

# ВЛИЯНИЕ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В ФИНАНСОВОМ СЕКТОРЕ НА СТОИМОСТЬ КОМПАНИЙ-ПОКУПАТЕЛЕЙ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ КАПИТАЛА<sup>1</sup>

Григорьева С.А.<sup>2</sup>, Гринченко А.Ю.<sup>3</sup>

Исследование эффективности сделок слияний и поглощений в финансовом секторе остается одной из актуальных тем в академических работах последних лет. В отличие от существующих исследований, изучающих в основном эффекты от сделок на развитых рынках капитала, мы представляем результаты оценки влияния слияний и поглощений на стоимость компаний-покупателей с быстрорастущих рынков BRICS. Исследование построено на наиболее позднем временном периоде, 2000–2012 гг., и изучает влияние кризиса 2008–2009 гг. на эффективность сделок. Основываясь на выборке, включающей 264 сделки M&A в финансовом секторе, мы доказываем, что слияния и поглощения создают стоимость для акционеров компаний-покупателей. Основными детерминантами эффективности совершенных сделок являются: способ оплаты, относительный размер сделки, наличие нематериальных активов у компании-покупателя, имеющийся опыт в проведении слияний и поглощений, а также разница в развитии стран-участниц сделок.

**Ключевые слова:** слияния и поглощения, финансовый сектор, накопленная избыточная доходность, развивающиеся рынки капитала

**JEL:** G14, G21, G34

Исследование эффективности сделок по передаче корпоративного контроля остается одной из центральных тем в академических работах последних лет. Оценка эффектов от сделок M&A и выявление факторов, влияющих на их эффективность, необходимы для повышения качества финансового обоснования стратегий слияний и поглощений и роста стоимости компаний в результате M&A. Значительная часть существующих исследований посвящена изучению влияния сделок на стоимость компаний в финансовом секторе. Глобализация рынков капитала, развитие технологий, дерегулирование банковской деятельности, рост конкуренции, усиление контроля над кредитными организациями и создание единого финансового рынка в Европейском союзе способствуют консолидации банковского рынка, росту количества и объемов сделок слияний и поглощений и созданию международных финансовых компаний как на развитых, так и на развивающихся рынках капитала. Доля развивающихся стран в общем объеме финансовых сделок M&A неуклонно растет – доля только стран BRICS с 2001 г. по 2012 г. возросла с 1% до 11%, достигнув пика в 13% в 2009 году. Доля стран BRICS в общем количестве осуществляемых в мире финансовых сделок M&A с 2007 г. стабильно составляет от 8% до 10% (Приложение 1). Наибольшую активность в финансовом секторе проявляет Китай, количество сделок которого с 2000 г. возросло в 100 раз. Максимальный объем сделок составил, более 43 млрд долл. США в 2011 г.

Рост активности на рынке M&A в финансовом секторе в последние десятилетия способствует увеличению количества исследований, изучающих эффективность данных сделок и факторов, определяющих успешность слияний и поглощений. В отличие от существующих академических работ, изучающих в основном эффекты от сделок на данных компаний США и Европейского союза, мы представляем результаты оценки влияния слияний и поглощений на стоимость компаний-покупателей с быстрорастущих рынков BRICS. Исследование построено на наиболее позднем временном периоде, 2000–2012 гг., изучает влияние кризиса 2008–2009 гг., а также выявляет детерминанты эффективности сделок.

Статья структурирована следующим образом. В первую очередь мы приводим анализ результатов существующих исследований, изучающих влияние слияний и поглощений в финансо-

1. Исследование осуществлено в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2013 г.

2. Исследование осуществлено в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2013 г.

3. Канд. эконом. наук, доцент, департамент финансов, НИУ ВШЭ.

вом секторе на стоимость компаний на развитых и развивающихся рынках капитала. Далее мы формулируем гипотезы для тестирования на развивающихся рынках BRICS, представляем описание модели исследования и критериев формирования выборки. В конце приводим основные результаты и обсуждаем возможные направления для дальнейших исследований.

### Влияние сделок M&A на стоимость компаний финансового сектора

Одним из наиболее часто используемых методов в академических работах, изучающих эффективность сделок слияний и поглощений в финансовом секторе, является метод событий, или метод накопленной избыточной доходности (event study) (Dolley, 1933). Он основывается на том, что цена акций представляет собой дисконтированную величину будущих денежных потоков для собственника, а также на предпосылке о том, что рынок эффективно реагирует на новую информацию о компании (гипотеза эффективности рынков, Fama, 1969). Поэтому реакция рынка на объявления о слияниях и поглощениях, выражающаяся в изменении накопленной доходности акций компании за определенный период, будет являться индикатором успешности совершенной сделки M&A.

Авторы зарубежных исследований, изучающие эффективность слияний и поглощений в финансовом секторе, сходятся во мнении относительно того, что акционеры компаний-целей практически всегда выигрывают в результате сделок (DeLong, 2001; Beitel et al., 2004; Kirchhoff, 2006; Asimakopoulou, Athanasoglou, 2013 и др.), в то время как акционеры компаний-покупателей, как правило, не получают значимых выгод от слияний и поглощений. Лишь приблизительно в четверти исследований за последние двадцать лет (Kirchhoff, 2006) доказывается положительное влияние сделок M&A в банковском секторе на стоимость компаний (Brewer et al., 2000; Becher, 1999; Cybo-Ottone, Murgia, 2000; Liargovas, Repousis, 2011; Kiyamaz, College, 2013). В остальных случаях исследователи либо приходят к противоречивым результатам, либо констатируют разрушение стоимости для компаний-покупателей в результате слияний и поглощений (Houston, Ryngaert, 1994; Toyne, Tripp, 1998; Schmutzter, 2006; DeLong, 2001; Cornett et al., 2003; Liao, Williams, 2008; Asimakopoulou, Athanasoglou, 2013). Выводы относительно международных сделок, осуществляемых компаниями из США или европейских стран, разнятся: если эффективность европейской географической экспансии в целом доказывается, то сделки, инициируемые компаниями из США, в большинстве случаев оказываются неэффективными. Результаты наиболее поздних и значимых исследований влияния сделок M&A на стоимость компаний на краткосрочном временном горизонте мы суммировали в Приложении 2. Как видно из данного приложения, в основном исследования направлены на изучение эффективности сделок компаний, функционирующих на развитых рынках капитала. Анализ влияния слияний и поглощений на стоимость компаний с развивающихся рынков представлен в академических работах мало. Исследования сосредоточены на компаниях Латинской Америки, Центральной и Восточной Европы и Азии. Изучение последствий сделок M&A в развивающихся странах началось в последние несколько лет, и какие-то общие тенденции в работах пока выделить сложно.

В работе Ляо и Уильямс (Liao, Williams, 2008) на выборке 74 международных сделок в банковской отрасли, в результате которых компаниями из развитых стран Северной Америки, Азии и Европы приобретались компании из Латинской Америки, Центральной, Восточной Европы и Азии, в период с 1998 по 2005 г., показано, как и в большинстве исследований, что значения накопленной избыточной доходности для компаний-целей превышают значения для компаний-покупателей. Авторы выявили, что акционеры компаний-целей из Латинской Америки получают более высокие выгоды от сделок, нежели акционеры из других регионов. Акционеры же компаний-покупателей, напротив, проигрывают в данных сделках. Значения накопленной избыточной доходности являются значимо отрицательными в пределах всех рассматриваемых в статье окон событий. При покупке компаний из Центральной, Восточной Европы и Азии совокупная доходность акционеров является положительной и статистически значимой. Также в исследовании проанализировано, каким образом размер приобретаемого

пакета, тип приобретения и страна компании-покупателя влияют на значения доходностей для акционеров.

Результаты, полученные Ляо и Уильямс, частично подтверждает, работа Годдарда и др. (Goddard et al., 2012). Изучая выборку, включающую 132 сделки M&A с участием компаний из семи развивающихся азиатских стран и пяти стран Латинской Америки, совершенные в период с 1998 по 2009 г., авторы доказали эффективность межбанковских сделок для компаний-целей. Значения накопленной избыточной доходности для компаний-покупателей оказались положительными, но статистически незначимыми. Также в работе показано, что опыт, имеющийся в проведении сделок, снижает эффективность будущих слияний и поглощений. Акционеры компаний-покупателей в большей степени выигрывают при приобретении целей с низким значением относительной доходности собственного капитала (Relative Return on Equity, ROE) и низким относительным показателем операционных расходов к доходам банка до сделки (Relative cost-to-income ratio, CIR), а также от слияний и поглощений с участием государства и сделок, оплаченных акциями.

Создание стоимости для акционеров компаний-покупателей доказывается в работе Ма и др. (Ma et al., 2012). Анализируя 84 сделки M&A в 10 развивающихся азиатских странах в период с 1998 по 2008 г., авторы констатировали положительную реакцию фондового рынка на объявления о слияниях и поглощениях, причем рынок одинаково реагировал на сделки фокусирования и диверсификации.

Исследований, рассматривающих эффективность сделок слияний и поглощений, осуществляемых российскими финансовыми компаниями, найдено не было. Однако есть несколько работ, посвященных нефинансовым компаниям (Чиркова, Чувствина, 2011; Партин, 2012; Григорьева, 2011; Григорьева, Троицкий, 2012). В большинстве исследований авторы доказывали, что сделки M&A не разрушают стоимость компаний-покупателей.

Низкая проработанность вопроса оценки эффективности сделок M&A в финансовом секторе на развивающихся рынках капитала вызывает необходимость дальнейшего изучения влияния слияний и поглощений на стоимость компаний, а также выявления факторов создания и разрушения стоимости.

В качестве факторов, влияющих на эффективность сделок слияний и поглощений в финансовом секторе, в научной литературе чаще всего выделяют: способ оплаты, дружелюбность сделок, инициирование слияний и поглощений государством, имеющийся опыт проведения сделок у компании-покупателя, размер компании-покупателя, отношение доходностей собственного капитала или активов компаний-участников сделки, отношение показателя операционных расходов и доходов банков, ликвидность финансовых компаний, финансовый рычаг, направленность сделки (международная или локальная), тип сделки (диверсификация или фокусирование), качество корпоративного управления, уровень развития страны компании-цели, культурные различия и другие (Campbell et al., 2001; DeLong, 2001; Cornett et al., 2003; Beitel et al., 2004; Schmautzer, 2006; Fritsch et al., 2007; Liao, Williams, 2008; Panagiotis Liargovas, 2011; Ma et al., 2012; Goddar, 2012; Beltratti, Paladino, 2013; Panayiotis, Athanasoglou, 2013). Анализ результатов данных исследований позволяет заключить, что наиболее эффективную сделку может осуществить небольшая компания-покупатель с более высоким качеством корпоративного управления по сравнению с компанией-целью. Сделка должна быть оплачена наличными и быть для компании-покупателя первой, осуществляемой ею за историю существования, а стратегией сделки должна быть экспансия в менее развитую страну.

### **Влияние сделок слияний и поглощений в финансовом секторе на стоимость компаний-покупателей стран BRICS**

#### *Гипотезы исследования*

Основываясь на результатах, полученных исследователями о влиянии слияний и поглощений на стоимость компаний на развитых и развивающихся рынках капитала, обнаруженных зависимостях между эффективностью сделок и различными фактора-

ми, а также доступностью информации о сделках M&A на развивающихся рынках капитала, мы считаем целесообразным тестирование следующих 13 гипотез применительно к компаниям стран BRICS, инициировавшим сделки M&A в период с 2000 по 2012 гг.

**Гипотеза 1.** Сделки слияний и поглощений, инициированные компаниями из стран BRICS, ведут к созданию стоимости компаний-покупателей:  $CAR^{BZ} > 0$ ,  $CAR^{RU} > 0$ ,  $CAR^{IN} > 0$ ,  $CAR^{CH} > 0$ ,  $CAR^{SA} > 0$ .

**Гипотеза 2.** Сделки слияний и поглощений, инициированные компаниями из стран группы BRICS, ведут к созданию стоимости компаний-покупателей:  $CAR^{BRICS} > 0$ .

Согласно утверждению Кханна, Палепу (Khanna, Palepu, 1997; Khanna, Palepu, 2000), выгоды от интеграции могут быть выше на развивающихся рынках капитала в силу менее развитой институциональной среды. В данных условиях функции различных институтов развитого рынка могут частично брать на себя крупные интегрированные компании, формируя тем самым дополнительные источники создания стоимости. Принимая во внимание данное утверждение, а также то, что в существующих работах, изучающих эффективность сделок M&A в финансовом и нефинансовом секторах на развивающихся рынках капитала, исследователи в основном не обнаруживали разрушение стоимости для компаний-покупателей, мы предполагаем, что объединение компаний в финансовом секторе на развивающихся рынках BRICS будет способствовать созданию стоимости для акционеров.

**Гипотеза 3.** Стратегия международного расширения компаний за счет осуществления сделок M&A ведет к созданию стоимости компаний-покупателей из финансового сектора стран группы BRICS и является более выгодной, чем расширение на внутреннем рынке:  $CAR^{crossborder} > 0$ ,  $CAR^{crossborder} > CAR^{local} > 0$ .

Данная гипотеза строится на предположении о том, что, выйдя на международный рынок, компания получает возможность перенять опыт конкурентов, возможно, получить доступ к специфическим технологиям, бренду или укрепившейся клиентской базе (Boot, 2003).

**Гипотеза 4.** Стратегия диверсификации компаний за счет осуществления сделок M&A ведет к созданию стоимости компаний-покупателей из финансового сектора стран группы BRICS и является более выгодной, чем стратегия фокусирования:  $CAR^{not-same-industry} > 0$ ,  $CAR^{not-same-industry} > CAR^{same-industry} > 0$ .

На развивающихся рынках капитала расширение компании в ту же или смежные финансовые отрасли может не давать ей возможности увеличить долю рынка, так как он достаточно ограничен и, например, клиентская база не растет за счет сделки. При этом создание конгломератов (финансово-промышленных групп, ФПГ) дает возможность компании конкурировать не только на внутреннем, но и на внешнем рынке.

**Гипотеза 5.** Размер компании-покупателя отрицательно влияет на значения накопленной избыточной доходности для сделок M&A, инициированных компаниями из стран группы BRICS.

Согласно теории экономии на масштабе предполагается, что менее крупная компания-покупатель должна больше выигрывать от осуществления сделки, чем более крупная компания (Schmautzer, 2006). Кроме того, чем меньше компания-покупатель и чем меньше компания-цель, тем проще компании-покупателю интегрировать ее в свою деятельность (Liao, Williams, 2008). Кэмпбелл и др. (Campbell et al., 2001) показали отрицательную связь между размером компании-покупателя и эффективностью сделки, при этом данная связь сохраняется при выделении публичных и частных компаний-целей в отдельные подвыборки.

В рассмотренных исследованиях в качестве прокси для показателя «размер компании» используется натуральный логарифм активов компании-покупателя.

**Гипотеза 6.** Оплата сделки денежными средствами положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности компаний-покупателей из стран группы BRICS.

Одной из наиболее распространенных детерминант в изучении эффективности сделок слияний и поглощений, в том числе в финансовом секторе, является способ оплаты сделки.

Следуя теории асимметрии информации (Myers, Majluf, 1984), согласно которой менеджеры компании-покупателя предпочитают оплату наличными в случае, если полагают, что акции компании недооценены и финансирование сделки с помощью дополнительной эмиссии акций в случае переоценки акций рынком, мы полагаем, что оплата слияний и поглощений денежными средствами будет положительно влиять на значения накопленной избыточной доходности для сделок M&A, инициированных компаниями из стран BRICS (Amihud et al., 1990; DeLong, 2001).

В рассмотренных исследованиях данный фактор измеряется с помощью бинарной переменной, которая эквивалентна 1, если оплата производится наличными, и 0 – если акциями.

**Гипотеза 7.** Размер сделки положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности компаний-покупателей из стран группы BRICS.

В академической литературе существуют различные мнения относительно направления влияния размера сделки на значения накопленной избыточной доходности. Мы предполагаем, что крупная сделка дает компании-покупателю возможности для значительного расширения собственной деятельности, и реализации экономии на масштабе.

В качестве прокси-переменной для указанного фактора ряд исследователей используют отношение размера сделки к рыночной капитализации компании-покупателя (Kaplan, Weisbach, 1992).

**Гипотеза 8.** Высокая операционная эффективность компании-покупателя положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности для сделок M&A, инициированных компаниями из стран группы BRICS.

Для оценки операционной эффективности финансовых компаний в работах авторами используется отношение доходности активов (ROA) или собственного капитала (ROE) компаний –участников сделки, а также отношение операционных расходов к доходам банка (CIR) (Goddard et al., 2012; Panagiotis Liargovas, 2011).

**Гипотеза 9.** Наличие у компании-покупателя каких-либо неизмеримых (нематериальных) активов положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности для сделок M&A, инициированных компаниями из стран группы BRICS.

Существование в компании значительных нематериальных активов дает ей возможность «распространить» эти активы на покупаемую компанию. Например, качественная клиентская база компании-покупателя при осуществлении сделки объединяется и «распространяется» на компанию-цель, таким образом давая возможность компании-покупателю получить дополнительные выгоды. Особенно этот эффект должен быть замечен при осуществлении международных сделок.

В рассматриваемых исследованиях по финансовому сектору подобный показатель не встречался, однако в исследованиях нефинансовых компаний прокси-переменной для подобного эффекта является показатель Q Тобина (Stewart, 1997).

**Гипотеза 10.** Наличие у компании-покупателя опыта в проведении сделок слияний и поглощений положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности для сделок M&A, инициированных компаниями из стран группы BRICS.

Предполагается, что при осуществлении нескольких сделок M&A подряд компания-покупатель приобретает необходимый опыт, который дает ей возможность «верно» выбирать компанию-цель и условия сделки.

Для тестирования данной гипотезы в работе вводится бинарная переменная, принимающая значение 1, если компания до текущей сделки принимала участие в других слияниях или поглощениях, и 0 – если это ее первая сделка.

**Гипотеза 11.** Высокий уровень развития страны, в которой функционирует компания-покупатель, положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности для сделок M&A, инициированных компаниями из стран группы BRICS.

Текущая экономическая ситуация в стране, в особенности для развивающихся стран, в значительной мере влияет на деятельность компаний, как финансовых, так и нефинансовых.

В предыдущих исследованиях в качестве прокси для тестирования подобной гипотезы выступал показатель ВВП и ВВП на душу населения – как в абсолютном выражении, так и рост указанных показателей (Goddard et al., 2012).

**Гипотеза 12.** Большой уровень развития страны компании-покупателя относительно страны компании-цели положительно влияет на значения накопленной избыточной доходности для сделок M&A, инициированных компаниями из стран группы BRICS.

Предполагается, что в случае, если компания-покупатель выходит на менее развитый, по сравнению со своим, рынок, у нее появляются возможности для большего роста.

В рассмотренных исследованиях прокси-переменной для данного показателя являлся либо факт покупки компанией с развитого рынка компании с развитого или же развивающегося рынка (присвоение странам компаний-целей характеристики «развитая» или «развивающаяся»). Альтернативной прокси-переменной является рост ВВП страны компании-цели и отношение ВВП на душу населения стран – участниц сделки (Kiyamaz, College, 2013).

**Гипотеза 13.** Мировой финансовый кризис отрицательно влияет на значения накопленной избыточной доходности компаний-покупателей из стран группы BRICS.

Для оценки данного эффекта используется бинарная переменная, принимающая значения 1, если сделка была объявлена в период кризиса (середина 2008 – середина 2009 гг.), и 0 – в остальных случаях.

*Модель исследования и описание переменных*

На первом этапе для тестирования гипотез 1–4 будет использована модель, основанная на методе накопленной избыточной доходности. Для выявления детерминант эффективности сделок M&A, инициированных компаниями из стран BRICS, и тестирования гипотез 5–13 на втором этапе исследования будет построена многофакторная регрессионная модель.

Для изучения реакции фондового рынка на объявления о слияниях и поглощениях необходимым и важным является выбор длины окна события (event window) и оценочного периода (estimation period), а также способа вычисления нормальной доходности акций. В качестве периода наблюдения нами было выбрано окно события длиной в 41 день (-20... 20), которое далее варьировалось в сторону уменьшения. Длина оценочного периода составила 150 торговых дней до начала окна наблюдения события.

Наиболее распространенным методом расчета нормальной доходности является рыночная модель (McKinlay, 1997):

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

где:

$R_{jt}$  – рыночная доходность в оценочный период (estimation period);

$\beta_j$  – измеряет чувствительность акций компании j к средней рыночной доходности;

$\alpha_j$  – измеряет доходность за период, не объясненную рынком;

$\varepsilon_{jt}$  – статистическая ошибка;  $E(\varepsilon_{jt}) = 0$ ,  $\text{var}(\varepsilon_{jt}) = \sigma^2$ .

Для построения рыночной модели необходимы ежедневные котировки акций. Фондовые рынки растущих стран значительно уступают в ликвидности развитым. Поэтому часто возникает ситуация, когда торги по определенной акции не проводятся, что приводит к проблеме в оценке параметров стандартной рыночной модели. Существует несколько способов решения проблемы пропущенных данных, преимущества и недостатки которых подробно обсуждаются во многих работах (Maynes, Rumsey, 1993; Bartholdy et al., 2007).

В данном исследовании будет применена техника метода trade-to-trade, которая теоретически позволяет построить оценки избыточной доходности, а также тестовые статистики, которые были бы несмещенными и достаточно эффективными (Maynes, Rumsey, 1993).

Согласно данному методу, для всех пропущенных данных рассчитывается доходность между торговыми днями (trade-to trade), для которых имеется информация, то есть:

$$R_t = h \left( \frac{P_t}{P_{t-n}} \right) = h \left( \frac{P_t}{\hat{P}_{t-1}} \times \frac{\hat{P}_{t-1}}{\hat{P}_{t-2}} \times \dots \times \frac{\hat{P}_{t-(n-1)}}{P_{t-n}} \right), \quad (2)$$

где:

$P_t; P_{t-1}$  – цены закрытия акций компании в момент времени  $t$  и  $t-n$ ;

$P_s$  – ненаблюдаемые цены закрытия в момент  $s$ , когда торги по акции отсутствовали.

На втором шаге таким же образом корректируется доходность рыночного индекса для сопоставимости данных.

Далее на основе полученного ряда оценивается модель вида:

$$R_t = \sum_{s=t-(n-1)}^t r_s = \sum (\alpha + \beta r_m + \varepsilon_s) = n\alpha + \beta \sum_{s=t-(n-1)}^t r_m + \sum_{s=t-(n-1)}^t \varepsilon_s = n\alpha + \beta R_m + \sum_{s=t-(n-1)}^t \varepsilon_s \quad (3)$$

где:

$r_s$  – это ненаблюдаемая доходность в день  $s$ ,

$n$  – количество дней между торгами.

Так как  $\sum_{s=t-(n-1)}^t \varepsilon_s$  зависит от числа дней в периоде ( $n$ ), это приводит к тому, то при оценке модели мы сталкиваемся с проблемой гетероскедастичности. Это приводит к неэффективности оценок и ненадежности тестовых статистик вследствие смещенности дисперсий. Для того чтобы избежать этого, можно воспользоваться взвешенным методом наименьших квадратов. То есть оценивается модель вида:

$$\frac{1}{\sqrt{n}} R_t = \sqrt{n}\alpha + \beta \frac{1}{\sqrt{n}} R_m + \frac{1}{\sqrt{n}} \sum_{s=t-(n-1)}^t \varepsilon_s \quad (4)$$

В итоге мы получаем эффективную оценку параметров  $\hat{\alpha}$  и  $\hat{\beta}$ . С учетом корректировок избыточная доходность равна:

$$AR_t = \frac{1}{\sqrt{n}} = R_t - \sqrt{n}\hat{\alpha} + \frac{1}{\sqrt{n}} \hat{\beta} R_{mt} \quad (5)$$

Стоит отметить, что здесь  $t$  – это номер торгового дня с полной информацией о цене. В случае, когда  $n = 1$ , trade-to-trade совпадает с ежедневной доходностью.

Безусловно, этот способ не позволяет полностью учесть колебания цен, так как игнорирует данные в сами пропущенные дни. Однако Мейнс и Рамси (Maynes, Rumsey, 1993) показали, что метод trade-to-trade дает лучший результат по сравнению с другими способами решения проблемы пропущенных данных.

Итогом метода событий является расчет накопленной избыточной доходности (cumulative abnormal returns, CAR):

$$CAR = \sum_{t=-m}^m AR_t, \quad (6)$$

где  $m$  – количество дней до и после события в пределах окна события (event window).

Статистическая значимость значений CAR проверяется в работе при помощи *t*-теста (McKinlay, 1997) и непараметрического теста рангов (Rank-test) (Maynes, Rumsey, 1993).

На втором этапе исследования, для выявления факторов, влияющих на значения CAR, была построена модель следующего вида:

$$CAR_i = \alpha_i + \beta_1(LNTA) + \beta_2(PAY) + \beta_3(DEAL\ SIZE) + \beta_4(ROA) + \beta_5(QTobin) + \beta_6(EXP) + \beta_7(GDP) + \beta_8(diffGDPacq / tar) + \beta_9(CRISIS) + \varepsilon_i \quad (7)$$

Обозначения объясняющих переменных и способ их расчета представлены в Приложении 3. Данная модель была проверена на наличие мультиколлинеарности с помощью VIF и гетероскедастичности с помощью тестов Уайта и Глейзера. Для всех регрессоров значения VIF оказались меньше 2, что говорит об отсутствии мультиколлинеарности. Проводимые тесты на гетероскедастичность на уровне значимости 0,05 ее не выявили.

#### *Характеристика выборки исследования*

Для проведения исследования нами были выбраны сделки M&A в финансовом секторе в период с 2000 по 2012 г., инициированные компаниями из пяти наиболее перспективных растущих стран – Бразилии, России, Индии, Китая и Южной Африки, составляющих группу BRICS. При формировании выборки сделок нами была использована база данных Zephyr, бюро Van Dijk и ресурсы Bloomberg.

В конечную выборку исследования включались сделки: (1), по которым была точно известна дата объявления; (2), в которых компания-покупатель являлась публичной компанией из финансового сектора (SIC 6000-6999), в то время как компания-цель могла быть закрытой компанией и действовать в любой отрасли; (3), в результате совершения которых компания-покупатель становилась обладателем контрольного пакета акций (50% + 1 акция), дающего право на управление финансовыми потоками компании-цели; (4), у которых в оценочный период (estimation period) не попадали значимые корпоративные события, такие как сплит акций, иные от рассматриваемого слияния/поглощения, выпуск новых ценных бумаг, участие в совместных предприятиях.

Количество сделок M&A, удовлетворяющих данным критериям, составило 264. При этом большее количество сделок – 136 – было инициировано компаниями Китая, 58 сделок – компаниями из Южной Африки, 33 и 30 – компаниями Бразилии и Индии соответственно и всего 7 сделок было заключено компаниями из России. Из 264 сделок, 231 была направлена на расширение внутри страны, а 33 сделки являлись международными. В основном сделки в рассматриваемый период времени были нацелены на покупку компаний из тех же отраслей, 170 транзакций представляют собой сделки фокусирования и 94 транзакции – сделки диверсификации.

#### *Эмпирические тесты и результаты*

Нами была проведена оценка эффективности сделок слияний и поглощений, инициированных компаниями Бразилии, России, Индии, Китая и Южной Африки как по отдельности, так и объединенными в одну группу, а также на различных подвыборках (локальные – международные сделки; сделки фокусирования и диверсификации). Кроме того, отдельно учитывалось влияние кризисного периода (середина 2008 г. – середина 2009 г.) – сделки, объявленные в указанный промежуток, исключались из выборки, формируя подвыборку сделок, на которые не оказывал влияние кризис. Таким образом, сравнивая результаты, полученные по данной подвыборке и полной выборке, можно проследить возможное влияние кризиса на эффективность слияний и поглощений в рассматриваемых странах.

Значения накопленной избыточной доходности (CAR), полученные по каждой стране и в целом по группе BRICS, учитывающие и не учитывающие влияние кризиса, представлены в Приложении 4. Результаты, демонстрируемые компаниями из различных стран группы BRICS, достаточно схожи между собой. В Китае, Южной Африке, Индии и Бразилии наблюдается положительная реакция рынка на объявления о сделках M&A на различных окнах

событий. В данных странах трехдневный эффект от сделок M&A является положительным и статистически значимым на 1%-ном уровне и составляет 0,5%, 0,66%, 1,19% и 3,6% соответственно. Лишь в России трехдневная накопленная избыточная доходность является отрицательной (1,76%).

Таким образом, можно сделать вывод о том, что гипотеза 1 для сделок, инициированных компаниями Бразилии, Индии, Китая и Южной Африки, не может быть отвергнута на 1%-ном уровне значимости, то есть для компаний-покупателей из финансового сектора указанных стран при осуществлении сделки M&A создается дополнительная стоимость. Гипотеза 1 для компаний из России отвергается на 10%-ном уровне значимости, что говорит о разрушении стоимости компаний-покупателей в результате сделок слияний и поглощений.

Однако анализируемая выборка составляет всего лишь 7 сделок, что не является достаточным количеством для формулирования выводов относительно эффективности сделок в России. При исключении из выборки сделок, совершенных в кризисный период, значительных изменений в динамике CAR обнаружено не было (Приложение 4). Необходимо также отметить, что при анализе CAR было выявлено, что для всех рассматриваемых рынков, за исключением Бразилии, информация о сделках M&A проникала на рынок раньше момента объявления, что позволяет судить об инсайдерском характере изучаемых рынков. Результаты агрегированного исследования выборки по всем пяти странам также свидетельствуют о положительной реакции рынка на объявления о сделках M&A. Трехдневная накопленная избыточная доходность для компаний-покупателей стран группы BRICS составляет 0,9% для полной выборки и 0,8% для выборки, исключая влияние кризиса соответственно. Полученные результаты значимы на 1%-ном уровне. Значения CAR для других окон события получились также положительными, но статистически незначимыми. Таким образом, полученные результаты не отвергают гипотезу 2 на 1%-ном уровне значимости только для окна (-1...1).

На следующем этапе исследования мы изучили эффективность международных и внутренних сделок M&A. Согласно полученным результатам, представленным в Приложении 5, можно видеть, что значения CAR для международных сделок являются положительными для более длинных окон события. Статистически значимый результат (на 10%-ном уровне) получился для окна в 41 день (CAR = 4,7%). Реакция рынка на локальные сделки M&A также является положительной, причем для всех окон события. Статистически значимое (на 1%-ном уровне) значение CAR (1,1%) обнаружено только для трехдневного окна события. Таким образом, мы не можем отвергнуть гипотезу 3 для отмеченного окна события. Сравнить эффективность рассматриваемых стратегий расширения не представляется возможным в связи с отсутствием значимых величин CAR на одинаковых окнах.

Результаты, представленные в Приложении 5, также позволяют констатировать эффективность фокусированных слияний и поглощений и сделок, нацеленных на диверсификацию бизнеса. Анализируя значения CAR для трехдневного окна события, можно заключить, что для акционеров компаний-покупателей сделки диверсификации (1,05%) более выгодны, нежели сделки фокусирования (0,86%). Проверка на статистическую значимость разницы в средних при помощи *t*-теста подтверждает данный вывод на 5%-ном уровне значимости. Таким образом, гипотеза 4 не может быть отвергнута на 5%-ном уровне значимости для соответствующего окна события.

В Приложении 6 приведены результаты тестирования детерминант, представленных в модели (7), на различных подвыборках. В связи с тем что выборка по России включает всего 7 сделок, факторы эффективности для российских компаний исследоваться не будут.

Проведенный регрессионный анализ показал наличие положительной зависимости между показателем CAR и способом оплаты сделок (значение 0,09; 0,07 и 0,04 для компаний Бразилии, Индии и Китая соответственно) на уровне значимости 5% для Бразилии и Индии и 10% для Китая. Таким образом, гипотеза 6 не может быть отвергнута для компаний данных стран на соответствующих уровнях значимости. Полученные результаты согласуются с выводами Кэмпбелла и др., Годдара и др. (Campbell et al., 2001; Goddar et al., 2012).

Размер сделки также оказывает значимое влияние на эффективность М&А. Положительный эффект был обнаружен для компаний Бразилии и Китая (Приложение 6). Данные страны характеризуются наличием небольшого количества игроков на финансовом рынке, поэтому осуществление крупных сделок может способствовать захвату части рынка и повышению конкурентоспособности. Отрицательная зависимость размера сделки (DEALSIZE) и CAR для компаний Южной Африки может свидетельствовать о том, что издержки интеграции покупаемой компании в деятельность компании-инициатора перевешивают все выигрыши от возможностей роста и эффекта масштаба, а также о систематической переплате компаниями-покупателями при сделках М&А, что частично подтверждает теорию гордыни Ролла (Roll, 1986). Таким образом, гипотеза 7 не может быть отвергнута для компаний Бразилии и Китая на 1%-ном уровне значимости и отвергается для компаний Южной Африки на 10%-ном уровне значимости.

Наличие в компании нематериальных активов также положительно сказывается на эффективности сделок. Полученные статистически значимые значения CAR для Индии (0,08) и Китая (0,01) не позволяют отвергнуть выдвинутую гипотезу 9 для данных стран на уровне значимости 5% и 10% соответственно.

Фактор, отражающий наличие опыта совершения сделок М&А у компании-покупателя, демонстрирует нестабильные результаты на разных подвыборках. Для бразильских компаний данный фактор положительно взаимосвязан со значениями CAR, а для южноафриканских – отрицательно. Результаты исследований Байтела и др. и Годдара и др. (Beitel et al., 2004; Goddar et al., 2012) также свидетельствуют об отрицательном влиянии опыта осуществления сделок М&А на их эффективность. С одной стороны, наличие опыта делает компанию более «аккуратной» при принятии решений относительно сделки, помогает наиболее оптимально разрешать возникающие сложные моменты. С другой стороны, наличие у компании большого опыта может характеризовать ее как компанию, которая скупает все подряд, преследуя цель захватить большую долю рынка, либо, подчиняясь стремлениям (гордыни) менеджмента. Таким образом, гипотеза 10 не отвергается для компаний Бразилии и отвергается для компаний Южной Африки на 5%-ном уровне значимости (Приложение 6).

Значимое влияние размера и операционной эффективности компании-покупателя на эффективность сделок было выявлено только для компаний Южной Африки. Гипотеза 8 о положительной взаимосвязи доходности активов со значениями CAR не отвергается на 1%-ном уровне значимости, а гипотеза 5 о положительном влиянии размера отвергается на 5%-ном уровне значимости. Полученная отрицательная зависимость размера компании-покупателя и эффективности сделок частично подтверждает теорию гордыни Ролла (Roll, 1986) и свидетельствует о том, что менеджеры крупных компаний склонны к совершению сделок, не создающих синергитический эффект.

Анализ влияния макроэкономических факторов на эффективность сделок М&А позволяет заключить, что разница в развитии стран-участниц сделок значимо влияет на значения CAR лишь в Индии и Южной Африке. Направление влияния аналогично показанному в предыдущих исследованиях (Fritsch et al., 2007; Kiyamaz, College, 2013) и говорит о том, что осуществление сделок в домашнем регионе или же в менее развитых странах, обладающих возможностями для роста, является более выгодным, нежели расширение в развитые страны. Таким образом, гипотеза 12 не отвергается на 10%-ном уровне значимости для компаний Индии и Южной Африки.

Влияние кризиса на эффективность сделок М&А выявить не удалось (как при проведении регрессионного анализа, так и при оценке эффективности сделок отдельно по подвыборкам стран (гипотеза 13). Также не было обнаружено взаимосвязи между значениями CAR и уровнем развития страны компании-покупателя (гипотеза 11).

## Заключение

В результате эмпирического исследования эффективности слияний и поглощений в финансовом секторе на выборке 264 сделок, инициированных компаниями из стран BRICS в пе-

риод с 2000 по 2012 г., было доказано положительное влияние сделок M&A на стоимость компаний-покупателей на краткосрочном временном горизонте. В ходе исследования были получены статистически значимые положительные значения накопленной избыточной доходности для компаний Бразилии, Индии, Китая и Южной Африки. Для выборки российских сделок значения SAR оказались отрицательными. Однако данная выборка включала всего семь сделок, что не позволяет судить об эффективности слияний и поглощений. Исследование также показало, что сделки диверсификации являются более выгодными для акционеров компаний-покупателей, нежели сделки фокусирования. Полученные результаты согласуются с выводами работ, построенными на данных компаний из развитых (Cybo-Ottone, Murgia, 2000; Beitel et al., 2004; Campa, Hernando, 2006; Lensink, Maslennikova, 2008) и развивающихся стран (Goddard et. al., 2012; Ma et al., 2012).

Выявленные детерминанты эффективности сделок в целом для рассматриваемых стран являются примерно схожими и включают: способ оплаты сделки, относительный размер сделки, наличие нематериальных активов у компании-покупателя, имеющийся опыт в проведении слияний и поглощений, а также разницу в развитии стран – участниц сделок. Учет данных факторов поможет менеджерам и членам советов директоров компаний в принятии обоснованных решений о росте компании посредством слияний и поглощений.

Основным ограничением данного исследования является отсутствие подробной информации о заключенных сделках, компаниях-целях, ряде характеристик компаний-покупателей, доступ к которой позволил бы более детально изучить детерминанты эффективности сделок M&A, а также оценить влияния слияний и поглощений на стоимость компаний-целей. Среди направлений дальнейших исследований можно выделить следующие: оценка эффективности сделок M&A на долгосрочном временном горизонте, изучение влияния корпоративного управления на результативность сделок, анализ факта наличия опыта в сделках слияний и поглощений у компании-покупателя в динамике (тестирование теории гордыни), выявление мотивов сделок слияний и поглощений, направленных как на международную экспансию, так и на расширение внутри страны.

Динамика мирового объема рынка M&A и рынка BRICS\*, млрд долл. США



Источник: Bloomberg, расчеты авторов

\*компания-покупатель из финансового сектора

Результаты исследований влияния сделок M&A в финансовом секторе на стоимость компаний-покупателей на развитых и развивающихся рынках капитала

Исследование	Отрасль, Страна	Выборка (количество сделок)	Период исследования	Окно события, дней	CAR (%)
Houston, Ryngaert, 1994	США	153	1985–1991	(-4...0)	CAR = -2,3***
Toyne, Tripp, 1998	Банки, США, международные	97	1991–1995	(-1...1)	CAR = -2,24***
Becher, 1999	Банки, США, международные	558	1980–1997	(-5...5)	CAR = -1,08***
Cornett et al., 2003	Банки, США, международные	423	1988–1995	(-1...1)	CAR = -0,74**
Cybo-Ottone, Murgia, 2000	Европа	54	1988–1997	(-2...2)	CAR = 1,4***
Campbell et al., 2001	Недвижимость, США, международные	покупатель и цель-открытые компании,	1994–1998	(-1...1)	CAR = -0,6* CAR = 1,9*
		цель-закрытая компания			
		45			
DeLong, 2001	Банки, США	280	1988–1995	(-10...1)	CAR = -1,7***
Beitel et al., 2004	Европа	98	1985–2000	(-10...10)	CAR = 0,24
Campa, Hernando, 2006	Европа	244	1998–2002	(-30...30)	CAR = 2,37**
Kirchhoff et al., 2006	Недвижимость, США, международные	69	1995–2002	(-5...5)	CAR = 1,42
Schmautzer, 2006	Банки, Европа, международные	96	1985–2005	(-10...10)	CAR = -1*
Lensink, Maslennikova, 2008	Европа	75	1996–2004	(-10...10)	CAR = 0,3**

Исследование	Отрасль, Страна	Выборка (количество сделок)	Период исследования	Окно события, дней	CAR (%)
Liargovas, Repousis, 2011	Банки, Греция	26	1996–2009	(-10...0)	CAR = 6**
Kiyamaz, College, 2013	США, международные	250	1989–2003	(-1...1)	CAR = 0,29*
Asimakopoulos, Athanasoglou, 2013	Банки, Европа, международные	145	1994–2004	(-20...20)	CAR = -0,79
Liao, Williams, 2008	Развивающиеся страны	74	1998–2005	(-2...2)	CAR = -0,25***
Goddard et. al., 2012	Развивающиеся страны	132	1998–2009	(-5...5)	CAR = 7,5
Ma et al., 2012	Развивающиеся страны	84	1998–2005	(-2...2)	CAR = 0,8

\*, \*\*, \*\*\* значимость на 10%-ном, 5%-ном, 1%-ном уровне соответственно

### Приложение 3

#### Обозначения объясняющих переменных и способ их расчета в модели исследования детерминант эффективности сделок M&A в странах BRICS

Переменная	Описание переменной
<i>LNTA</i>	Прокси-переменная для размера компании. Рассчитывается как натуральный логарифм активов компании
<i>PAY</i>	Способ оплаты сделки. Дамми-переменная, принимающая значение 1, если сделка оплачивается наличными, 0 – если акциями
<i>DEALSIZE</i>	Относительный размер сделки. Отношение стоимости сделки M&A в долларах США к рыночной капитализации компании-покупателя
<i>ROA</i>	Доходность активов. Отношение чистой прибыли к балансовой стоимости активов компании-покупателя
<i>QTobin</i>	Коэффициент Q Тобина. Рассчитывается как (совокупные активы компании – балансовая стоимость собственного капитала компании + рыночная капитализация)/совокупные активы компании)
<i>EXP</i>	Опыт компании-покупателя в осуществлении сделок M&A. Дамми-переменная, принимающая значение 1, если компания принимала участие в иных сделках до текущей, 0 – если не принимала участия в сделках
<i>GDP</i>	Уровень развития страны компании-покупателя. ВВП на душу населения
<i>diffGDPacq/tar</i>	Уровень развития страны компании покупателя относительно страны компании-цели. Дамми-переменная, принимающая значение 1, если отношение ВВП на душу населения страны компании-покупателя и страны компании-цели $\geq 1$ , 0 – если $< 1$
<i>CRISIS</i>	Кризис 2008–2009 гг. Дамми-переменная, принимающая значение 1, если сделка была объявлена в период экономического кризиса 0 – иначе

### Приложение 4

#### Результаты расчета накопленной избыточной доходности для сделок M&A в странах BRICS

Окно события / Количество наблюдений (N)	CAR, %					
	Бразилия		Индия		Китай	
	с учетом кризиса	без учета кризиса	с учетом кризиса	без учета кризиса	с учетом кризиса	без учета кризиса
(-20...20)	1,14	-2,06	<b>8,547****</b>	<b>6,168***</b>	<b>2,861**</b>	<b>4,182***</b>
(-15...15)	0,89	-1,62	<b>8,603****</b>	<b>6,755****</b>	1,26	<b>2,236*</b>
(-10...10)	1,93	0,29	<b>4,258****</b>	<b>3,568**</b>	0,31	0,45
(-5...5)	<b>2,885**</b>	<b>1,751*</b>	<b>0,395****</b>	0,56	<b>0,398*</b>	0,44
(-3...3)	<b>3,447***</b>	<b>3,973****</b>	<b>0,982****</b>	0,93	<b>0,241*</b>	0,03
(-1...1)	<b>3,615****</b>	<b>3,811****</b>	<b>0,659****</b>	0,87	<b>0,496****</b>	0,36
N	33	27	30	25	136	114

Окно события / Количество наблюдений (N)	CAR, %					
	Россия		Южная Африка		BRICS	
	с учетом кризиса	без учета кризиса	с учетом кризиса	без учета кризиса	с учетом кризиса	без учета кризиса
(-20...20)	11,08	<b>-10,888***</b>	1,57	1,62	1,206	<b>1,52*</b>
(-15...15)	8,61	-4,24	2,94	<b>3,29**</b>	1,021	<b>1,378*</b>
(-10...10)	-0,50	-3,74	1,65	<b>2,279*</b>	0,24	0,23
(-5...5)	-2,79	-3,32	<b>2,427****</b>	1,30	0,337	0,14
(-3...3)	<b>-0,69*</b>	0,50	<b>0,89****</b>	1,08	0,183	0,401
(-1...1)	<b>-1,276**</b>	0,70	<b>1,186****</b>	<b>1,073**</b>	<b>0,929****</b>	<b>0,847****</b>
N	7	6	58	52	264	224

Источник: расчеты авторов

\*, \*\*, \*\*\*, \*\*\*\* значимость на 15%-ном, 10%-ном, 5%-ном, 1%-ном уровне соответственно

## Приложение 5

Результаты расчета накопленной избыточной доходности для различных стратегий расширения компаний из стран BRICS: локальная, международная, фокусирование и диверсификация

Окно события / Количество наблюдений (N)	CAR, %			
	Международные сделки	Локальные сделки	Сделки фокусирования	Сделки диверсификации
(-20...20)	<b>4,651**</b>	0,714	1,019	<b>1,543****</b>
(-15...15)	3,286	0,698	1,101	0,878
(-10...10)	1,382	0,077	0,503	-0,235
(-5...5)	-0,654	0,478	0,83	-0,556
(-3...3)	-0,888	0,335	0,388	-0,189
(-1...1)	-0,338	<b>1,11****</b>	<b>0,858***</b>	1,056***
N	33	231	170	94

Источник: расчеты авторов

\*, \*\*, \*\*\*, \*\*\*\* значимость на 15%-ном, 10%-ном, 5%-ном, 1%-ном уровне соответственно

## Приложение 6

Выявление детерминант эффективности сделок M&A, инициированных компаниями из стран BICS

Переменная	Значение коэффициента (t-статистика)			
	Бразилия	Индия	Китай	Южная Африка
Intercept	-0,09 (-2,36***)	-0,07 (-1,64*)	-0,08 (-1,68*)	-0,07 (1,8*)
LNTA	-	-	-	0,01 (2,40***)
PAY	0,09 (2,46***)	0,07 (2,55***)	0,04 (1,96**)	-
DEALSIZE	0,13 (2,08****)	-	0,24 (2,39****)	-0,02 (1,87**)
ROA	-	-	-	0,48 (2,73****)
QTobin	-	0,08 (2,80****)	0,01 (1,9*)	-
EXP	0,07 (2,24***)	-	-	-0,04 (-2,19****)
GDP	-	-	-	-
diff GDPacq/tar	-	0,07 (1,9**)	-	0,05 (1,77**)
CRISIS	-	-	-	-
Количество наблюдений	33	30	136	58
R <sup>2</sup>	0,35	0,33	0,41	0,27

Источник: расчеты авторов

\*, \*\*, \*\*\*, \*\*\*\* значимость на 15%-ном, 10%-ном, 5%-ном, 1%-ном уровне соответственно

## Список литературы

1. Григорьева С.А. Эффективность стратегий диверсификации компаний на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний. Под науч. редакцией И.В. Ивашковской М.: Инфра-М, 2011. С. 80–112.
2. 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](http://cfjournal.hse.ru/data/2012/12/19/1303679984/cfj23_31_43_Grigorieva_Troitsky_.pdf).
3. Партин И.М. Зависимость оценки стоимости компании в сделке M&A от типа компании-покупателя // Корпоративные финансы. 2012. № 2(22). С. 24–33. URL: [http://cfjournal.hse.ru/data/2012/09/04/1243185408/cfj22\\_24\\_33\\_Partin\\_.pdf](http://cfjournal.hse.ru/data/2012/09/04/1243185408/cfj22_24_33_Partin_.pdf).
4. Чиркова Е.В., Чувствитина Е.В. Реакция рынка на объявление о приобретении компаний открытого и закрытого типов // Корпоративные финансы. 2011. № 3(19). С. 30–43. URL: [http://cfjournal.hse.ru/data/2011/11/07/1272278422/CFJ19\\_30\\_43\\_Чиркова\\_Чувствитина\\_.pdf](http://cfjournal.hse.ru/data/2011/11/07/1272278422/CFJ19_30_43_Чиркова_Чувствитина_.pdf).
5. Amihud, Y., Lev, B., Travlos, N.G. (1990), Corporate Control and the Choice of Investment Financing: the case of corporate acquisitions, *Journal of Finance*, 47(2) (1990) 1605–1621.
6. Asimakopoulou, I., Panayiotis, P. (2013), Revisiting the merger and acquisition performance of European banks, *International Review of Financial Analysis*, 29 (2013) 237–249.
7. Bartholdy, J., Olson, D., Pear, P. (2005), Conducting Event Studies on a Small Stock Exchange, *The European Journal of Finance*, 13(3) (2005) 227–252.
8. Becher, D.A. (1999), The valuation effects of bank mergers, *Journal of Corporate Finance*, 6 (1999) 189–214.
9. Beitel, P., Schiereck, D., Wahrenburg, M. (2004), Explaining M&A-Success in European Banks, *European Financial Management*, 10(1) (2004) 109–140.
10. Beltratti, A., Paladino, G. (2013), Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector, *Journal of Banking & Finance*, 37 (2013) 5394–5405.
11. Brewer, E.I., Jackson, W.E.I., Jagtiani, J.A., Nguyen, T. (2000), The price of bank mergers in the 1990s. Federal Reserve Bank of Chicago, *Economic Perspectives*, 1st quarter, p. 2–23.
12. Campbell, R., Ghosh, C., Sirmans, C.F. (2001), The information content of method of payment in mergers: evidence from real estate investment trusts (REITs). *Real Estate Economics*, 29(3) (2001) 361–87.
13. Cornett, M.M., Hovakimian, G., Palia, D., Tehranian, H. (2000), The impact of the manager-shareholder conflict on acquiring bank returns. Boston College, Working paper.
14. Cybo-Ottone, A., Murgia, M. (2000), Mergers and shareholder wealth in European banking, *Journal of Banking and Finance*, 24 (2000) 831–59.
15. DeLong, G.L. (2001), Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers, *Journal of Financial Economics*, 59 (2001) 221–252.
16. Dolley, J.C. (1933), Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups, *Harvard Business Review*, 11 (1933) 316–326.
17. Fama, E.F. (1969), The Adjustment of Stock Prices to New Information, *International Economic Review*, 10(1) (1969) 1–21.
18. Fritsch, M., Gleisner, F., Holzhäuser, M. (2007), Bank M&A in Central and Eastern Europe. Goethe University Frankfurt, Working paper.
19. Goddard, J., Molyneux, P., Zhou, T. (2012), Bank mergers and acquisitions in emerging markets: evidence from Asia and Latin America, *The European Journal of Finance*, 18(5) (2012) 419–438.
20. Houston, J., Ryngaert, M. (1994), The overall gains from large bank mergers. *Journal of Banking and Finance* 18 (1994) 1155–1176.
21. Kaplan, S., Weisbach, M. (1992), The Success of Acquisitions: Evidence From Divestitures, *Journal of Finance*, 47 (1992) 107–138.
22. Khanna, T., Palepu, K. (1997), Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets, *Harvard Business Review*, (1997) 41–51.

23. Kirchhoff, M. (2006), Market valuation of real estate finance mergers: a note, *Journal of Property Investment & Finance*, 24 (1) (2006) 79–86.
24. Kiyamaz, H., College, R. (2013), Cross-Border Mergers and Acquisitions and Country Risk Ratings: Evidence from U.S. Financials, *The International Journal of Business and Finance Research*, 7(1) (2013) 17–29.
25. Lensink, R., Maslennikova, I. (2008), Value performance of European bank acquisitions, *Applied Financial Economics*, 18 (2008) 185–198.
26. Liao, A, Williams, J. (2008), Do win-win outcomes exist? A study of cross-border M&A transactions in emerging markets, *Comparative Economic Studies*, 50 (2008) 274–296.
27. Liargovas, P. (2011), The Impact of Mergers and Acquisitions on the Performance of the Greek Banking Sector: An Event Study Approach, *International Journal of Economics and Finance*, 3(2) (2011) 89–100.
28. Ma, J., Pagán, J.A., Chu, Y. (2012), Wealth Effects Of Bank Mergers And Acquisitions In Asian Emerging Markets. *The Journal of Applied Business Research*, 28(1) (2012) 47–58.
29. MacKinlay, A.C. (1997), Event studies in Economic and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35 (1997) 13–39.
30. Maynes, E., Rumsey, J. (1993), Conducting event studies with thinly traded stocks, *Journal of Banking and Finance*, 17 (1993) 145–157.
31. Myers, S., Majluf, N. (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13 (1984) 187–221.
32. Roll, R. (1986), The hubris hypothesis of corporate takeovers, *Journal of Business*, 59 (1986) 197–216.
33. Schmutzter, D. (2006), Cross-Border Bank Mergers: Who Gains and Why? University of Muenster, Working Paper.
34. Stewart, T.A. (1997), *Intellectual Capital*, Bantam Doubleday Dell Publishing Group, New York.
35. Toyne, M.F., Tripp, J.D. (1998), Interstate bank mergers and their impact on shareholder returns: evidence from the 1990s. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 37 (1998) 48–58.