирование акциями, так как это в любом случае слабо повлияет на структуру собственности и распределение контроля в компании.

Стимулы к финансированию акциями компании повышаются, когда на рынке присутствует асимметрия информации и сильная неопределенность относительно будущих колебаний цен. Менеджмент компаний-покупателей предпочитает проводить оплату сделки акциями, когда полагают, что акции их компании переоценены, и, наоборот, предпочитают наличность, когда их акции недооценены рынком (Hansen, 1987).

При оплате переоцененными акциями часто в краткосрочном периоде возникает сильное падение цен на акции компании-покупателя сразу после заключения сделки M&A, отражающий подстройку рыночной цены к фундаментальной (Shleifer, Vishny, 2003).

Менеджмент компаний-целей обычно считает нежелательной оплату сделки акциями, когда он не предсказывает роста стоимости акций или существует неопределенность. Обычно

сделки, финансируемые акциями, вызывают намного более сильные и часто противоречивые эффекты рынка, следующие за датой объявления (Travlos, 1987). Продавцы предпочитают наличность при небольших размерах сделок и стабильных финансовых условиях, в то время как оплата акциями связана с созданием отрицательной стоимости (Campa, Hernando, 2008).

Сделки M&A с участием ЕС чаще всего оплачиваются наличными, как и враждебные сделки M&A (Faccio and Masulis, 2005; Rossi and Volpin, 2004). Обычно компании-покупатели не держат большие объемы наличности и ликвидных активов, поэтому оплата наличностью требует привлечения долга, что отрицательно сказывается на эффективности сделки M&A. Оплата акциями или одновременно акциями и наличностью характерна для крупных сделок, при этом оплата акциями ассоциируется с более низкой доходностью и снижает эффективность сделок M&A.

Характер сделки. Поглощение может быть как дружественным, так и враждебным. Для европейских сделок M&A характерен крайне низкий уровень недружественных поглощений, что связано с сильно концентрированной структурой собственности компаний. Дружественные поглощения упрощают дальнейшее сотрудничество, что положительно влияет на эффективность сделки M&A (Shleifer, Vishny, 1986).

Доступ к рынку и анализ отрасли. Устойчивость отношений двух стран – фактор, показывающий тесноту экономических связей между страной компании-покупателя и страной компании-цели. Партнерские отношения упрощают достижение эффекта синергии и ускоряют процесс переговоров. Если сотрудничество между странами имеет долгосрочный эффект, выгоды от осуществления сделки низкие, что приводит к отрицательной зависимости вероятности наступления M&A от доступности рынка.

Ввиду интеграции экономик стран ЕС для покупателей из стран ЕС транзакционные затраты минимальны. Важно заметить, что уже с 2001 года сделки M&A заключаются в основном внутри одной отрасли, что доказывает предположение: основным мотивом к слиянию является международная экспансия (Martynova, Renneboog, 2006).

Культурные различия. Под культурными различиями подразумеваются социальные факторы, отражающие характерные для страны компании-цели устои (Morosini, 1998). Среди различий выделяются: отношение к распределению институциональной власти, склонность к риску, коллективизм-индивидуализм, отношения к различиям между полами (Hofstede, 1983).

Культурные различия играют ключевую роль в долгосрочной перспективе: люди из разных стран говорят на разных языках, имеют различные религиозные взгляды и следуют традициям, поэтому после сделок им труднее сработаться (Ahern, Daminelli, Fracassi, 2012).

Культурные различия приводят к сложностям во взаимопонимании между членами одной команды и тем самым отрицательно влияют на эффективность сделок M&A. Действия топ-менеджеров, принимающих стратегические решения, также сильно подвержены влиянию национальной культуры, например оппортунистическим настроениям (Angwin, 2001).

Срыв сделок M&A тем более вероятен, чем сильнее культурные различия между странами (Aguilera, Dencker, Escandell, 2004). Несмотря на это, несхожесть взглядов создает сравнительное преимущество перед конкурентами. Продуктивность такого сотрудничества проявляется в разработке уникальных идей и инновационных возможностей. Эффективность сделок M&A увеличивается при взаимном обучении и создании уникального эффекта синергии между сотрудниками разных культур (Very, Lubatkin, Calori, 1996).

Авторы Гоулет и Швейгер (Goulet and Schweiger, 2006) предполагают, что партнеры по слияниям принимают во внимание национальные культурные особенности. Менеджеры международных сделок по слияниям и поглощениям более чувствительны к культурным вопросам, чем менеджеры, управляющие местными предприятиями (Evans, Pucik and Barsoux, 2002).

Если менеджмент компании-покупателя внимательно относится к культурным особенностям сотрудников компании-цели, он может выбрать наиболее успешную стратегию для последу-

ющей интеграции и увеличить эффективность M&A. Некоторые авторы полагают, что процесс интеграции может пройти даже легче в странах с сильно различающейся культурной атмосферой, нежели в похожих средах (Morosini, Singth, 1994).

Количество сделок *M&A* в отрасли за три года до *M&A*. Менеджеры компаний стараются имитировать стратегии друг друга для снижения бизнес-рисков. Так, некоторые авторы полагают, что лучше сделать ту же ошибку, что и другие, чем быть единственным, кто сделал правильный выбор с высокой вероятностью остаться единственным, кто совершил ошибку (Schenk, 1996). Многие связывают наступление цепочки M&A с тем, что когда два лидирующих конкурента сливаются, у остальных игроков в отрасли появляется дополнительный мотив к заключению сделки M&A (Fauli-Oller, 2000).

Структура финансирования. Увеличение долга снижает чистый денежный поток и делает компанию менее привлекательной для поглощения (Garvey and Hanka, 1999). Но желание менеджеров сохранить контроль над компанией заставляет развивающиеся фирмы использовать привлечение долга для покупки компании-цели (Ghosh, Rusland, 1998). В этом случае играют такие факторы, как финансовый рычаг и то, насколько он отличается от оптимального. Менеджеры оценивают выгоды и потери от привлечения дополнительного долга. Если увеличение долга незначительно и не повлияет на кредитный рейтинг, то рискованность вложений в данную компанию вырастет несильно. Изменение кредитного рейтинга при привлечении долга приведет к увеличению требуемой доходности вложения в акции компании-покупателя и снижению эффективности сделки M&A.

Гипотезы эмпирического исследования

На основе детерминант сформулированы гипотезы для дальнейшего тестирования на краткосрочном временном интервале.

Гипотеза 1. Оплата сделки M&A акциями отрицательно влияет на избыточную накопленную доходность.

Оплата сделки акциями говорит об их переоцененности на фондовом рынке, что является негативным сигналом для инвесторов.

Гипотеза 2. Дружественность слияний и поглощений увеличивает избыточную накопленную доходность.

Враждебность слияний и поглощений усложняет процесс переговоров и интеграцию компаний, увеличивает издержки осуществления сделки и снижает ее эффективность.

Гипотеза 3. Принадлежность компании-покупателя и компании-цели к одной отрасли положительно влияет на эффективность сделки по приобретению или поглощению.

Принадлежность к одной отрасли снижает издержки при операционной синергии и повышает эффективность сделки слияния и поглощения.

Гипотеза 4. Статус публичной компании-цели снижает избыточную доходность.

Публичность компании говорит о прозрачности ее деятельности, что отражается в более высокой премии при покупке. Поэтому, если частные компании покупаются дешевле, то и эффективность частных сделок значительно выше по сравнению с публичными сделками.

Публичные компании, акции которых котируются на бирже, имеют доступ к дешевым источникам капитала и уже используют широкий ряд возможностей. Поэтому сделка M&A между двумя публичными компаниями не сможет быть настолько эффективной, как сделка между публичной и частной из-за меньшего потенциала роста.

Гипотеза 5. Языковые различия отрицательно влияют на эффективность сделки M&A для компании-покупателя.

Использование различных языков в документации и переговорах приводит к недопониманию между сторонами и усложнению процесса объединения компаний.

Гипотеза 6. Количество сделок в году в отрасли компании-цели увеличивает избыточную накопленную доходность.

Активность на рынке, а именно количество сделок в отрасли за последний год, показывает его привлекательность для инвесторов. Чем чаще осуществляются сделки M&A, тем лучше они воспринимаются фондовым рынком и тем выше их эффективность.

Гипотеза 7. Принадлежность покупателя к кластеру развитых стран отрицательно влияет на избыточную накопленную доходность при анализе всей выборки.

Статистическая значимость подтверждения данной гипотезы обуславливает дальнейшее деление выборки на кластеры. Развитость страны-покупателя предполагает меньшую накопленную доходность ввиду меньших рисков и отрицательно влияет на эффективность сделки. Компании-покупатели из развитых стран ввиду использования более прогрессивных методов еще до слияния чаще всего работают практически на максимуме производственного потенциала, поэтому эффекты синергии ниже. Компания-покупатель из развивающейся страны импортирует интеллектуальный капитал, доступ к инновационным ресурсам и использует практический опыт компании из развитой страны, увеличивая эффективность сделки.

Гипотеза 8. Уровень долговой нагрузки компании-покупателя отрицательно влияет на избыточную накопленную доходность.

Высокий уровень долговой нагрузки может свидетельствовать о покупке компании на заемные средства, что увеличивает риски для компании-покупателя и снижает эффективность сделки.

Описание данных

В качестве источника данных о сделках слияний и поглощений и детерминант их эффективности использовалась база данных, предоставляемая компанией Bloomberg.

Для проверки выдвинутых гипотез применялись следующие критерии отбора сделок:

- Компания-покупатель принадлежит к одному из следующих кластеров стран: 1) США, Канада; 2) Бразилия, Индия, Россия Китай, Южно-Африканская Республика; 3) Австрия, Бельгия, Великобритания, Германия, Дания, Италия, Ирландия, Испания, Республика Кипр, Латвия, Мальта, Нидерланды, Португалия, Словакия, Франция, Финляндия, Швеция[1].
- Компания-цель является резидентом Евросоюза на момент осуществления сделки: Австрия, Бельгия, Болгария (с 2007 г.), Венгрия, Великобритания, Греция, Германия, Дания, Италия, Ирландия, Испания, Республика Кипр, Люксембург, Латвия, Литва, Мальта, Нидерланды, Португалия, Польша, Румыния (с 2007 г.), Словения, Словакия, Франция, Финляндия, Хорватия (с 2013 г.), Чехия, Швеция, Эстония.
- Дата анонса сделки попадает в один из двух периодов: с 1 января 2006 г. по 31 декабря2008 г. или с 1 января 2010 г. по 31декабря 2014 г. Период с 1 января 2008 г. по 31 декабря 2009 г. был исключен из рассмотрения для исключения влияния мирового финансового кризиса.
- Рассматривались только завершенные сделки.
- Существенным ограничением являлось обязательное раскрытие информации о способе оплаты сделки и ее характере (враждебность/дружественность поглощения).
- Из рассмотрения были исключены сделки финансового сектора.
- Среди типов сделок, выделяемых компаний Bloomberg, использовались только company takeover, cross-border, majority purchase и tender offer.
- Для использования метода «Окна события» рассматривались только сделки, в которых компания-покупатель является публичной.

1. Развитые страны, исключая Emerging Markets и Frontier Markets по классификации Morgan Stanley.

Эмпирический анализ детерминант эффективности проведен на данных о сделках M&A с участием компаний-целей из стран Евросоюза в период с 2006 по 2014 г., исключая кризис. В основном при анализе были использованы бинарные переменные, принимающие значения 0 или 1 в зависимости от выполнения определенного критерия.

Таблица 1

Описание переменных

Переменная	Название	Расшифровка
X1	Payment type	0 – cash, cash&stock, cash&debt, cash&stock&debt 1 – stock, debt, stock&debt
X2	Nature of bid	0 – враждебное поглощение 1 – дружественное поглощение
X3	Industry	0 – покупатель и цель из разных отраслей 1 – одна отрасль
X4	Status	0 – компания-цель частная 1 – компания-цель публичная
X5	Language	0 – в странах один язык 1 – в странах разные языки.
X6	Deals in sector	Количество сделок по покупке компаний-резидентов стран Евросоюза в секторе за последний год
X7	Cluster	0 – компания-покупатель из BRICS 1 – компания-покупатель из Северной Америки и ЕС
X8	Acquirer financial leverage	Значение финансового рычага компании-покупателя

Критерий наличия информации по способу оплаты при сделке M&A оказался одним из наиболее строгих. Но значимость переменной способа оплаты сделки обуславливает его введение. Показатель языковых различий, как прокси для скорости интеграции, формировался на основе данных об официальных языках в каждой конкретной стране. В результате выборка состоит из 1514 сделок.

Таблица 2

Сводные характеристики выборки по количеству сделок

	Вся выборка	Кластер «Покупатели -США&Канада»	Кластер «Покупатели -**BRICS**»	Кластер «Покупатели - развитые страны **EU**»
2006	349	131	21	197
2007	336	120	27	189
2010	208	97	23	88
2011	192	82	24	86
2012	181	73	23	85
2013	140	77	11	52
2014	109	58	14	37
Итого	1515	638	143	734

Методология

Анализ избыточной доходности в краткосрочном периоде. Краткосрочный период включает окна событий, которые обычно составляют около месяца, иногда он может включать несколько месяцев.

Таблица 3.

Анализ выбора узкого окна событий при использовании метода CAR

Исследование	Длина окна	Значение CAR для покупателя
Walker, 2000	(-2;+2) дней	-0,84%
Gupta, Misra, 2004	(-1;0); (-10;-2); (+1;+10) дней	-1,57%; не значимы

Song, Walking, 2004	(-1;0) дней	+1% для компаний, не участвующих в сделках M&A за последний год
Campa, Hernando, 2004	(-1;+1) месяцев	-1,96%
Ben-Amar, Andre, 2006	(-1;+1) дней	+1,6%
Sudarsanam, Mahate, 2006	(-20;-1); (-1;+1); (+1;+40) дней	+1% (дружественная сделка); -1,4% (враждебная сделка)
Чиркова, Чувствина, 2011	(-1;+1); (-2;+2); (-30;+1) дней	1,97 % (частная цель-Ч), -0,30% (публичная-П); 2,51% (Ч), -1,05% (П); 6,48% (Ч), 2,23% (П)
Григорьева, Гринченко, 2012	(-20;+20)	0,5% (Китай), 0,66% (ЮАР), 1,19% (Индия), 3,6% (Бразилия), -1,79% (Россия)

В краткосрочном периоде акционеры компании-цели в большинстве случаев получают большую доходность относительно ожидаемой, что может быть объяснено высокими премиями, выплачиваемыми к цене акции в ходе сделки M&A (Sudarsanam, Mahate, 2006).

Исследователь Walker проводил анализ на данных США, и в его выборку вошло 278 поглощений, 230 слияний и 48 тендерных предложений. Использование короткого окна события – два дня – показало падение доходности акций компании-покупателя на 0,84%. Выборка также была разделена по отраслевому принципу и по принципу размера сделки.

Авторы Gupta и Misra расширили окно событий до 10 дней. В среднем акции компании-покупателя значимо падали на 1,57% за один день до заключения сделки, для других окон событий результаты оказались незначимыми.

Авторы Song, Walking исследовали рынок США с 1985 по 2001 г., то есть период наблюдений составил 16 лет и включал 5726 слияний. Окно событий было ограничено одним днем. Выборка компаний-покупателей была разделена на активных участников сделок M&A и пассивных. Была получена положительная избыточная доходность (+1%) для компаний, не проявлявших активность в сфере M&A за год до события. Для группы, осуществляющей параллельно другие сделки, результаты оказались незначимыми.

Исследование европейских рынков представляет наибольший интерес. Период наблюдений с 1998 по 2000 г., включающий 262 сделки в Европе, был использован авторами Кампа и Хернандо (Campa and Hernando, 2004). Они рассматривали месяц до и месяц после события. Так как многие сделки M&A с участием компаний ЕС регулируются Европейской комиссией, выборка была разделена на две группы: компании из регулируемых и нерегулируемых отраслей. Компании-покупатели, осуществляющие сделки в регулируемых отраслях, теряли в среднем 1,96%, для нерегулируемых секторов результаты незначимы.

Исследование аналогичного периода на рынке Канады дало исследователям Бен-Амар и Андре (Ben-Amar and Andre, 2006) абсолютно противоположные результаты. В трехдневном окне вокруг события избыточная доходность акций компании-покупателя составила 1,6%.

Авторы Сударсанам и Махат (Sudarsanam and Mahate, 2006) исследовали 519 компаний-целей из Великобритании в период с 1983 по 1995 г. Особенностью исследования является то, что авторы разделили выборку на четыре подгруппы: 1) единственный дружелюбный покупатель (F); 2) единственный враждебный покупатель (SH); 3) несколько враждебных покупателей (MH); 4) дружелюбный покупатель – белый рыцарь, который выигрывает в конкурентной борьбе с враждебным покупателем (WK). При анализе всей выборки в окне (-20; -1) была выявлена значимая избыточная доходность, варьирующаяся от +1,3% до +1,8%. Для разных типов покупателей избыточная доходность разбросана следующим образом: F (от 1,1% до 1,6%); SH (от 2,5% до 2,9%); WK (от 1,6% до 2%) и MH (от 1,3% до 1,7%). Наибольшая доходность наблюдается для категории «единственный враждебный покупатель». Для окна события в три дня (-1; +1) избыточная доходность стала отрицательной и составила -1,4%. Для категорий F и SH результаты оказались значимыми на уровне 1% и составили -1,5% и -1,9% соответственно. Для категорий WK и MH результаты оказались незначимыми. Последним рассматриваемым периодом стало окно (+1; +40). На протяжении этого периода SH и белые рыцари получают небольшую положительно значимую избыточную доходность, тогда как дружелюбные покупатели имеют небольшие потери. Группа MH терпит существенные убытки.

Чиркова и Чувствина (2011) исследовали реакцию рынка на сделки по покупке открытых и закрытых компаний на развивающихся рынках капитала. В работе исследовалась зависимость избыточной доходности от скидки или премии при приобретении компаний по сравнению со средними мультипликаторами по отрасли. На окнах событий: (-1; +1); (-2; +2); (-30; +1) дней избыточная доходность при покупке частных компаний положительна, а публичных – отрицательна. При отсутствии премии при покупке компании-цели консолидация увеличивает избыточную доходность компании-покупателя, а диверсификация влияет отрицательно. Независимо от переплаты, при покупке компании с отношением цена-доходность ниже отраслевого избыточная доходность компании-покупателя оказалась положительной.

Григорьева и Гринченко (2013) исследовали только финансовый сектор стран БРИКС в период с 2000 по 2012 г. Значение CAR оказалось положительным для всех стран, кроме России. К значимым детерминантам эффективности можно отнести способ оплаты сделки, ее размер, наличие нематериальных активов у компании-покупателя, опыт в проведении сделок M&A и разницу в развитии стран – участниц сделок.

Выбор длины событийного окна. Поскольку в работе использован краткосрочный временной интервал, окно событий будет симметричным.

Окна событий будут выглядеть следующим образом: (-15; +1), (-1; +1), (-1; +15) дней, где 0 – дата осуществления сделки M&A.

Расчет «Нормальной» доходности:

$$R_{(i,t)} = \frac{P_{(i,t)} - P_{(i,t-1)}}{P_{(i,t-1)}}, \qquad (1)$$

где $P_{(i,t)}$ – цена закрытия торгов по акции *i* в день *t*; $P_{(i,t-1)}$ – цена закрытия торгов по акции *i* в день *t-1*.

Расчет избыточной доходности:

$$AR_i^T = R_i^T - R_m^T, \qquad (2)$$

где R_i^T – доходность акций компании – покупателя *i* в день *t*;

R_m^T – доходность индекса в день *t*.

Для корректной оценки избыточной доходности для каждой компании-покупателя необходимо использование странового фондового индекса, в наибольшей степени отражающего внешние условия и шоки, с которыми сталкивается компания. В качестве таких индексов использовались наиболее ликвидные национальные индексы.

Расчет кумулятивной избыточной доходности на каждый день событийного окна:

$$CAR_{t_1;t_2}^i = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{(i;t)}, \qquad (3)$$

где t_1, t_2 – нижняя и верхняя границы окна события.

Проверка значимости CAR. Доступность информации по ценам акций была одним из основных ограничителей выборки. В выборке присутствуют только высоколиквидные акции, что позволяет использовать стандартный тест на значимость CAR (*t*-test with adjusted cross sectional independence).

Результаты эмпирического исследования

Проверка значимости избыточной накопленной доходности. Для расчета CAR было сформировано три симметричные конфигурации окон событий. Сравним значения и статистическую значимость избыточной доходности при приобретении компаниями развитых и развивающихся рынков компаний из стран Евросоюза.

Таблица 4

Результаты расчета CAR для различных окон событий

Окно событий	CAR	t-st
Вся выборка		
(-15; +1)	2,28% ***	4,0103
(-1; +1)	1,40% ***	4,4785
(-1; +15)	0,80% *	1,5852
Кластер «Покупатели из США&Канады»		
(-15; +1)	3,45% ***	3,6346
(-1; +1)	1,68% ***	2,4980
(-1; +15)	1,79% **	2,1297
Кластер «Покупатели из BRICS»		
(-15; +1)	-0,78% *	-0,2040
(-1; +1)	0,41%	0,4305
(-1; +15)	-5,08% *	-1,5402
Кластер «Покупатели из развитых стран EU»		
(-15; +1)	1,86% ***	5,0333
(-1; +1)	1,35% ***	6,7570
(-1; +15)	1,07% ***	3,1366

**** – значим на 1% уровне; ** – значим на 10% уровне; * – значим на 20% уровне.*

Избыточная доходность покупателя при приобретении компаний из стран Евросоюза на всей выборке положительно значима для всех окон наблюдения. Наибольшее значение CAR наблюдается для окна события (15; +1) и составляет 2,28%. Чем ближе наступление события, тем ниже накопленная избыточная доходность. В окне (-1;+1) ее значение снижается на 38%, а в окне (-1; +15) –еще на 0,6% пункта.

Для всех кластеров покупателей наибольшего значения избыточная доходность достигает в периоде до сделки, при сделке с участием США и Канады избыточная доходность падает с 3,45% в окне (-15; +1) до 1,79% в окне (-1; +15). Аналогичная динамика прослеживается при участии в сделке развитых стран Евросоюза, значение падает с 1,86% до 1,07%.

Значимость CAR для рынков BRICS значительно ниже, а в случае с окном события (-1; +1) уровень значимости составляет только 30%. Для данного кластера наблюдаются наиболее сильные скачки в значениях CAR в периодах до и после сделки. В периоде до совершения сделки избыточная доходность отрицательна и составляет -0,78%, а уже после M&A она падает до значения -5,08%. Данное значение является максимальным как при анализе всей выборки, так и при делении на кластеры.

Накопленная избыточная доходность значимо положительна для всех кластеров покупателей из развитых стран и отрицательна для кластера покупателей из стран БРИКС. Таким образом, эмпирическая проверка подтверждает, что рынок по-разному реагирует на международные сделки M&A в зависимости от страны-покупателя. Инвесторы более благосклонно оценивают сделки, совершаемые между развитыми странами, нежели те, в которых участвуют страны БРИКС. Более сильную положительную реакцию рынка при покупке компаний развитыми странами Евросоюза, США или Канадой и более слабую отрицательную при приобретении компаниями стран БРИКС можно объяснить большей волатильностью и непредсказуемостью развивающихся рынков.

Проверка независимых переменных на мультиколлинеарность. Перед оценкой многофакторной регрессии по описанной модели проведем проверку независимых переменных на мультиколлинеарность. При анализе попарных корреляций независимых переменных по всей выборке и отдельно по выделенным кластерам не было выявлено сильной взаимосвязи между переменными, что говорит об отсутствие мультиколлинеарности в модели.

Важно отметить, что при анализе кластера «Компании-покупатели из стран BRICS» пере-

менная Nature of Bid была исключена из рассмотрения, так как в данной подвыборке стран не было случая заключения сделок с враждебным поглощением.

Оценка параметров многофакторной регрессии для всей выборки. Переменная Payment type значима на уровне значимости 1% и положительно влияет на избыточную накопленную доходность компании-покупателя на всех рассматриваемых окнах. Это означает, что оплата сделки акциями и долговыми бумагами предполагает получение премии за риск, что увеличивает эффективность сделки и лучше воспринимается рынком.

Переменная Industry положительно влияет на эффективность M&A в окнах событий (-15; +1) и (-1; +15) и значима на уровне значимости 20% и 10% соответственно. Принадлежность компаний к одной отрасли увеличивает выгоды от синергии в краткосрочном периоде.

Переменная Language значима на уровне значимости 20% (-15; +1) и 10% в остальных случаях и отрицательно влияет на эффективность сделок слияний и поглощений. Языковые различия снижают избыточную накопленную доходность и мешают быстрой интеграции компаний.

Переменная Cluster значима в окнах событий (-15; +1) и (-1; +15) на уровне значимости 10% и 20% соответственно и отрицательно влияет на эффективность M&A. Следовательно, компании-покупатели из развивающихся стран получают большую накопленную избыточную доходность при приобретении компаний из стран Евросоюза, чем покупатели из развитых стран. Значимость данной переменной обуславливает дальнейшее разделение выборки на кластеры.

Анализ всей выборки показал, что в целом гипотезы 3, 5, 7 подтверждаются практически для всех окон. Гипотеза 1 отвергается, следовательно, оплата сделки M&A акциями положительно влияет на избыточную накопленную доходность на краткосрочном временном интервале.

В дальнейшем статистический анализ значимости детерминант будет проводиться отдельно для: 1) развитых рынков США и Канады; 2) развивающихся рынков стран БРИКС; 3) развитых рынков Евросоюза. Это позволит более точно оценить детерминанты эффективности на примере каждого конкретного рынка.

Таблица 5

Оценка параметров многофакторной регрессии – вся выборка

Переменная/Окно	**(-15;+1)**	**(-1;+1)**	**(-1;+15)**
Payment type	0, 0897554***	0, 0420162***	0, 0471929***
Nature of bid	0, 0097104	0, 0063198	-0, 0222504
Industry	0, 0167514*	0, 0054587	0, 018972**
Status	-0, 0101427	-0, 0085441	-0, 0063078
Language	-0, 0186132*	-0, 0132068**	-0, 0268917**
Deals in sector	-0, 0001812	-0, 0000929	0, 0000787
Cluster	-0, 0107885**	-0, 0036303	-0, 008371*
Acquirer financial leverage	0, 0036211	0, 0002634	0, 0028259
_cons	0, 023003	0, 0172774	0, 0291463
Скорректированный R2	**0, 3103**	**0, 3058**	**0, 3053**

**** – значим на 1%-ном уровне; ** – значим на 10%-ном уровне; * – значим на 20%-ном уровне.*

Оценка параметров многофакторной регрессии для кластера 1 «Компании-покупатели из США и Канады». Переменная Payment type значима на всех рассматриваемых окнах на уровне значимости 1% и 10% для окна (-1; +15). Оплата сделки акциями и долговыми инструментами положительно влияет на избыточную накопленную доходность компании-покупателя.

Переменная Industry положительно влияет на эффективность M&A только в окне события (-1; +15) и значима на уровне значимости20%. Влияние принадлежности компаний к одной отрасли проявляется только после фактического осуществления сделки и не влияет в периоде до момента завершения M&A.

Переменная Status значима только в окне (-1; +15) на уровне значимости 20%. Публичный статус компании-цели снижает избыточную накопленную доходность для компании-покупателя.

Переменная Language значима на уровне значимости 20% в окне события (-1; +1) и отрицательно влияет на эффективность сделок слияний и поглощений.

Анализ сделок, в которых компании-покупатели принадлежат к США и Канаде, показал, что в целом гипотезы 3 и 5 подтверждаются, но только в разном промежутке окна событий.

Гипотеза 1 по-прежнему отвергается, следовательно, оплата сделки M&A акциями положительно влияет на избыточную накопленную доходность на краткосрочном временном интервале.

Гипотеза 4 не отвергается, что говорит о том, что статус публичной компании-цели снижает эффективность сделок слияний и поглощений.

Таблица 6

Оценка параметров многофакторной регрессии «Компании-покупатели из США и Канады»

Переменная/Окно	**(-15; +1)**	**(-1; +1)**	**(-1; +15)**
Payment type	0, 1357905***	0, 0632974***	0, 0518504**
Nature of bid	0, 0179343	0, 0112815	-0, 0292344
Industry	0, 020279	0, 0097513	0, 0288321*
Status	-0, 0180256	-0, 0147335	-0, 0318297*
Language	0, 0120121	-0, 0208064*	-0, 0104759
Deals in sector	-0, 0004009	-0, 0002005	0, 000088
Acquirer financial leverage	-0, 000799	0, 0022054	0, 004568
_cons	0, 00782	0, 0097701	0, 0185569
Скорректированный **R2**	**0, 3190**	**0, 3060**	**0, 3042**

**** – значим на 1%-ном уровне; ** – значим на 10%-ном уровне; * – значим на 20%-ном уровне.*

Оценка параметров многофакторной регрессии для кластера 2 «Компании-покупатели из стран БРИКС». Переменная Industry положительно влияет на эффективность M&A только в окне события (-15; +1) и значима на уровне значимости 20%. Влияние принадлежности компаний к одной отрасли проявляется в период переговоров.

Переменная Language значима на уровне значимости 1% в окнах события (-15; +1) и (-1; +15) и на уровне значимости 20% в окне события (-1; +1). Языковые различия имеют сильный эффект именно для стран БРИКС ввиду более низкой грамотности сотрудников, что осложняет налаживание операционных процессов.

Переменная Acquirer financial leverage положительно влияет на эффективность M&A на уровне значимости 1% в окне события (-15; +1).

Анализ сделок, в которых компании-покупатели принадлежат к странам БРИКС, показал, что в целом гипотеза 3 подтверждается. Гипотеза 3 подтверждается только в одном окне собы-

тия, в то время как различия в языках постоянно значимы в каждом рассматриваемом окне. Подтверждение гипотезы 5 отражает значимость скорости операционной синергии и особенно важно именно для развивающихся рынков ввиду более низкого уровня образованности населения. Гипотеза 8 отвергается, следовательно, уровень долговой нагрузки компании-покупателя положительно влияет на избыточную накопленную доходность на краткосрочном временном интервале.

Таблица 7

Оценка параметров многофакторной регрессии «Компании-покупатели из стран БРИКС»

Переменная/Окно	**(-15; +1)**	**(-1; +1)**	**(-1; +15)**
Payment type	-0, 1330725	-0, 0301975	0, 1096098
Nature of bid	Omitted	Omitted	Omitted
Industry	0, 1047473*	0, 0190354	0, 0177944
Status	-0, 0167071	0, 0078334	0, 0182486
Language	-0, 9197027***	-0, 0581362*	-0, 7744153***
Deals in sector	0, 000277	-0, 0000409	-0, 0003581
Acquirer financial leverage	0, 0513807***	0, 0000188	0, 0122121
_cons	-0, 1581253	-0, 0037525	-0, 0377133
Скорректированный R2	**0, 5699**	**0, 3169**	**0, 5079**

**** – значим на 1%-ном уровне; ** – значим на 10%-ном уровне; * – значим на 20%-ном уровне.*

Оценка параметров многофакторной регрессии для кластера 3: «Компании-покупатели из развитых стран Евросоюза». Переменная Payment type значима на всех рассматриваемых окнах на уровне значимости 1% и 10% для окна (-1; +15). Оплата сделки акциями и долговыми инструментами положительно влияет на избыточную накопленную доходность компании-покупателя.

Анализ сделок показал, что гипотеза 1 отвергается, следовательно, оплата сделки M&A акциями положительно влияет на избыточную накопленную доходность на краткосрочном временном интервале.

Таблица 8

Оценка параметров многофакторной регрессии «Компании-покупатели из развитых стран ЕС»

Переменная/Окно	**(-15; +1)**	**(-1; +1)**	**(-1; +15)**
Payment type	0, 0387874***	0, 0210384***	0, 0223001**
Nature of bid	0, 0203193	0, 0054474	-0, 0026815
Industry	-0, 007226	-0, 0013478	0, 0011719
Status	-0, 007431	-0, 0037079	0, 0078314
Language	-1, 40E-07	-0, 0004815	-0, 0079238
Deals in sector	-0, 0000381	-0, 0000229	0, 0000825
Acquirer financial leverage	-0, 0004884	-0, 0013158	-0, 0011778
_cons	0, 0048433	0, 0130706	0, 0103291
Скорректированный R2	**0, 3025**	**0, 3031**	**3, 003**

**** – значим на 1%-ном уровне; ** – значим на 10%-ном уровне; * – значим на 20%-ном уровне.*

Общая оценка результатов эмпирического исследования и подтверждение гипотез Поскольку знаки значимых детерминант постоянны на всех окнах наблюдения, сделаем выводы о подтверждении или отвержении гипотез в зависимости от кластера компании – покупателя.

Таблица 9

Результаты эмпирического исследования в рамках выполнения гипотез

	Знак по гипотезе	Вся выборка	США&Канада	БРИКС	Развитые страны **ЕС**
Payment type	_	+ Гипотеза 1 отвергается	+ Гипотеза 1 отвергается	Незначим	+ Гипотеза 1 отвергается
Nature of bid	+	Незначим	Незначим	Незначим	Незначим
Industry	+	+ Гипотеза 3 не отвергается в 2 случаях из 3	+ Гипотеза 3 не отвергается в 1 окне	+ Гипотеза 3 не отвергается в 1 окне	Незначим
Status	_	Незначим	- Гипотеза 4 не отвергается в 1 окне	Незначим	Незначим
Language	_	- Гипотеза 5 не отвергается	- Гипотеза 5 не отвергается в 1 окне	- Гипотеза 5 не отвергается	Незначим
Deals in sector	+	Незначим	Незначим	Незначим	Незначим
Cluster	_	- Гипотеза 7 не отвергается в 2 случаях из 3	Незначим	Незначим	Незначим
Acquirer financial leverage	_	Незначим	Незначим	+ Гипотеза 8 отвергается в 1 окне	Незначим

В целом предполагаемые в гипотезах знаки детерминант не везде совпали с полученными в ходе эмпирического исследования.

Положительный знак перед переменной Payment type показывает, что оплата акциями лучше воспринимается инвесторами, чем оплата наличными. Это может быть связано с тем, что при оплате акциями менеджмент компании-цели имеет доступ к управлению компанией после слияния и может лучше наладить функционирование внутренних процессов. Оплата акциями предполагает большую прозрачность сделки и заинтересованность сторон в ее эффективности.

Положительный знак перед переменной Acquirer financial leverage может свидетельствовать о финансовой синергии при приобретении компании, которая разделит с компанией-покупателем финансовое бремя.

Заключение

Сделки слияний и поглощений всегда являлись драйверами развития международного бизнеса. Рост объемов сделок M&A, в том числе и международных, делает тему слияний и поглощений все более актуальной.

Для исследования международного рынка слияний и поглощений были приведены теоретические обоснования выбранных детерминант: способа оплаты сделки, дружественности или враждебности поглощения, принадлежности к одной отрасли, публичном или частном статусе компании, языковых различиях, количества сделок в секторе за последний год и финансового рычага компании-покупателя. Метод CAR на краткосрочном интервале позволил обнаружить интересные взаимосвязи зависимой переменной с детерминантами эффективности сделок слияний и поглощений. Разные окна событий позволили проанализировать различия в накопленной доходности в периоде за 15 дней до события, во время события и за 15 дней после сделки.

Новизна исследования заключалась в разделении выборки на кластеры. Компании-цели были резидентами стран ЕС на момент заключения сделки, а компании-покупатели делились на три кластера: развитые рынки США и Канады, страны БРИКС, развитые страны ЕС. Развитые страны были разбиты на кластеры, чтобы проследить преимущества деятельности в рамках Еврозоны.

Эмпирическая проверка гипотез дала интересные результаты. Анализ всей выборки показал, что значимыми факторами являются способ оплаты сделки и принадлежность к одной отрасли. Значимость переменной принадлежности к развитому или развивающемуся рынку обуславливает дальнейшее деление выборки на кластеры.

При исследовании международных сделок M&A с участием США и Канады было выявлено, что оплата сделки акциями и долговыми инструментами является наиболее значимым фактором и положительно влияет на избыточную накопленную доходность компании-покупателя. Принадлежность к одной отрасли, частный статус компании-цели и использование одинакового языка увеличивает эффективность сделки M&A.

На развивающихся рынках стран BRICS наиболее значимыми являются факторы принадлежности к одной отрасли, языковых различий и значения финансового рычага компании-покупателя. Таким образом, анализ сделок показал, что в целом гипотезы 3 и 5 подтверждаются. Наиболее значимым фактором являются языковые различия. Гипотеза 8 отвергается, следовательно, уровень долговой нагрузки компании-покупателя увеличивает избыточную накопленную доходность.

Анализ компаний-покупателей из развитых стран Евросоюза показал значимость переменной способа оплаты сделки на всех окнах события, что означает, что оплата сделки акциями повышает избыточную накопленную доходность для компании-покупателя на краткосрочном временном интервале.

Список литературы

1. 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(18).
2. Григорьева С.А., Троицкий П.В. Влияние слияний и поглощений на операционную эффективность компаний на развивающихся рынках капитала// Корпоративные финансы. 2012. №3(23).
3. Чиркова, Е.В., Чувствина, Е.В. (), Реакция рынка на объявление о приобретении компаний открытого и закрытого типа // Корпоративные финансы. 2011. №3(19).
4. Aguilera, R., Dencker, C, and Escandell, X. (2004), “Left at the altar: An institutional analysis of global merger and acquisition announcements in the 1990s”. Working Paper, College of Business, University of Illinois at Urbana-Champaign.
5. Angwin, D. (2001), “Mergers and acquisitions across European borders: National perspectives on pre-acquisition perspectives, due diligence and the use of professional advisers”, Journal of World Business, no. 36, pp. 32–57.
6. Asquith, P., Bruner, R. and Mullins, D. (1983), “The gains to bidding firms from merger”, *Journal of Financial Economics*, no. 11, pp. 121–139.
7. Ben-Amar, W., and Andre, P. (2006), “Separation of ownership from control and acquiring firm performance: the case of family ownership in Canada”, *Journal of Business Finance and Accounting*, no. 33, pp. 517–543.
8. Campa, J., and Hernando, I. (2008), “The reaction by industry insiders to M&As in the European financial industry”, *Journal of Financial Services Research*, vol. 33, no. 2, 127–146.
9. Evans, P., Pucik, V., and Barsoux, J.L. (2002), *“The global challenge: Frameworks for international human resource management”*, Boston, MA: McGraw-Hill.

10. Faccio, M., and Masulis, R.W. (2005), "The choice of payment method in European mergers and acquisitions", *Journal of Finance*, vol. 60, no. 3, pp. 1345–1388.

11. Fauli-Oller, R. (2000), "Takeover waves", *Journal of Economics and Management Strategy*, vol. 9, no. 2: pp. 189–210.

12. Garvey, G. T. and Hanka, G. (1999), "Capital structure and corporate control: the effect of antitakeover statutes on firm leverage", *Journal of Finance*, no. 54, pp. 519–546.

13. Ghosh, A., and Ruland, W. (1998), "Managerial ownership, the method of payment for acquisitions, and executive job retention", *Journal of Finance*, no. 53, pp. 785–798.

14. Goulet, P.K., and Schweiger, D.M. (2006), "*Managing culture and human resources in mergers and acquisitions"*, In G. K. Stahl & I. Bjrkman (Eds), Handbook of research in international human resource management: 405–429, Cheltenham: Edward Elgar.

15. Gupta, A. and Misra, L. (2004), "Deal size, premium paid and the gains in financial mergers: the impact of managerial motivation", Working Paper, Bentley College of Business.

16. Hansen, R.G. (1987), "A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions", *Journal of Business*, no. 60, pp. 75–95.

17. Hofstede, G. (1983), "The cultural relativity of organizational practices and theories", *Journal of International Business Studies*, vol. 14, pp. 75–89.

18. Kirkman, B.L., Lowe, K.B., and Gibson, C.B. (2006), "A quarter century of culture's consequences: a review of empirical research incorporating Hofstede's cultural values framework", *Journal of International Business Studies*, vol. 37, no. 3, pp. 285–320.

19. Martin, K.J. (1996), "The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities and management ownership", *Journal of Finance*, no. 51, 1227–1246.

20. Martynova, M., and Renneboog, L. (2006), "Mergers and acquisitions in Europe", Tilburg University Working Paper.

21. Morosini, P., and Singh, H. (1994), "Post-cross border acquisitions: Implementing "national culture-compatible" strategies to improve performance", *European Management Journal*, vol. 12, no. 4, pp. 390–400.

22. Morosini, P., Shane, S. and Singh, H. (1998), "National cultural distance and cross-border acquisition performance", *Journal of International Business Studies*, vol. 29, no 1, pp. 137–158.

23. Rossi, S., and Volpin, P.F. (2004), "Cross-country determinants of mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*, vol. 74, no. 2, pp. 277–304.

24. Schenk (1996), "Bandwagon mergers, international competitiveness, and government policy*, Empirica*, vol. 23, no 3, pp. 255–278.

25. Shleifer, A., and Vishny, R. (1986), "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, no. 94, pp. 461–488.

26. Shleifer, A., and Vishny R.W. (2003), "Stock market driven acquisitions", *Journal of Financial Economics,* no. 70, pp. 295–311.

27. Slangen, A.H.L. (2006), "National cultural distance and initial foreign acquisition performance: the moderating effect of integration", *Journal of World Business*, vol. 41, no. 2, pp. 161–170.

28. Song, M.H., and Walking, R.A. (2004), "Anticipation acquisitions and the bidder return puzzle", Working Paper, Ohio State University.

29. Travlos, N.G. (1987), "Corporate takeover bids, method of payment, and bidding firms' stock returns", *Journal of Finance,* no. 42, pp. 943–963.

30. Sudarsanam, S. and Mahate A. (2006), "Are friendly acquisitions too bad for shareholders and managers? Long-term value creation and top management turnover in hostile and

friendly acquirers", *British Journal of Management*, no. 17, pp. 7–30.

31. Very, P., Lubatkin, M., and Caloh, R. (1996), "A cross-national assessment of acculturative stress in recent European mergers", *International Studies of Management and Organization*, vol. 26, no. 1, pp. 59–86.

32. Walker, M. (2000), "Corporate takeovers, strategic objectives and acquiring firm shareholder wealth", *Financial Management*, no. 20, pp. 53–66.

DETERMINANTS OF M&A EFFECTIVENESS IN ACQUISITIONS OF EU COMPANIES

Maslennikova Marina,
Credit Inspector Sberbank CIB

Partin Ilya,
Higher School of Economics, CFCenter, Research fellow

Abstract

M&A deals have always been the drivers of international business development. Growth of international M&A deals volume puts the scrutinized issue on the front burner. Under this article the key effectiveness determinants of international M&A deals with the participation of EU countries are analyzed on the data period from 2006 to 2014, excluding financial crisis.

For international M&A deals research the following determinants are chosen on the basis of theoretical background: method of payment, friendliness or hostility of merger, belonging to the same industry, public or private status of the company, language differences, amount of M&A deals in the industry in the past year and financial leverage of the acquiring company. Method of CAR (Cumulated abnormal return) in the short-run period allows finding puzzling interconnections between dependent variable and the determinants of effectiveness. Different event-windows give the opportunity to analyze differences in CAR-values in 15 days before event, in the time of event and 15 days after event.

Novelty of the paper lies in the division on the sample in clusters. Target-companies are all EU-residents on the moment of deal, but acquiring companies are divided into 3 groups by the country of residence: developed markets of USA and Canada, developing BRICS countries and developed countries of EU. Developed countries were graded to indicate advantages of European-zone residence.

Whole sample analysis shows that significant factors are payment method and belonging to the same industry. Significance of dummy-variable «cluster» determines partial group analysis.

International M&A deals effectiveness with USA and Canada is strongly influenced by method of payment – stocks and debt instruments increase CAR-value of the acquiring company. Belonging to the same industry, private status of the target-company and the same language positively influence M&A effectiveness.

Belonging to the same industry and financial leverage of the acquiring-companies positively affect CAR in deals with developing markets of BRICS countries. The strongest negative effect is made by language differences.

Analysis of EU acquiring companies shows the significance of the single variable – method of payment in all event – windows. As a result, payment with stocks increases CAR-value for the acquiring company in the short-run period.

Key words: M&A, effectiveness, CAR, developed markets, BRICS

JEL: 340

Referenses

1. Aguilera, R., Dencker, C, and Escandell, X. (2004), “Left at the altar: An institutional analysis of global merger and acquisition announcements in the 1990s”. Working Paper, College of Business, University of Illinois at Urbana-Champaign.
2. Angwin, D. (2001), “Mergers and acquisitions across European borders: National perspectives on pre-acquisition perspectives, due diligence and the use of professional advisers”, Journal of World Business, no. 36, pp. 32–57.
3. Asquith, P., Bruner, R. and Mullins, D. (1983), “The gains to bidding firms from merger”,

Journal of Financial Economics, no. 11, pp. 121–139.

4. Ben-Amar, W., and Andre, P. (2006), "Separation of ownership from control and acquiring firm performance: the case of family ownership in Canada", *Journal of Business Finance and Accounting*, no. 33, pp. 517–543.
5. Campa, J., and Hernando, I. (2008), "The reaction by industry insiders to M&As in the European financial industry", *Journal of Financial Services Research*, vol. 33, no. 2, 127–146.
6. CHirkova, E.V., CHuvstvina, E.V. (), Reakciya rynka na ob»yavlenie o priobretenii kompanij otkrytogo i zakrytogo tipa // / Korporativnye finansy [Jo*urnal of Coprorate Finance Research*],. 2011. №3(19).
7. Evans, P., Pucik, V., and Barsoux, J.L. (2002), *"The global challenge: Frameworks for international human resource management"*, Boston, MA: McGraw-Hill.
8. Faccio, M., and Masulis, R.W. (2005), "The choice of payment method in European mergers and acquisitions", *Journal of Finance*, vol. 60, no. 3, pp. 1345–1388.
9. Fauli-Oller, R. (2000), "Takeover waves", *Journal of Economics and Management Strategy*, vol. 9, no. 2: pp. 189–210.
10. Garvey, G. T. and Hanka, G. (1999), "Capital structure and corporate control: the effect of antitakeover statutes on firm leverage", *Journal of Finance*, no. 54, pp. 519–546.
11. Ghosh, A., and Ruland, W. (1998), "Managerial ownership, the method of payment for acquisitions, and executive job retention", *Journal of Finance*, no. 53, pp. 785–798.
12. Goulet, P.K., and Schweiger, D.M. (2006), "*Managing culture and human resources in mergers and acquisitions"*, In G. K. Stahl & I. Bjrkman (Eds), Handbook of research in international human resource management: 405–429, Cheltenham: Edward Elgar.
13. Grigor'eva, S.A., Grinchenko, A.YU. Vliyanie sdelok sliyanij i pogloshchenij v finansovom sektore na stoimost' kompanij-pokupatelej na razvivayushchihsya rynkah kapitala // Korporativnye finansy [Jo*urnal of Coprorate Finance Research*], 2012. №3(23).2013. №4(18).
14. Grigor'eva S.A., Troickij P.V. Vliyanie sliyanij i pogloshchenij na operacionnuyu ehffektivnost' kompanij na razvivayushchihsya rynkah kapitala // Korporativnye finansy [Jo*urnal of Coprorate Finance Research*], 2012. №3(23).
15. Gupta, A. and Misra, L. (2004), "Deal size, premium paid and the gains in financial mergers: the impact of managerial motivation", Working Paper, Bentley College of Business.
16. Hansen, R.G. (1987), "A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions", *Journal of Business*, no. 60, pp. 75–95.
17. Hofstede, G. (1983), "The cultural relativity of organizational practices and theories", *Journal of International Business Studies*, vol. 14, pp. 75–89.
18. Kirkman, B.L., Lowe, K.B., and Gibson, C.B. (2006), "A quarter century of culture's consequences: a review of empirical research incorporating Hofstede's cultural values framework", *Journal of International Business Studies*, vol. 37, no. 3, pp. 285–320.
19. Martin, K.J. (1996), "The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities and management ownership", *Journal of Finance*, no. 51, 1227–1246.
20. Martynova, M., and Renneboog, L. (2006), "Mergers and acquisitions in Europe", Tilburg University Working Paper.
21. Morosini, P., and Singh, H. (1994), "Post-cross border acquisitions: Implementing "national culture-compatible" strategies to improve performance", *European Management Journal*, vol. 12, no. 4, pp. 390–400.
22. Morosini, P., Shane, S. and Singh, H. (1998), "National cultural distance and cross-border acquisition performance", *Journal of International Business Studies*, vol. 29, no 1, pp. 137–

158.

23. Rossi, S., and Volpin, P.F. (2004), "Cross-country determinants of mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*, vol. 74, no. 2, pp. 277–304.

24. Schenk (1996), "Bandwagon mergers, international competitiveness, and government policy, *Empirica*, vol. 23, no 3, pp. 255–278.

25. Shleifer, A., and Vishny, R. (1986), "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, no. 94, pp. 461–488.

26. Shleifer, A., and Vishny R.W. (2003), "Stock market driven acquisitions", *Journal of Financial Economics,* no. 70, pp. 295–311.

27. Slangen, A.H.L. (2006), "National cultural distance and initial foreign acquisition performance: the moderating effect of integration", *Journal of World Business*, vol. 41, no. 2, pp. 161–170.

28. Song, M.H., and Walking, R.A. (2004), "Anticipation acquisitions and the bidder return puzzle", Working Paper, Ohio State University.

29. Travlos, N.G. (1987), "Corporate takeover bids, method of payment, and bidding firms' stock returns", *Journal of Finance,* no. 42, pp. 943–963.

30. Sudarsanam, S. and Mahate A. (2006), "Are friendly acquisitions too bad for shareholders and managers? Long-term value creation and top management turnover in hostile and friendly acquirers", *British Journal of Management*, no. 17, pp. 7–30.

31. Very, P., Lubatkin, M., and Caloh, R. (1996), "A cross-national assessment of acculturative stress in recent European mergers", *International Studies of Management and Organization*, vol. 26, no. 1, pp. 59–86.