ТЕМАТИЧЕСКИЕ ОБЗОРЫ «ФИНАНСОВАЯ АРХИТЕКТУРА ФИРМЫ»

Финансовые исследования стратегий диверсификации на развитых и растущих рынках капитала

Григорьева С.А.²⁸

Диверсификация является предметом изучения широкого спектра научных областей: финансовой науки, стратегического менеджмента, организационной теории и маркетинга. В данной статье предлагается анализ феномена диверсификации с точки зрения финансовой аналитики. Существует огромный пласт академических работ, посвященных эффективности стратегии диверсификации. Финансовая литература акцентирует внимание прежде всего на исследовании влияния диверсификации на стоимость компании, то есть на понимании того, выгодна или невыгодна стратегия диверсификации для акционеров компании. Мы представляем обзор наиболее значимых исследований данной проблематики.

В середине 60-х годов в США диверсификация бизнеса рассматривалась как наиболее рациональная стратегия развития компании. Топ-менеджеры большинства компаний полагали, что проникновение в новые отрасли производства, выход на новые рынки позволит уменьшить возможные риски, увеличит конкурентоспособность, стабилизирует денежные потоки и в конечном счете увеличит стоимость компании. Однако позднее, в 1970-е годы, многие компании, имеющие несколько бизнес-направлений, начинают ставить перед собой несколько иную цель, а именно найти некий компромисс между ростом и уже достигнутым уровнем зрелости. В 1980-е годы происходит обратное движение — от диверсификации к специализации. Несмотря на то что многие развитые страны рассматривают возвращение к специализации как наиболее здоровую и убедительную тенденцию, диверсифицированные компании продолжают существовать. В континентальной Европе многопрофильные компании до сих пор имеют достаточно большую власть и составляют значительную

²⁸ Преподаватель кафедры экономики и финансов фирмы ГУ-ВШЭ, научный сотрудник научно-учебной лаборатории корпоративных финансов ГУ-ВШЭ.

часть национального выпуска и корпоративной стоимости. В большинстве стран Азии большие компании, где в роли крупного собственника чаще всего выступает семья, также существуют в форме широко диверсифицированных компаний. В России диверсифицированные компании являются одной из основных форм ведения бизнеса. Возможно, это всего лишь исчезающее наследие диверсифицированных структур, а может быть, подобные компании способны быть эффективными и создавать стоимость, распределяя ресурсы между различными направлениями бизнеса.

Данная статья ставит целью проанализировать существующие финансовые исследования стратегий диверсификации на развитых и растущих рынках капитала и сделать вывод об эффективности следования стратегии диверсификации. Анализ построен следующим образом: прежде всего в статье представлен обзор существующих вариаций определения диверсификации, рассмотрены способы формирования диверсифицированных компаний и описана методология количественной оценки эффектов диверсификации. Затем мы переходим к анализу существующих эмпирических исследований влияния диверсификации на стоимость компании как на развитых, так и на растущих рынках капитала. Оговоримся, что исследование посвящено анализу диверсификации внутри страны, но не международной диверсификации.

Определения диверсифицированной компании

Обзор научных исследований позволяет выявить несколько вариаций определения диверсификации.

Горт [Gort, 1962] определил диверсификацию как одновременное обслуживание компанией нескольких рынков. С точки зрения Горта, компания обслуживает несколько рынков, если перекрестная эластичность спроса на продукты, поставляемые на эти рынки, является низкой и если в краткосрочном периоде необходимые ресурсы для производства товаров для одного рынка не могут быть использованы для производства товаров, предназначенных для обслуживания других рынков. Бери [Berry, 1975] рассматривает диверсификацию как рост количества отраслей, в которых функционирует компания. Необходимо отметить, что эти наиболее ранние определения диверсификации определяют последнюю с точки зрения границ рынков или отраслей, в которых ведет свою деятельность компания.

Несколько иного аспекта в определении придерживаются Питс и Хопкинс [Pitts, Hopkins, 1982] определяя диверсификацию как одновременное ведение нескольких видов бизнеса. Буз, Аллен, Гамильтон [Booz, Allen, Hamilton, 1985] пытаются учесть в своем определении несколько аспектов диверсификации. Они определяют диверсификацию

как способ расширения основного бизнеса с целью роста и/или снижения риска, который:

1) включает все инвестиции, за исключением тех, которые непосредственно нацелены на поддержание конкурентоспособности существующего бизнеса;

2) может принимать форму инвестиций в новые продукты, услуги, сегменты рынка и географически рынки;

3) может достигаться несколькими способами, включая внутреннее развитие, приобретения, организацию совместных предприятий, лицензионные соглашения.

В работе Раманьям и Вадараджан, [Ramanujam, Varadarajan, 1989] диверсификация рассматривается как вхождение компании или бизнес-единицы в новые сферы деятельности, посредством как внутреннего роста, так и приобретений, что влечет за собой изменения в административной структуре и других управленческих процессах.

Обзор наиболее поздних исследований диверсификации позволяет выявить следующие определения. Рудык Н.Б. [Рудык, 2000] определяет диверсификацию как процесс проникновения корпорации в новые отрасли производства и географические сегменты рынка с целью снижения риска ее операций и стабилизации потоков денежных средств, поступающих от этих операций. Новицкий Е.Г. [Новицкий, 2001] понимает под диверсификацией «проникновение фирм в отрасли, не имеющие прямой производственной связи или функциональной зависимости от основной отрасли их деятельности; в широком смысле – распространение хозяйственной деятельности на новые сферы». В зарубежных эмпирических исследованиях, посвященных анализу диверсификации, многими авторами [Land and Stulz, 1994; Berger and Ofek, 1995; Servaes, 1996; Comment and Jarrell, 1995; Hyland and Diltz, 2002; и др.] диверсифицированная компания определяется как компания, имеющая более чем одно подразделение (сегмент) [Лэнг и Стулз, 1994; Бергер и Офек, 1995; Серваес, 1996; Коммент и Джарел, 1995; Хиланд и Дилтз, 2002].

Рассмотренные определения наиболее полно охватывают характеристики диверсифицированной компании, выделяя цели диверсификации, ее направления, способы, которыми она достигается, а также учитывая изменения в организационно-управленческой структуре компании.

В данной работе под терминами «диверсифицированная компания», «многопрофильная компания», «конгломерат», «многодивизиональная компания», «группа компаний», «бизнес-группы» мы будем понимать одно и то же.

Диверсифицированная компания как объект эмпирических исследований. Измерение степени диверсификации

Одной из важных составляющих процесса определения эффективности стратегии диверсификации является идентификация диверсифицированной компании, определение степени диверсифицированности.

Исторически на измерение степени диверсификации смотрят с точки зрения финансового и стратегического подхода. В рамках настоящего исследования нас интересует прежде всего финансовая точка зрения на измерение диверсификации.

На развитых рынках капитала степень диверсификации измеряется количеством отраслей, в которых функционирует компания. Чем соответственно больше отраслей, в которых компания ведет свой бизнес, тем более диверсифицированной и является эта компания. Процесс определения степени диверсификации зависит от отраслевой классификационной системы, по которой происходит группировка отраслей. Классификация выполнена по разным уровням агрегации с присвоением номера каждому уровню. Низшему уровню агрегации присваивается четырехзначный номер, и на этом уровне фирмы имеют наименьшее количество отраслевых направлений. Они почти все являются узкоспециализированными компаниями. Двигаясь выше по иерархии агрегации через трех-, двух-, и однозначные номера, мы находим компании, которые являются многопрофильными единицами. Степень совпадения между бизнесами (родственная диверсификация), в смысле использования одних технологий, производственного процесса и т.д., снижается по мере снижения разряда числа. Низкий уровень разряда числа представляет наиболее диверсифицированные компании, а наиболее высокий говорит о большей специализации фирмы. Такой подход к отраслевой классификации используется многими странами и известен как код стандартной промышленной классификации (standard industrial classification — SIC). Большинство авторов, которые проводили на рынке США исследования, посвященные вопросам диверсификации, используют для определения степени диверсификации код стандартной промышленной классификации (standard industrial classification — SIC) и базу данных CIS (Compustat Industry Segment database). В России в качестве аналога SIC может рассматриваться Общероссийский классификатор видов экономической деятельности (ОКВЭД).

Способ измерения степени диверсификации при помощи кодов промышленной классификации не учитывает степень распределения деятельности компании между ее сегментами. Чтобы устранить этот недостаток, Бери [Berry, 1971] предложил использование в качестве меры степени диверсификации индекса Херфиндаля — Хиршмана, который был изначально разработан для измерения степени концентрации отраслей.

Применительно к измерению степени диверсификации, согласно Бери [Berry, 1971], индекс Херфиндаля — Хиршмана применяется следующим образом:

$$(1) \quad H = 1 - \sum_{i=1}^n p_i^2$$

H — индекс Херфиндаля — Хиршмана, индекс диверсификации;

p_i — доля выпуска компании в i -й отрасли по отношению к совокупному выпуску компании в n отраслях.

Значение индекса, равное 0, говорит о том, что компания ведет свою деятельность только в одной отрасли и стремится к 1, когда компания в равной степени ведет свою деятельность сразу в нескольких отраслях экономики.

Еще одной мерой степени диверсификации является использование индекса Энтропии Якемин и Бери [Jasquemin и Berry, 1979]:

$$(2) \quad E = \sum_{i=1}^n p_i \ln \left(\frac{1}{p_i} \right)$$

E — индекс энтропии.

Индекс энтропии отражает следующие три элемента:

1) количество отраслей, в которых функционирует компания;

2) распределение общей выручки/активов компании между сегментами;

3) степень связанности между различными отраслями, в которых действует компания. Третий элемент отличает и подчеркивает преимущество индекса энтропии относительно индекса Херфиндаля — Хиршмана. Еще одним преимуществом индекса энтропии является то, что он помогает избежать проблемы мультиколлинеарности, характерной для индекса Херфиндаля — Хиршмана, при построении регрессионных моделей.

Необходимо отметить, что в связи с отсутствием строгих требований о предоставлении информации по каждому бизнес-сегменту в России по сравнению с развитыми странами, количественные показатели изменения масштабов диверсификации бизнеса, такие как индекс Херфиндаля — Хиршмана или индекс энтропии, невозможно применить для российских компаний.

Методология количественной оценки эффектов диверсификации

Вопросам эффективности стратегии диверсификации и ее влияния на стоимость посвящено большое количество исследований. Прежде чем мы перейдем к анализу существующих эмпирических исследований, представляется необходимым рассмотреть основные методы, на которые опираются в своих работах авторы исследований.

Можно выделить следующие основные методы исследований влияния диверсификации на стоимость:

1. Методология, основанная на финансовых мультипликаторах Бергер и Офек [Berger и Ofek, 1995]. Суть метода заключается в сравнении стоимости диверсифицированной компании со стоимостью сфокусированных компаний, ведущих бизнес с тех же отраслях. Полученная разница представляет собой скидку или премию за диверсификацию. [cross-sectional test].

2. Метод, основанный на расчете и исследовании коэффициента Tobin' q. По сути, коэффициент q представляет собой мультипликатор и может быть отнесен к первому подходу. Мы же его выделяем и характеризуем как еще один подход к определению оценки влияния диверсификации на стоимость, так как в исследованиях он, как правило, присутствует отдельно, вне связи с другими мультипликаторами.

3. Метод избыточной доходности.

Рассмотрим более подробно суть каждой методики и основные показатели, рассчитываемые при применении того или иного метода исследования.

Методология, основанная на финансовых мультипликаторах [cross-sectional test].

Данный подход был разработан Бергер и Офек и представлен в их исследовании в 1995 году. Методология состоит из *двух основных этапов*.

На *первом этапе* производится расчет вмененной стоимости (imputed value — Im.V) диверсифицированной компании.

$$(3) \text{ Im.V} = \sum \text{Sales (assets)}_{\text{подразделения}} \times \text{median} \frac{\text{market}}{\text{sales}} \left(\frac{\text{market}}{\text{assets}} \right)$$

ratio_{сфокусированного аналога} × W_i,

где W_i — относительный размер подразделения диверсифицированной компании.

На *втором этапе* рассчитывается избыточная стоимость (excess value (Ex.V), которая позволяет судить о наличии дисконта или премии за диверсификацию:

$$(4) \text{ Ex.V} = \text{Actual Market Value}_{\text{диверсифицированной компании}} - \text{Imputed Value}_{\text{диверсифицированной компании}}.$$

Рассмотрим более подробно выделенные этапы:

Этап I

■ Для каждой диверсифицированной компании определяются сегменты, в которых она осуществляет свою деятельность. Далее определяется группа сфокусированных компаний, ведущих бизнес в тех же отраслях, что и сегменты диверсифицированной компании.

■ Находится среднее или медианное значение стоимостного мультипликатора для группы сфокусированных компаний. В качестве стоимостного мультипликатора выступает отношение капитализации компании (EV) к активам (assets) или к выручке (sales), или к операционной прибыли (EBIT). Далее используют полученный мультипликатор соответствующей группы компаний в качестве сравнения (benchmark) для расчета вмененной стоимости каждого сегмента диверсифицированной компании (the imputed value).

■ Суммируются полученные вмененные стоимости (imputed value) сегментов многопрофильной компании, взвешенные по их относительному размеру для получения вмененной стоимости (imputed value) диверсифицированной компании как единого целого.

Этап II

■ Оценивают разницу между существующей рыночной стоимостью и расчетной (вмененной) стоимостью (imputed value) диверсифицированной компании как дисконт или премию за диверсификацию (excess value).

■ Интерпретируют полученный дисконт (премию) как разрушение (создание) стоимости, вызванное стратегией диверсификации.

Необходимо отметить, что данная методология остается на сегодняшний день наиболее популярной в исследованиях стратегии диверсификации. Однако представленная методология количественной оценки имеет как преимущества, так и ограничения. Мы коснемся этого вопроса по ходу анализа эмпирических исследований. На данном этапе отметим лишь, что данный подход практически неприменим в условиях растущего российского рынка, по причине того, что, во-первых, в России отсутствуют статистические базы, позволяющие провести сравнение компаний и подобрать аналоги для сегментов диверсифицированной компании, сопоставимых по фундаментальным факторам стоимости и функционирующих в тех же отраслях. Кроме того, все компании-аналоги должны котироваться на бирже в полном смысле этого слова. Во-вторых, как мы уже отмечали выше, российские компании не должны отмечать в своей отчетности то, в каких отраслях функционируют все подразделения компании, и представлять финансовые данные по направлениям деятельности. Все это накладывает значительные ограничения на применение данной методологии в условиях российского рынка.

Методология, основанная на расчете и исследовании коэффициента Q Тобина

Данный метод основан на расчете коэффициента, Q Тобина который теоретически отражает оценку фирмы в стандарте стоимости замещения, то есть оценку по текущим рыночным ценам аналогичных активов. Поэтому данный коэффициент должен рассчитываться как

отношение совокупной рыночной капитализации компании (EV) к стоимости замещения всех ее активов:

$$(5) \quad Q_{\text{Тобина}} = \frac{EV}{RV},$$

где EV – совокупная капитализация компании (market value).

Определяется по формуле: (Долгосрочные обязательства (по балансу) — денежные средства (по балансу)) + Курс обыкновенной акции * Количество обыкновенных акций в обращении.

RV – восстановительная стоимость активов компании (replacement value).

Если значение коэффициента Q Тобина меньше единицы, значит, у компании отсутствуют выгодные инвестиционные возможности, а ее капитализация меньше, чем балансовая стоимость, потому что рынок не видит перспектив развития такой фирмы.

Данный метод заключается в сравнении коэффициента Q Тобина диверсифицированных компаний с соответствующими значениями коэффициентов, рассчитанных для портфелей сфокусированных компаний-аналогов. Изучение данного показателя позволяет понять, насколько эффективно происходит распределение ресурсов в рамках диверсифицированных компаний.

Поскольку Q Тобина зависит от рыночной стоимости фирмы и, следовательно, от ожиданий финансовых рынков, надежность этого показателя требует достаточно высокого уровня развития последних. Кроме того, инфляция искусственно занижает балансовую стоимость активов в противовес его рыночной стоимости, поэтому надежные оценки величины Q могут быть получены только для экономик, достигших макроэкономической стабильности [Биван, Эстрин, Шафер, 2002].

Метод накопленной избыточной доходности

Наконец, в исследовании эффектов диверсификации применяют также метод накопленной избыточной доходности (cumulative abnormal return). Данная методика основана на предпосылке о том, что рынок эффективно реагирует на новую информацию. Суть данного метода основана на изучении эффекта от события. Для того чтобы определить эффективность, рассчитывается разность между реальной доходностью акций диверсифицированной компании и ее ожидаемым значением, или так называемая *избыточная доходность*. Такие отклонения рассчитываются для нескольких промежутков во времени, а затем суммируются. Рассмотрим алгоритм метода избыточной доходности более подробно (Вэстон, Сю, Джонсон [Weston, Siu, Johnson, 2002]):

На *первом шаге* рассчитывается избыточная доходность как разница между реальной и ожидаемой доходностью для каждой отдельной компании в выборке на ежедневной основе:

$$(6) \quad r_{jt} = R_{jt} - \hat{R}_{jt}.$$

r_{jt} — избыточная доходность, рассчитывается для каждой отдельной компании на ежедневной основе;

R_{jt} — реальная доходность акций;

$\hat{R}_{jt}$ — ожидаемая доходность акций.

На *втором этапе* рассчитывается среднее значение избыточной доходности:

$$(7) \quad AR_t = \frac{\sum_j r_{jt}}{N}.$$

N — количество компаний в выборке.

И наконец на *последнем шаге* рассчитывается накопленная избыточная доходность (cumulative abnormal returns):

$$(8) \quad CAR = \sum_{t=-m}^m AR_t.$$

CAR — накопленная избыточная доходность (cumulative abnormal returns).

m — количество дней до и после события, обычно m присваивается значение 40.

Если полученная сумма избыточной доходности положительна, то исследуемое событие оценивается рынком как эффективное. Если в качестве события использовать разные типы объявлений о диверсификации компании, то полученная в итоге положительная суммарная величина избыточных доходностей — это аргумент в пользу вывода о том, что стратегия диверсификации создает стоимость с точки зрения инвесторов.

Отметим, что необходимые данные для применения данной методики могут быть собраны на российском рынке. К необходимой информации в данном случае относятся данные о дате объявления о сделках по слиянию/поглощению с целью диверсификации и курсы акций соответствующих компаний. Однако при применении данной методологии необходимо помнить, что большинство российских акций является неликвидными, что, в свою очередь, может наложить ограничения на построение выборки сделок.

На данном этапе работы нами были рассмотрены следующие основные моменты: во-первых, мы привели несколько определений понятия «диверсифицированная компания», представленных в научной литературе; во-вторых, рассмотрели основные методы определения степени диверсификации; и, в-третьих, детально проанализировали

существующую методологию количественной оценки эффектов диверсификации. Все это, соответственно, подводит нас к следующему логическому шагу, а именно к рассмотрению и анализу основных эмпирических исследований эффективности стратегии диверсификации.

Анализ эмпирических исследований влияния диверсификации на стоимость компаний на развитых рынках капитала

На сегодняшний день в научных кругах нет устоявшегося мнения об эффективности следования стратегии диверсификации. Об этом говорит, во-первых, огромное количество существующих и вновь появляющихся работ на эту тематику, а, во-вторых, неоднозначность полученных в этих работах выводов.

Все эмпирические исследования эффективности стратегии диверсификации на развитых рынках капитала можно разделить на три основных направления. Первое направление работ свидетельствует о том, что диверсификация является неэффективной и ведет к разрушению стоимости компании. Второй вид исследований доказывает, что стратегия диверсификации сама по себе не является разрушающей стоимость. И наконец, третье направление утверждает, что диверсификация является стратегией, создающей стоимость компании.

Теперь более подробно остановимся на эмпирических работах, формирующих то или иное направление, и детально остановимся на наиболее значимых исследованиях в каждом направлении.

Стратегия диверсификации разрушает стоимость компании

Начнем с описания первого направления работ, составляющего большую часть существующих на сегодня исследований. Работы данного направления ставят перед собой цель исследовать дисконт за диверсификацию (*diversification discount*) и объяснить природу этого дисконта.

Классической работой этого класса является исследование Бергер и Офек [Berger, Ofek, 1995], о котором мы упоминали выше. Значимость данного исследования обусловлена, во-первых, представленной в работе методологией количественной оценки эффектов диверсификации, основанной на финансовых мультипликаторах, которая была подробно рассмотрена выше. Во-вторых, в исследовании был впервые количественно определен дисконт за диверсификацию.

В работе анализировалась выборка из 3659 компаний, в период с 1986-го по 1991 годы, что включает в себя 16 181 наблюдение, из которых 5233 наблюдений относятся к компаниям, имеющим несколько бизнес-направлений. Используя в качестве меры диверсификации количество сегментов, в которых функционирует компания (на основе SIC- кодов) и

применяя метод вмененной стоимости, авторы пришли к выводу, что в среднем дисконт за диверсификацию составляет 13—15%, причем дисконт имеет тенденцию к снижению в случае связанной диверсификации. Анализ рентабельности на основе соотношений EBIT к выручке и активам показал, что подразделения диверсифицированной компании являются менее прибыльными по сравнению со сфокусированными компаниями аналогами. Причина возникновения дисконта, по мнению Бергер и Офек, связана с неэффективным циркулированием капитала внутри компании, то есть с направлением чрезмерных инвестиций в сегменты с низким значением коэффициента Q Тобина.

О разрушении стоимости многодивизиональными структурами также свидетельствует исследование Лэнг и Стулз [Lang, Stulz, 1994]. Данное исследование было построено на выборке из 1500 американских компаний. В качестве меры диверсификации авторы использовали индекс Херфиндаля — Хиршмана и количество сегментов, в которых функционирует компания

Анализируя эффективность интеграции путем сопоставления диверсифицированных компаний с аналогичными узкоспециализированными компаниями на основе коэффициента Q Тобина, авторы обнаружили, что для конца 70-х — 80-х годов сфокусированные компании оценивались рынком выше, чем компании, ведущие деятельность по нескольким направлениям. Также нашел подтверждение тот факт, что широко диверсифицированные компании, функционирующие в пяти или более сегментах, имеют среднее и медианное значение коэффициента Q Тобина меньше средних коэффициентов, рассчитанных по общей выборке. В работе было также проанализировано влияние отраслевых эффектов на соотношение Q и степени диверсификации. Если предположить, что диверсифицированные компании могли быть сосредоточены в отраслях с низкими возможностями роста, то находит свое объяснение и более низкое значение Q. Однако принятый во внимание отраслевой эффект позволил объяснить только часть дисконта за диверсификацию. Согласно выводам авторов, акционерная стоимость с высокой вероятностью была бы выше, если бы сегменты диверсифицированных компаний были выделены в отдельные фирмы.

Исследования Серваес [Servaes, 1996], Линс, Серваес [Lins, Servaes, 1999] свидетельствуют о схожих результатах. Серваес [Servaes, 1996], используя методологию Q Тобина, подтвердил существование дисконта за диверсификацию для американских компаний в 1960-е годы, но доказал снижение дисконта до нуля в 70-е годы. Линс и Серваес [Lins, Servaes, 1999], используя методологию вмененной стоимости, получили подтверждение существования дисконта для компаний Германии, Великобритании и Японии в 1991—1994 годы.

На основе выводов рассмотренных выше работ мы можем сделать заключение о том, что стратегия диверсификации является разрушающей стоимость компании и диверсифицированные компании торгуются на рынке с дисконтом по сравнению с узкоспециализированными аналогами. Преимуществом проанализированных исследований является то, что они определяют эффективность стратегии диверсификации и зачастую количественно определяют потерю в стоимости, недостаток же этих работ заключается в том, что они чаще всего оставляют открытым вопрос об источниках возникновения дисконта. Для того чтобы выявить факторы, объясняющие скидку за диверсификацию, обратимся к следующей группе исследований.

Исследования эффективности внутреннего рынка капитала и ее влияние на стоимость компании

В качестве основного фактора разрушения стоимости диверсифицированной компании многие исследователи рассматривают неэффективное функционирование внутреннего рынка капитала, что, в свою очередь, связано либо с неэффективным распределением внутренних фондов интегрированной компании, либо с сознательным нарушением условия эффективности распределения капитала в силу агентской проблемы. В каждом случае результатом неэффективного распределения ресурсов является так называемая проблема перекрестного субсидирования (cross-subsidization), когда подразделения диверсифицированной компании со слабыми инвестиционными возможностями поддерживаются более перспективными бизнес-единицами.

Анализ существующих эмпирических исследований говорит о двойственности мнений относительно эффективности внутреннего рынка капитала. Одни исследователи доказывают наличие положительных сторон внутреннего рынка. В качестве преимуществ рассматриваются, во-первых, возможность привлечения значительных объемов внешнего финансирования по сравнению с отдельно функционирующими компаниями (Левелен [Lewellen, 1971]; Дамодаран [Stapleton, 2004]; Бергер и Офек [Berger, Ofek, 1995]; Коммент, Джарел [Comment, Jarrel, 1995]; Хэдлок, Рингаерт, Томас [Hadlock, Ryngaert, Thomas, 2001]). Во-вторых, Алчиан [Alchian, 1969], Вестон [Weston, 1970], Вильямсон [Williamson, 1975], Стейн [Stein, 1997], Матсусака, Нанда [Matsusaka и Nanda, 2001] обсуждают в своих работах такое преимущество внутреннего рынка капитала, как рациональное распределение полученных ресурсов между подразделениями компании.

Как правило, модели эффективного внутреннего рынка капитала, выступающие за то, что диверсификация способствует созданию

стоимости, не объясняют, почему происходит распределение ресурсов в пользу неперспективных подразделений.

Другая же, более значительная, часть исследований говорит о неэффективности распределения капитала в рамках диверсифицированной компании, что, в конечном счете, ведет к возникновению дисконта в стоимости интегрированных фирм.

Работы Раджан, Серваес, Зингалес [Rajan, Servaes и Zingales, 2000], Шарфштейн, Стейн [Scharfstein и Stein, 2000] и Вульф [Wulf, 1999] в качестве центральной проблемы рассматривают агентский конфликт между менеджерами бизнес-единиц и CEO головной компании. Менеджеры подразделений в этих моделях позиционируются как агенты, стремящиеся к извлечению частных выгод (rent-seeking)²⁹. Главная их цель заключается в том, чтобы убедить CEO головной компании предоставить им большее вознаграждение, власть или ресурсы.

Эмпирические исследования, посвященные эффективности внутреннего рынка капитала, находятся на ранней своей стадии, и многие интересные и важные вопросы остаются пока без ответа. Тем не менее, проанализировав существующие работы, можно сделать несколько выводов, хотя и с некой осторожностью. Во-первых, внутренний рынок капитала может осуществлять экономически значимое перераспределение ресурсов между подразделениями компании. Во-вторых, в тех случаях, когда интеграция разрушает стоимость, частично это разрушение можно объяснить неэффективным функционированием внутреннего рынка капитала. В-третьих, неэффективность внутреннего рынка капитала связана в первую очередь с социалистическим эффектом, когда слабые подразделения диверсифицированной компании с низкими инвестиционными возможностями получают больше инвестиций по сравнению с сильными бизнес-единицами. И, в-четвертых, проблема социализма более характерна для компаний, ведущих свой бизнес в различных отраслях экономики и имеющих различные инвестиционные возможности.

Исследования, направленные на изучение эффективности корпоративного управления

Согласно некоторым исследованиям, дисконт за диверсификацию частично является следствием ограниченности корпоративного управления, призванного сдерживать агентский конфликт собственник – менеджмент. Палиа [Palia, 1999] утверждает, что дисконт за диверсификацию снижается по мере роста чувствительности между вознаграждением менеджмента и эффективностью деятельности компании

²⁹ Handbooks of the Economics of Finance. Volume 1 A. Corporate finance. Editors: George M. Constantinides, Milton Harries, Rene M. Stulz. Pp. 137—165.

(performance), измеренной участием в собственности и наличием опционов на акции в компенсационном пакете менеджера. Дисконт также снижается при снижении размера совета директоров компании.

Андерсон, Батс, Бизяк, Лемон [Anderson, Bates, Bizjak, Lemmon, 1998] в своем исследовании обнаружили, что менеджмент корпоративного центра головной компании имеет низкую долю собственности, высокий уровень оплаты и низкую чувствительность между вознаграждением и результатами деятельности компании (performance).

Исследования, направленные на изучении эффективности деятельности компаний

Другая группа исследований связывает дисконт за диверсификацию с низкой эффективностью деятельности компании, не обязательно относящейся к агентской проблеме. Максимовик, Филипс [Maksimovic и Philips, 2001] исключив из рассмотрения существование агентской проблемы, исследовали процесс распределения капитала между подразделениями диверсифицированной компании согласно бизнес-циклу и проанализировали реакцию подразделений компании на отраслевые шоки, в сравнении с узкоспециализированными компаниями. Они протестировали свою теорию, анализируя рост и эффективность деятельности компаний и их подразделений, используя панельные данные за период с 1975-го по 1992 год. Они обнаружили, что диверсифицированные компании являются менее продуктивными (productive) по сравнению с компаниями сфокусированными.

Реакция фондового рынка на конгломеративные слияния и поглощения

Так как фондовый рынок знает характеристики компании-цели до проведения слияния, возможно, реакция фондового рынка учитывает финансовое положение и другие характеристики приобретаемой компании. Исследование реакции фондового рынка (event studies) на следование стратегии диверсификации в общем и целом также говорит о наличии дисконта. Некоторые исследования говорят о том, что объявление о проведении конгломеративного слияния/поглощения в период 1960—1970 годы способствовали генерации доходности намного выше среднего уровня, указывая на одобрение подобных сделок со стороны фондового рынка [Schipper, Thompson, 1983; Matsusaka 1993]. Эти исследования также подтверждают рост стоимости объединенной компании, говоря о том, что рынок ожидал увеличения стоимости от такого слияния. В то же время, Шлейфер, Вишни [Shleifer и Vishny] говорят о том, что возвращение к сфокусированности в 1980-е годы представляет собой признание неэффективности конгломератов.

Если так, то реакция фондового рынка на конгломеративные слияния/поглощения в 1980-е годы должна была быть более осуждающей, нежели реакция на связанную диверсификацию. Морк, Шлейфер, Вишни [Morck, Shleifer, Vishny, 1990] в своем исследовании сравнили аномальные доходности связанной и несвязанной диверсификации в период с 1975-го по 1987 год. В проведенном регрессионном анализе они нашли только незначительное превышение доходности при проведении связанной диверсификации, по сравнению со стратегией несвязанной диверсификации в 1980-е годы. Однако они нашли, что 68% от проведенных конгломеративных слияний заработали отрицательную доходность от покупной цены компаний-целей в 1980-е годы и 52% — в 1970-е.

Агравал, Джафе, Манделкер [Agrawal, Jaffe, Mandelker, 1992], проанализировав как конгломеративные, так и неконгломеративные стратегии, на примере 765 слияний в период с 1955-го по 1987 год, постулируют, что в течение 60 месяцев значение совокупной накопленной доходности (cumulative abnormal returns, CAR) для несвязанной диверсификации составило -26%, а для связанной диверсификации — только -9%. Уолкер [Walker, 2000] также обнаружил, что связанная диверсификация не создает больше стоимости, чем диверсификация несвязанная.

Бредли, Десай, Ким [Bradley, Desai, Kim, 1988] нашли, что доходность (abnormal returns) для компании-покупателя, вне зависимости от мотивов проведения сделки, составляет -2,93% для примера слияний в период с 1981-го по 1984 год. Согласно исследованию Мэггисон, Морган, Нейл [Magginson, Morgan, Nail, 2000], слияния/поглощения, результатом которых является диверсификация компании, приводят к концу третьего года после слияния к снижению благосостояния акционеров на 25% и рост диверсификации на 10% снижает благосостояние акционеров на 9%. Матсусака [Matsusaka, 1993], с другой стороны, обнаружил, что в конце 1960-х — начале 1970-х годов компании-покупатели, совершающие сделки с целью диверсификации своей деятельности, получили положительную накопленную доходность, по сравнению с компаниями, предпринявшими связанную диверсификацию [Martin, Sayrak, 2003].

Исследования эффективности дивестиций

Ряд исследований Далея, Мехротра, Сивакумар [Daley, Mehrotra и Sivakumar, 1997], Десай, Джайн [Desai и Jain, 1999], Джон, Офек [John, Ofek, 1995] посвящен де-конгломератизации или переходу к сфокусированности бизнеса. Это достигается путем дивестиций или отпочкования (spin-off). Результаты этих исследований в основном указывают на положительную реакцию фондового рынка, а также на стратегию компании, направленную на продажу активов и переходу к

сфокусированности. Прибегая к этой стратегии, компании частично избегают от дисконта за диверсификацию.

Стратегия диверсификации не способствует разрушению стоимости

Вторая большая группа исследований ставит под сомнение выводы предыдущего направления работ. Данные исследования не опровергают тот факт, что диверсифицированные компании торгуются с дисконтом, а заявляют о том, что дисконт связан не с самой стратегией диверсификации, а с другими факторами.

Как уже отмечалось выше, наиболее распространенной методикой исследования стратегии диверсификации является методология, основанная на финансовых мультипликаторах. Однако такой метод оценки дисконта за диверсификацию содержит некоторые предостережения. При применении данного подхода необходимо принимать во внимание следующее.

Во-первых, необходимо учитывать, является ли система классификации отраслей соответствующей, то есть настолько ли широка двухзначная группа промышленной классификации, чтобы зафиксировать, учесть разницу между сегментом диверсифицированной компании и компании, используемой в качестве сравнения, узкоспециализированной компаний?

Во-вторых, правильно ли определена группа сопоставимых с сегментами конгломерата компаний, то есть имеет ли группа сфокусированных компаний такие же перспективы развития, возможности роста, что и подразделения диверсифицированной компании?

В-третьих, является ли дисконт за диверсификацию следствием объединения компаний или он наблюдался до того, как прошел процесс слияния? В-четвертых, если дисконт существовал до проведения слияния, возможно, это послужило причиной скидки за диверсификацию?

В данном случае абсолютно точное замечание состоит в том, что разрушение стоимости в конгломерате — это не то же самое, что разрушение стоимости, вызванное объединением в конгломерат. На самом деле объединение в конгломерат скорее может смягчить снижение стоимости, которое бы продолжалось без проведения слияния.

Использование медианного значения Q по отрасли или любого другого измерения возможностей роста «репрезентативной» фирмы в отрасли, которая частично совпадает с сегментом диверсифицированной компании, вовсе не означает, что две рассматриваемые единицы имеют одинаковый потенциал роста. Предположим, что сегмент, до того как быть поглощенным конгломератом, имел значение Q ниже среднеотраслевого значения или находился в затруднительном финансовом положении. В данном случае, если судить о результатах приобретения с позиции медианного значения сопоставимых компаний, то

это может привести к смещенной оценке. На самом деле, сравнивая показатели деятельности приобретенного сегмента со значением его Q до проведения сделки, мы скорее видим улучшение показателей деятельности.

Таким образом, альтернативой среднеотраслевого значения мультипликатора сопоставимых компаний могут выступать данные о характеристиках компании и потенциале ее роста до проведения сделки по слиянию/поглощению.

Использованная в исследованиях методология подразумевает также, что узкоспециализированные компании являются хорошими аналогами для оценки подразделений многопрофильной компании.

Исследование Грэхэм, Лемон, Волф [Graham, Lemmon, Wolf, 2000] ставит под сомнение справедливость данной предпосылки. В работе сделана попытка учесть различия, существующие между подразделениями диверсифицированной компании и сопоставляемыми им сфокусированными компаниями. Ими были изучены примеры компаний, увеличивающие количество своих бизнес-сегментов за счет слияний/поглощений и примеры компаний, которые стали многопрофильными путем публичного объявления о наличии нескольких бизнес-единиц.

В своем исследовании авторы рассмотрели 356 (из изначальных 2475) компаний, вовлеченных в сделки по слиянию/поглощению в период 1980—1995 годов. В качестве методологии исследования использовался подход Бергер, Офек [Berger и Ofek, 1995].

В работе продемонстрировано снижение стоимости для приобретающих компаний в целом по выборке. Средняя величина дисконта составила примерно 7% (6,93%). Для объяснения снижения стоимости более подробно были рассмотрены характеристики компании цели до проведения сделки. В исследовании показано, что до совершения сделки приобретаемые компании оценивались рынком приблизительно на 10% (10,16%) ниже справедливой стоимости. Компании, ставшие многопрофильными в результате внутреннего роста или публичного сообщения об увеличении своих бизнес-сегментов испытали в среднем, незначительное снижение стоимости: -6,48% (-1,58% — медианное значение), что лишний раз подтверждает связь дисконта за диверсификацию с характеристиками компании цели. Таким образом, главный вывод проведенного исследования состоит в том, что дисконт за диверсификацию связан прежде всего с характеристиками компании цели и сам процесс диверсификации не способствует разрушению стоимости компании. Для измерения дисконта за диверсификацию авторы предлагают использовать в качестве аналогов для появившихся подразделений многопрофильной компании не узкоспециализированные средние по отрасли компании, а компании, исчезнувшие из

статистических данных по сфокусированным компаниям вследствие их слияния/поглощения.

Почти аналогичной позиции придерживаются Кампа и Кедиа [Campa, Kedia, 2002]. В данной работе предпринята попытка, учитывая предпосылки к диверсификации на эндогенном уровне, исследовать влияние диверсификации на стоимость компании. Кампа и Кедиа постулируют, что решение следовать стратегии диверсификации зависит от специфических характеристик компаний, которые, в свою очередь, способствуют получению дополнительной стоимости от диверсификации по сравнению с другими компаниями.

Авторы используют три способа для того, чтобы учесть эндогенный характер диверсификации. Во-первых, при анализе панельных данных и построении регрессий авторы вводят так называемые фиксированные эффекты (*fixed-firm effects*), что позволяет учесть ненаблюдаемые характеристики компаний, влияющие на принятие решения о диверсификации. Во-вторых, авторы моделируют вероятность осуществления диверсификации в зависимости от отраслевых, индивидуальных и макроэкономических параметров. В-третьих, авторы описывают модель самоотбора (*self-selection*) (принятие или отклонение решения о диверсификации) компаний, применяя поправку Хекмэн [Heckman] для устранения потенциального смещения в оценке вероятности принятия положительного или отрицательного решения о диверсификации. Согласно их исследованию, при принятии к рассмотрению эндогенных факторов, дисконт за диверсификацию исчезает, иногда превращаясь в премию. В работе также исследовалась взаимосвязь между решением диверсифицированной компании о дивестиции и ее рыночной стоимостью. Аналогично выводам Комент, Джарел [Comment и Jarrel, 1995], Джон, Офек [John и Ofek, 1995], Бергер, Офек [Berger и Ofek, 1995], авторы данного исследования заключают, что рост стоимости компании положительно связан с решением о дивестиции. Следование стратегии сфокусированности также является внутренним решением компании, и в некоторых случаях определенные характеристики диверсифицированной компании могут приводить к росту стоимости путем дивестиций.

Исследования Лэнги Стулз [Lang and Stulz, 1994], Виллалонга [Villalonga, 1999], Хиланд [Hyland, 1999, 2002], также доказывают, что диверсифицированные компании торговались с дисконтом до принятия стратегии диверсификации.

Линия рассуждений в исследовании Пал Бохл [Pal, Bohl? 2005] очень схожа с Кампа, Кедиа [Campa, Kedia, 2002] и другими рассмотренными выше работами. Данное исследование представляет интерес, так как анализирует влияние диверсификации на стоимость для компаний Великобритании. Исследование также фокусируется на изучении эндогенных факторов при принятии решения о диверсификации.

Анализируя выборку из 796 компаний в период с 1998-го по 2003 год и применяя стандартный метод наименьших квадратов и обобщенный метод моментов, авторы получили первоначальные результаты, указывающие на наличие дисконта за диверсификацию в размере 9%. Учитывая возможность наличия эндогенности диверсификации и рассматривая решение о диверсификации как функцию характеристик фирмы и отрасли, а также макроэкономических условий, авторы постулируют, что обнаруженный ранее дисконт превращается в значительную премию в размере 30%. Согласно проведенному эконометрическому исследованию, отрицательная стоимость конгломерата объясняется влиянием макросреды. Неблагоприятные макроэкономические условия влияют на возможности роста компаний, их стоимость и на их решение действовать как интегрированная компания.

Полученные в данном исследовании выводы позволяют по-другому взглянуть на эффективность диверсификации на европейском рынке. Предыдущие работы, число которых несопоставимо с исследованиями на американском рынке, приводили к достаточно противоречивым результатам. Согласно исследованию Линс, Серваес [Lins, Servaes, 1999], компании Великобритании, так же как и американские компании, торгуются с дисконтом, примерно составляющим 15%. Авторы заключили, что снижение стоимости является результатом диверсификации и только для стран с более мягким агентским конфликтом (Германия) диверсифицированные компании могут торговаться с премией Гоерген и Реннебург [Goergen, Renneboog, 2004] обнаружили, что основной мотивацией крупнейших европейских сделок по слиянию/поглощению в 90-е годы было достижение эффекта синергии и около 60% сделок привели к росту стоимости. Таким образом, авторы заключили, что европейские компании стремятся максимизировать стоимость посредством сделок слияния/поглощения, которые могут приводить к диверсификации. Эти результаты, соответственно, противоречат найденному Линс, Серваес [Lins, Servaes, 1999] дисконту.

Особый интерес представляет работа Ламонт и Полк [Lamont и Polk, 2001]. В данном случае феномен диверсификации исследуется несколько под другим углом. Отличительной особенностью этой работы является то, что в данном случае авторы используют подход к анализу стоимости диверсифицированной компании с точки зрения ожидаемой доходности. То есть в центре исследования находится идея о том, что риск диверсифицированной компании отличается от риска релевантного портфеля сфокусированных компаний. В работе была протестирована объясняющая способность изменения ожидаемой доходности в изменении вмененной стоимости диверсифицированной компании. В результате исследования было обнаружено, что компании, торгуемые с дисконтом, имеют значение ожидаемой доходности выше, нежели компании, торгуемые с премией. Таким образом, дисконт может быть объяснен как с

точки зрения различий в денежных потоках интегрированной компании и композиции сфокусированных компаний, так и различиями в значениях ожидаемой доходности.

Итак, принимая во внимания полученные выводы, можно предположить, что исследования, ориентированные на среднеотраслевые значения сопоставимых компаний и свидетельствующие о том, что диверсифицированные компании разрушали стоимость, могут быть интерпретированы по-другому, как приобретение уже торгующихся с дисконтом компаний, что в свою очередь и вызвало снижение стоимости.

Суммируя все вышесказанное, мы видим, что пока некоторые исследования заявляют и наличии дисконта за диверсификацию, такой дисконт может до некоторой степени быть отражением характеристик финансовой деятельности (performance) как компании-цели, так и компании-покупателя или их обеих. Если так, то дисконт вызван не самим процессом диверсификации.

Стратегия диверсификации создает стоимость для акционеров

В отличие от предыдущих групп исследований, авторы которых постулируют наличие дисконта, но связывают его происхождение с различными факторами, данное направление работ доказывают, что диверсифицированные компании являются весьма эффективными и существует значительная премия за диверсификацию.

Основоположником этой группы исследований по праву можно считать Б. Виллалонга [B. Villalonga].

Виллалонга [Villalonga, 2004] ставит под сомнение результаты рассмотренных выше исследований, заявляя о несовершенстве данных, на которых строились предыдущие работы. Во-первых, данные COMPUSTAT, которыми пользуются почти все исследователи по данному вопросу, сильно занижают действительный масштаб диверсификации. Степень диверсифицированности компаний не совпадает с данными, указанными в финансовой отчетности подразделений. Причина заключается в том, что в данные COMPUSTAT попадают только сведения о подразделениях, которые генерируют не менее 10% выручки или прибыли компании (или оперирующие не менее чем 10% активов). Данное утверждение подкрепляется выводом Монгомери [Montgomery, 1994], который заявляет, что излишняя агрегированность в данных COMPUSTAT занижает действительную диверсификацию для пятисот крупнейших компаний США по меньшей мере в 56% случаях. Во-вторых, отсутствует четкое определение бизнес-подразделения. В статье приводится пример, когда компания действует в двух различных сферах бизнеса, являясь при этом вертикально интегрированной, но, согласно официальной статистике, совершенно не будучи при этом диверсифицированной. Как показали проведенные исследования, примерно в 10% случаев компания в

действительности является диверсифицированной, хотя формально занимает одно бизнес-направление. В-третьих, компании часто меняют количество сегментов в отчетной информации, без изменений направлений деятельности в реальности. Денис, Денис, Сарин [Denis, Denis, Sarin, 1997] и Хиланд [Hyland, 1997] обнаружили, что около $\frac{1}{4}$ всех изменений в количестве заявленных сегментов в COMPUSTAT являются изменениями на бумаге, а не реальными сделками по диверсификации или сфокусированности.

Три отмеченных недостатка используемой в исследованиях базы данных являются основанием того, что во многих случаях широкой диверсификации замена среднего Q Тобина компании на взвешенное средних Q Тобина составляющих ее подразделений некорректно и приводит к смещенным оценкам.

Внеся в свое исследование соответствующие корректировки, Виллалонга [Villalonga] отвергает гипотезу о наличии дисконта за диверсификацию и показывает, что в ряде случаев существует статистически значимая премия за диверсификацию. В качестве базы данных для построения исследования Виллалонга [Villalonga] использовала источник BITS (Business Information Tracking Series). BITS является новой базой, которая покрывает данные по всей экономике США в период с 1989-го по 1996 год. Данный источник информации позволил автору исследования избежать перечисленных выше проблем с отчетной информацией в базе COMPUSTAT.

Итак, рассмотрев основные эмпирические исследования влияния диверсификации на стоимость на развитых рынках капитала, мы не можем сделать однозначный вывод о том, способствует ли стратегия диверсификации созданию или разрушению стоимости. Представленные в этом разделе работы исследуют различные аспекты диверсификации, но оставляют пространство для дальнейших исследований.

Обратимся теперь еще к одному пласту академических работ, посвященных анализу диверсификации на развивающихся рынках капитала.

Эффекты диверсификации на растущих рынках капитала

Наличие дисконта за диверсификацию указывает на то, что издержки, связанные с диверсификацией, превышают ее выгоды для средней фирмы, оперирующей на развитом рынке капитала. На растущих рынках, однако, относительные издержки и выгоды диверсификации не столь значимы в силу более жестких ограничений рынка. Согласно теории транзакционных издержек Коуз [Coase, 1937] и Вильямсон [Williamson, 1985], оптимальная структура компании зависит от состояния институциональной среды. При неразвитости последней особую актуальность приобретают диверсифицированные компании, которые

могут брать на себя функции различных институтов развитого рынка, тем самым создавая потенциал стоимости для интегрированных компаний [Khanna и Palepu, 1997, 1999]. Слабость законодательной базы, неразвитость внешнего рынка капитала, сложности с привлечением финансирования, непрозрачность отношений бизнеса и государства, несовершенство рынка труда, асимметрия информации накладывают значительные ограничения на функционирование сфокусированных компаний, ставя их существование под угрозу. Узкоспециализированные компании могут извлекать выгоды, действуя в рамках диверсифицированных компаний или бизнес-групп, которые являются наиболее распространенной формой организации бизнеса на растущих рынках капитала.

Однако, с другой стороны, жесткие ограничения растущих рынков в большей степени способствуют возникновению агентских издержек, связанных с диверсификацией. Высокий уровень асимметрии информации открывает для менеджмента компаний и крупных акционеров возможности для извлечения собственных выгод от диверсификации, что в свою очередь может приводить к потере стоимости диверсифицированными компаниями.

Таким образом, диверсификация на растущих рынках капитала может приводить как к созданию, так и к разрушению стоимости.

Применительно к растущим рынкам капитала существует два типа академических эмпирических исследований, обнаруживающих прямо противоположные для стоимости компании последствия, к которым приводит ее диверсификация.

Диверсификация как фактор создания стоимости компании на растущем рынке капитала

В данном разделе рассмотрим группу работ, доказывающих эффективность диверсифицированных структур на растущих рынках капитала. Эффективность интегрированных компаний в данном случае объясняется возможностью заполнения институциональной пустоты на развивающихся рынках.

Исследование влияния институциональной среды страны на выгоды и издержки от диверсификации является центральным в работе Фаувер, Хьюстон, Наранджо [Fauver, Houston, Naranjo, 2001]. Основная гипотеза данного исследования состоит в том, что привлекательность стратегии диверсификации зависит от развитости рынка капитала, правовой системы и от международной интегрированности рынка капитала. Вследствие неразвитости внешнего рынка капитала внутренний рынок является эффективным в условиях растущего неинтегрированного рынка капитала. Данное исследование построено на выборке из 35 стран в период с 1991-го по 1995 год. Применяя методологию финансовых

мультипликаторов и регрессионный анализ, авторы исследования пришли к следующим выводам. Во-первых, стоимость диверсификации отрицательно коррелирует со степенью развитости рынка и международной интеграцией рынка капитала. В странах с низким уровнем дохода и низким ВВП на душу населения диверсификация не наносит вреда акционерной стоимости и может быть даже выгодной. Во-вторых, в странах с развитой правовой системой (английское право³⁰) наблюдается высокий дисконт за диверсификацию. Средний дисконт для этих стран составил 8,57%, для стран с другой правовой системой дисконт и премия не наблюдались. В статье также исследовалось влияние концентрации собственности на стоимость компании. Исследование выявило, что при низкой (менее 10%) и высокой (более 30%) концентрации собственности ценность диверсификации увеличивается. То есть в общем и целом можно заключить, что диверсификация является выгодной на развивающихся рынках капитала и степень диверсификации снижается по мере его развития.

Большой интерес представляет исследование Клаессен, Дьянков, Фэн, Лэнг [Claessen, Djankov, Fan, Lang, 2000]. В отличие от многих других работ, авторы данного исследования заостряют внимание на том, что существуют различные типы диверсификации. Предыдущие исследования в США и других странах чаще всего измеряли степень диверсификации количеством сегментов, в которых ведет свою деятельность компания. В данной работе проводится различие между вертикальной интеграцией (vertical), комплементарной³¹ (complementary) и несвязанной интеграцией. Авторы исследования, во-первых, изучают различия в видах диверсификации на примере восьми стран Восточной Азии, Японии и США, а также изменения степени диверсифицированности компаний во времени. Во-вторых, исследуют, какой тип диверсификации влияет на стоимость компании в этих странах и какова значимость этого влияния.

Результатом исследования являются восемь стилизованных фактов относительно диверсификации и ее влияния на стоимость в 10 странах.

1. Компании США в меньшей степени придерживаются стратегии диверсификации по сравнению с компаниями Восточной Азии и Японии. Кроме того, связанный тип диверсификации менее характерен для американских компаний.

³⁰ В исследовании La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer [Ла Порта, Лопез де Силанс, Шлейфер, 1999] произведена классификация стран согласно степени защищенности прав инвесторов. Авторы группируют страны на четыре различные группы: английская правовая система, французская, немецкая и скандинавская. Английская правовая система обеспечивает наибольшую защищенность прав инвесторов, в то время как французская система обеспечивает наименьшую защищенность.

³¹ Понятие «комплементарная диверсификация», в отличие от горизонтальной диверсификации, является более широким, последнее означает диверсификацию в ту же отрасль.

2. Наблюдается некий тренд в сторону снижения степени диверсификации в США, но не в других странах выборки.
3. Вертикальной стратегии интеграции придерживаются в последнее время все больше компаний Японии. Данный факт не нашел своего подтверждения для США и Восточной Азии.
4. Увеличение комплементарной диверсификации характерно для всех стран в выборке.
5. Природа связанной диверсификации объясняется в компаниях США дивестициями несвязанных подразделений, напротив, в компаниях Восточной Азии и Японии — расширением компаний.
6. Стратегия корпоративной диверсификации является разрушающей стоимостью для американских компаний, но не для компаний большинства других стран в выборке. Результаты регрессии показали наличие значительного дисконта за диверсификацию в Сингапуре, Тайване и Индонезии. Существование дисконта для других стран Восточной Азии не подтвердилось, особенно для тех компаний, которые оперируют более чем в двух сегментах рынка.
7. Вертикальная интеграция увеличивает стоимость компании в более развитых странах, но приводит к снижению стоимости в странах с менее развитой финансовой системой. Вертикальная диверсификация способствует снижению стоимости в Корее, Малайзии и Индонезии. Напротив, вмененная стоимость увеличивается для компаний, придерживающихся стратегии вертикальной интеграции в Японии, Гонконге и США.
8. Комплементарная диверсификация в целом не оказывает влияния на стоимость.

Более поздняя работа этих же авторов — Клаессен, Фэн, Лэнг [Claessen, Fan, Lang, 2006] исследует выгоды и издержки принадлежности к бизнес-группам на примере большой выборки стран Восточной Азии. Под бизнес-группой в целях данного исследования понимается корпорация, в которой сегменты связаны посредством перекрестного владения акциями (*stock-pyramids and cross-ownership*). По отношению к независимым фирмам подобные структуры характеризуются наличием внутреннего рынка капитала, посредством которого происходит распределение финансовых ресурсов, что представляет собой выгоду, особенно в условиях неразвитого внешнего рынка капитала при ограниченном доступе к финансовым ресурсам для молодых, быстрорастущих компаний и для компаний, испытывающих финансовые затруднения. Существование такого рода преимуществ, с одной стороны, приводит к росту стоимости компании. Однако, с другой стороны, существование внутреннего рынка в сочетании со сложной структурой собственности и системой контроля внутри аффилированной группы компаний способствует возникновению агентского конфликта. Данная

работа исследует вышеобозначенные выгоды и издержки диверсификации и соотношение между ними.

Исследуя выборку почти из 2000 компаний из 9 стран Восточной Азии в период с 1994-го по 1996 год, авторы пришли к следующему выводу. Принадлежность с бизнес-группам положительно влияет на стоимость для зрелых, медленно растущих, финансово ограниченных компаний по сравнению с молодыми быстрорастущими компаниями. Агентский конфликт является определяющим фактором функционирования внутреннего рынка капитала во всех странах выборки, за исключением Японии. Полученные в исследовании результаты робастны для различных временных периодов и оценочных техник.

Исследование Кханна, Палепу [Khanna, Palepu, 2000] акцентирует внимание на эффективности индийских конгломеративных компаний путем сравнения подобных компаний с независимо существующими фирмами. В работе были проанализированы показатели 1309 компаний. Используя коэффициент Q Тобина в качестве меры эффективности деятельности компании, авторы обнаружили, что по мере роста степени диверсификации эффективность компаний сначала снижается, а после некоторого порогового значения показатели деятельности диверсифицированной компании превосходят показатели узкоспециализированных компаний, что, в свою очередь, говорит о существовании выгод от диверсификации. Результаты регрессии также показали, что диверсифицированные индийские компании имеют более высокое значение Q, нежели компании, не принадлежащие группе. Помимо этого в исследовании было сделано еще два важных вывода: во-первых, авторы постулируют, что индийские компании имеют больший доступ к иностранным источникам капитала; во-вторых, исследование внутреннего рынка капитала не подтвердило его эффективность.

Исследуя диверсифицированные бизнес-группы в Чили (1988—1996), Кханна, Палепу [Khanna, Palepu, 2000] демонстрируют изменение в выгодах от принадлежности к группе компаний с течением времени. Авторы высказывают предположение о снижении потенциала в создании стоимости диверсифицированными компаниями по мере эволюции институциональной среды.

Шин, Прак [Shin, Park, 1999] исследуя эффективность южнокорейских чаebolов, приходят к противоречивым результатам относительно эффективности внутреннего рынка капитала.

Диверсификация как фактор разрушения стоимости компании на растущем рынке капитала

Наиболее поздние исследования рассматривают в качестве одного из важных факторов, определяющих выгоды или потери от диверсификации, агентские издержки. В данном случае под агентским

конфликтом прежде всего рассматривается конфликт между контролирующими и миноритарными акционерами. Бае [Baе, 2002] обнаружил, что приобретения, осуществляемые корейскими бизнес-группами (чаеболами), имеют целью увеличить благосостояние контролирующих акционеров за счет миноритариев. В исследовании Берtrand [Bertrand, 2002] были получены схожие результаты для бизнес-групп Индии.

В качестве исследования, доказывающего неэффективность диверсифицированных компаний на растущих рынках капитала, можно отметить работу Линс, Серваес [Lins, Servaes 2000]. Предполагая значительный уровень информационной асимметрии и другие несовершенства рынка, авторы провели тестирование двух гипотез:

- 1) наличие внутреннего рынка капитала способствует созданию стоимости диверсифицированной компании;
- 2) незащищенность прав миноритарных акционеров способствует разрушению стоимости компании.

Сформировав выборку из 1195 компаний из 7 азиатских стран: Гонконга, Индии, Индонезии, Малайзии, Сингапура, Южной Кореи, Таиланда — и применяя метод вмененной стоимости и регрессионный анализ, авторы исследования получили опровержение первой гипотезы и подтверждение второй. В результате исследования было обнаружено, что диверсифицированные компании торгуются с дисконтом, приблизительно составляющим 8% по сравнению с узкоспециализированными компаниями-аналогами. Далее Линс и Серваес выдвигают дополнительные гипотезы относительно факторов, определяющих существование скидки за диверсификацию.

Во-первых, выявленный дисконт за диверсификацию, согласно исследованию, может быть частично объяснен более низким уровнем рентабельности (profitability) диверсифицированных компаний по сравнению со сфокусированными аналогами. Рентабельность в исследовании определялась как отношение операционной прибыли (operating income) к выручке (sales).

Во-вторых, было выявлено, что дисконт наиболее присущ компаниям — членам бизнес-групп. Принадлежность к бизнес-группам можно рассматривать в качестве аналога диверсификации в рамках конкретной компании, так как внутри группы компании могут пользоваться теми же преимуществами, что и внутри диверсифицированной компании. Соответственно для компаний, принадлежащих бизнес-группе, диверсификация на уровне компании теряет всякий смысл, поскольку выгоды внутреннего рынка капитала доступны любой компании, входящей в состав группы. Для компаний — членов бизнес-групп был выявлен дисконт, приблизительно составляющий 15%. Это, в свою очередь, согласуется с тем аргументом,

что структура бизнес-групп позволяет контролирующим акционерам получать выгоды за счет миноритариев.

Далее в статье исследуется влияние структуры собственности на стоимость диверсифицированной компании. Концентрация собственности и наличие пакета акций у менеджмента, в частности, являются определяющим фактором стоимости диверсифицированной компании. Согласно агентской теории, диверсифицированные компании торгуются с дисконтом, ввиду того что менеджмент компании действует в собственных интересах, не ставя перед собой цели максимизации стоимости компании. С точки зрения Дженсен и Меклин [Jensen и Meckling, 1976], менеджеры-собственники не будут заинтересованы в снижении стоимости корпорации и принятии нерациональных решений по диверсификации. Напротив, согласно теории «окапывания» (Морк, Шлейфер, Вишни [Morck, Schleifer, Vishny, 1988], менеджеры-собственники могут извлекать неденежные выгоды, разрушая стоимость. Поскольку интересы миноритарных акционеров весьма слабо защищены на растущих рынках, это позволяет менеджменту управлять компанией в собственных интересах. Протестировав эту гипотезу для отобранных стран, за исключением Индии, исследователи обнаружили, что наиболее низкое значение стоимости для диверсифицированных компаний наблюдается при концентрации собственности 10—30%. В данном случае, как замечают авторы исследования, наиболее высока вероятность «окапывания» менеджмента. Компании в этом случае торгуются с дисконтом в размере 22%. При концентрации собственности менее 100% дисконт составляет 10,3%, при концентрации более 30% дисконт исчезает. Помимо этого исследователи установили, что дисконт увеличивается для стран с неразвитым внешним рынком капитала. Соответственно это согласуется с тем, что несовершенства внешнего рынка капитала открывают возможности для снижения стоимости со стороны контролирующих акционеров.

Таким образом, результаты не подтверждают гипотезу о том, что асимметрия информации и несовершенства рынка, характерные для растущих рынков, увеличивают чистые выгоды корпоративной диверсификации.

Полученные в данном исследовании результаты прямо противоположны выводам предыдущих исследований, в частности исследования Фаувер, Хюстон, Наранджо [Fauver, Houston, Naranjo, 2001]. Это можно объяснить, во-первых, тем, что данные за рассматриваемый период весьма ограниченно представлены в базе данных Worldscope и касаются в основном только крупных компаний. Во-вторых, авторы исследования не вносили коррекций в SIC-коды компаний, когда описания отраслей, в которых функционирует компания, не соответствовали заявленным кодам SIC. Все это может приводить к различию в полученных результатах.

Стратегия диверсификации на российском рынке

Последний раздел данной работы посвятим анализу эффективности стратегии диверсификации на растущем российском рынке.

Масштабы распространения диверсифицированных компаний на российском рынке трудно переоценить. Однако отметим, что существует достаточно мало исследований, посвященных анализу эффективности функционирования российских интегрированных компаний.

Опубликованная в 2001 году работа Перотти и Гелфер [Perotti и Gelfer, 2001] на сегодняшний день остается одним из наиболее значимых исследований, посвященных эффективности внутренних рынков капитала российских ФПГ. Главная цель исследования – выяснить, создают ли российские ФПГ эффективные внутренние рынки капитала. Для этого авторы проводят сравнение показателей деятельности компаний, принадлежавших ФПГ, с показателями деятельности независимых компаний. Прежде всего Перотти и Гелфер производят деление всех компаний, участвующих в выборке, на горизонтальные ФПГ и иерархические ФПГ. Горизонтальные ФПГ – это объединения компаний, принадлежащих к одной и той же отрасли. Иерархические ФПГ – это группа компаний, во главе которой находится холдинговая компания, чаще всего принадлежащая банку.

Для всей выборки компаний авторы сделали следующий вывод: инвестиции российских компаний нечувствительны по объему внутренних фондов, которые им доступны.

Следующий вывод, который делают авторы, заключается в том, что инвестиции компаний, принадлежащих к иерархическим ФПГ, обладают более высокой чувствительностью по коэффициенту Q Тобина, нежели инвестиции компаний, принадлежащих к горизонтальным ФПГ.

Согласно исследованию российского автора из Российской экономической школы, Волчковой Н.А. [Волчкова, 2001], инвестирование большей доли собственных денежных средств внутри бизнес-групп по сравнению с другими компаниями связывается с лучшей защитой контрактов в рамках группы по сравнению с другими фирмами в экономике.

Однако полученные в рамках рассмотренных исследований результаты могут быть подвергнуты критике, так как авторы в своем исследовании опирались на данные бухгалтерской отчетности.

Необходимо отметить работы Авдашевой С.Б. [Авдашева, 2006]. Данные работы представляют большой интерес, так как открывают «важные свидетельства о моделях собственности и моделях управления в российских холдингах», а также рассматривают «влияние бизнес-групп на реструктуризацию и конкурентоспособность российских приватизированных компаний». Достоинством этих работ является то, что

они построены на результатах анкетирования. Несмотря на то что выводы могут носить несколько субъективный характер, они отражают реальную ситуацию функционирования российских бизнес-групп.

В данной работе представлены разносторонние взгляды на проблему эффективности стратегии диверсификации. Мы рассмотрели проблему в разрезе различных рынков капитала. Попытались найти объяснения, существующим противоречивым результатам рассмотренных эмпирических исследований. Несмотря на огромный пласт существующих академических работ, остались вопросы, открывающие огромные пространства для дальнейших исследований. Например, остается открытым вопрос о том, как же можно объяснить существование эффективных диверсифицированных структур, почему в одни периоды наблюдается отрицательная реакция инвесторов на стратегию диверсификации, а в другие – положительная, какие еще методы можно предложить для анализа эффективности стратегий диверсификации, особенно для растущих рынков, и многие другие. Процесс исследования данного вопроса не завершен. Продолжают появляться новые исследования, которые затрагивают не рассмотренные ранее аспекты, опираются на другие данные и используют модифицированные методы. Это говорит о том, что еще рано ставить точку и делать выводы относительно эффективности стратегии диверсификации.

Список литературы

1. Авдашева А.Б. Российские холдинги: проблемы управления (Свидетельства выборочного обследования предприятий)// Журнал «Проблемы теории и практики управления», №8, 2006, с. 77—85.
2. Авдашева А.Б. Бизнес-группы как форма реструктуризации предприятий: движение вперед или шаг назад? // Российский журнал менеджмента, Том 3, №1, 2005, с. 3—26.
3. Биван А.А., Эстрин С., Шафер Е.С. Факторы реструктуризации предприятий в переходных экономиках. // Экономический журнал ВШЭ №1, 2002, с. 3—25.
4. Волчкова Н.А. Финансово-промышленные группы России: влияет ли участие в ФПГ на инвестиции предприятий в основные средства? 2001. www.nes.ru
5. Новицкий Е.Г. Проблемы стратегического управления диверсифицированными корпорациями. — М.: БУКВИЦА, 2001, с. 9.
6. Рудык Н.Б. Конгломеративные слияния и поглощения. Книга о пользе и вреде непрофильных активов. — М.: Дело. 2005. 223 с.

7. Handbooks of the Economics of Finance. Volume 1 A. Corporate finance. Editors: George M. Constantinides, Milton Harries, Rene M. Stulz. pp. 137—165.
8. Agrawal A., Jaffe J. and Mandelker G. Post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly/ / Journal of Finance № 47, 1992, pp.1605—1621.
9. Ahn, S., D.J. Denis Internal capital markets and investment policy: evidence from corporate spin-offs. Journal of Financial economics №71, 2004, pp. 489—516.
10. Alchain, A., Corporate management and property rights. In: Manne, H. (Ed.), Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities. American Enterprise Institute, Washington, DC, 1969, pp. 337– 360.
11. Bae Kee-Hong, Kang Jun-Koo, Kim Jin-Mo. Tunneling or valued added: evidence from mergers by Korean business groups // Journal of Finance № 62, 2002. 2695– 2740.
12. Berger P.G., Ofek E. Diversification's effect on firm value. // Journal of Financial Economics, № 37, 1995, pp. 39—65.
13. Berry C.H. Corporate Growth and Diversification // Journal of Law and Economics. Vol. 14, № 2. October, 1971, pp. 371—383.
14. Berry C.H. Corporate Growth and Diversification [Journal] // Journal of Law and Economics. Princeton, NJ : Princeton University Press, 1975.
15. Bertrand Marianne, Mehta Paras, Mullainathan Sendhil. Ferreting out tunneling: an application to Indian business groups // Quarterly Journal of Economics № 117 (1), 2002, pp. 121– 148.
16. Billett T.M., Mauer D.C. Cross-Subsidies. External Financing Constraints, and the Contribution of the Internal Capital Market to Firm Value // The Review of Financial Studies. Vol. 16, № 4. (Winter, 2003), pp. 1167—1201.
17. Booz Allen, Hamilton Diversification. A Survey of European Chief Executives [Journal]. New York: Booz, Allen and Hamilton, 1985.
18. Campa J.M. and Kedia S., Explaining the diversification discount. // Journal of Finance, LVII (4), 2002, pp.1731—1762.
19. Chevalier J., 2000. Why Do Firms Undertake Diversifying Mergers? An Investigation of the Investment Policies of Merging Firms. Unpublished manuscript, University of Chicago (January).
20. Claessen S., Djankov S., Fan J., Lang L. The Pattern and Valuation Effects of Corporate diversification: A Comparison of the US, Japan, and Other East Asian Economies. World institute for development economics research. Discussion paper № 2001/127. 2001.
21. Claessen S., Fan J., Lang L. The benefits and costs of group affiliation: Evidence from East Asia. // Emerging Markets Review №7, 2006, pp. 1-26
22. Coase R. The nature of the firm. // Economica 4, 1937, pp. 386—405.

23. Comment, R., and G.A. Jarrel Corporate focus and stock returns. // Journal of Financial Economics №37, 1995, pp. 67—87
24. Daley, L., Mehrotra, V., Sivakumar, R. Corporate focus and value creation: evidence from spinoffs. // Journal of Financial Economics №45, 1997, pp. 257—281.
25. Denis, D.J., Denis, D.K., Sarin, A. Agency problems, equity ownership and corporate diversification. // Journal of Finance №52, 1997, pp. 135—160.
26. Desai, H., Jain, P.C. Firm performance and focus: long-run stock market performance following spinoffs. // Journal of Financial Economics №54, 1999, pp. 75—101.
27. Fauver L., Houston J., Naranjo A. Capital Market Development, International Integration, Legal Systems and the Value of Corporate Diversification: A Cross-Country Analysis. // Journal of Finance and Quantitative Analysis. Vol.38 NO. 1, March 2003, pp. 135—157.
28. Gertner, R., Powers E., and Scharfstein D. Learning about internal capital markets from corporate spinoffs. // Journal of Finance №57, 2002, pp. 2479—2506
29. Gertner, R.H., Scharfstein D.S., and Stein J.C. Internal versus external capital markets. // Quarterly Journal of Economics №1096, 1994, pp. 1211—1230.
30. Goergen M. and Renneboog L., Shareholder wealth effect of European domestic and cross-border takeover bids. // European Financial Management №10, 2004, pp. 9—45.
31. Graham J.R., Lemmon M.L., Wolf J.G. Does Corporate Diversification Destroy Value? // The Journal of Finance, Vol. LVII, NO.2, April 2002. pp. 695—719.
32. Gort M. Diversification and Integration in American Industry [Journal]. - Princeton, NJ : Princeton University Press, 1962.
33. Hadlock, C., Ryngaert M., and Thomas S. Corporate structure and equity offerings: are there benefits to diversification?// Journal of Business №74, 2001, pp. 613—635.
34. Houston, J., JamesC., and Marcus D. Capital market frictions and the role of internal capital markets in banking. // Journal of Financial Economics №46, 1997, pp. 135—164.
35. Hyland, D., Diltz D. Why Firms Diversify: An Empirical Examination. // Financial management. Spring 2002, pp. 51—81.
36. Jacquemin A.P., Berry C.H. Entropy Measure of Diversification and Corporate Growth. // The Journal of Industrial Economics, Vol. 27, No. 4. June 1979 pp. 359—369.
37. John, K., Ofek, E. Asset sales and increase in focus. // Journal of Financial Economics №37, 1995, pp. 105—126.

38. Khanna T., Palepu K. Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets. // Harvard Business Review, July-August 1997, pp. 41—51.
39. Khanna T., Palepu K. Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups. // The Journal of Finance, Vol. LV, No.2, April 2000, pp.867—889.
40. Lamont, O. Cash flow and investment: evidence from internal capital markets. // Journal of Finance №52, 1997, pp. 83—109.
41. Lamont, O., C. Polk Does diversification destroy value? Evidence from the industry shocks. // Journal of Financial Economics № 63, 2002, pp. 51—77.
42. La Porta. R.; Lopez-de-Silanes F.; and Shleifer. A. Corporate Ownership around the World. // Journal of Finance, №54, 1999, pp. 471—517.
43. Lang, L., Stulz, R. Tobin's q, Corporate diversification, and firm performance.// Journal of Political Economy, Vol.102, 1994, pp. 1248—1280.
44. Lewellen, W.G. A pure financial rationale for the conglomerate merger. // Journal of Finance №26, 1971, pp. 521—537.
45. Lins, K., Servaes, H. International evidence on the value of corporate diversification. // Journal of Finance, Vol.54, 1999, pp. 2215—2239.
46. Lins K., Servaes H. Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets? // Financial Management, Vol. 31, 2002, pp. 5—31.
47. Maksimovic, V., Philips, G., Do conglomerate firms allocate resources efficiently across industries? Theory and Evidence. // Journal of Finance, №57, 2002, pp.721—767.
48. Martin J.D., Sayrak A. Corporate diversification and shareholder value: a survey of recent literature. // Journal of Corporate Finance №9, 2003, pp. 37—57.
49. Matsusaka L. Takeover motives during the conglomerate merger wave. // Rand Journal of Economics, №24, 1993, pp. 357—379.
50. Matsusaka, J., Nanda, V., Internal capital markets and corporate refocusing. // The Journal of Financial Intermediation, 2001, in press.
51. Megginson, W.L., Morgan, A., Nail, L. Changes in Corporate Focus, Ownership Structure, and Long-Run Merger Returns. Unpublished manuscript, Michael Price College of Business, University of Oklahoma October 2000.
52. Montgomery C. Corporate Diversification. // Journal of Economic Perspective, № 8, 1994, pp. 163—178
53. Morck R., Shleifer A. and Vishny R. Do managerial motives drive bad acquisitions? // Journal of Finance, XLV(1), 1990, pp. 31—48.
54. Pal R. Bohl M. Discount or Premium? New Evidence on Corporate diversification of UK firms. August 2005. Электронный источник <http://www.sciencedirect.com>

55. Palia, D. Corporate Governance and the Diversification Discount: Evidence from Panel Data. Unpublished manuscript, University of Chicago, Chicago, IL, 1999.
56. Perotti E., Gelfer C. Red Barons or Robber Barons? Governance and Investment in Russian Financial-Industrial Groups. // *European Economic Review* № 45, 2001, pp. 1601—1617.
57. Pitts R. A., Hopkins, H. D. Firm diversity: conceptualization and measurement. // *Academy of Management Review*. №7, 1982, pp. 620—629.
58. Rajan, R., Servaes, H., Zingales, L. The cost of diversity: the diversification discount and inefficient investment. // *Journal of Finance* №55, 2000, pp. 35—80.
59. Ramanujam V. Varadarajan P. Research on Corporate Diversification: A Synthesis. // *Strategic Management Journal*. Vol. 10. №6, Nov. — Dec., 1989, pp. 523—551.
60. Schipper K. and Thompson R. Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms. // *Journal of Finance Economics* №11, 1983, pp. 85—119.
61. Servaes, H. The Value of diversification during the conglomerate merger wave. // *Journal of Finance*, №51, 1996, pp. 1201—1225.
62. Shin H., Park Y. Financing Constraints and Internal Capital Markets: Evidence From Korean “Chaebols”. // *Journal of Corporate Finance*, №5, 1999, pp. 169—191.
63. Shin H., Stulz R. Are internal capital markets efficient? // *Quarterly Journal of Economics* №113, 1998, pp. 531—552.
64. Stein, J.C. (1997) Internal capital markets and the competition for corporate resources. // *Journal of Finance* №52, 1997, pp. 111—133.
65. Stein, J.C. (1989) Efficient capital markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior. // *Quarterly Journal of Economics* №104, 1989, pp. 655—669.
66. Sharfstein, D. The dark side of internal capital markets II: Evidence from diversified conglomerates. NBER Working paper, № 6352, 1998.
67. Sharfstein, D.S., and Stein J.C. The dark side of internal capital markets: divisional rent-seeking and inefficient investment. // *Journal of Finance* Vol. LV, № 6, Dec. 2000, pp. 2537—2564.
68. Shin H., Stulz R. Are internal capital markets efficient? // *Quarterly Journal of Economics* №113, 1998, pp. 531—552.
69. Schipper K. and Thompson R. Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms. // *Journal of Finance Economics*, №11, 1983, pp. 85—119.
70. Walker M.M. Corporate takeovers, strategic objectives, and acquiring firm shareholder wealth. // *Financial Management*, Spring 2000, pp. 53—66.
71. Weston, J.F. The nature and significance of conglomerate firms. // *St. John’s Law Review* №44, 1970, pp. 66—80.

72. Weston F., Siu A, Johnson B.A. Takeovers, restructuring and corporate governance Prentice Hall 2002. pp. 171—184.
73. Whited T.M. Is it inefficient investment that causes the diversification discount? // Journal of Finance №56 (5), 2001, pp.1667—1691.
74. Williamson, O. Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications. Collier Macmillan Publishers, New York, 1975.
75. Wulf, J. Influence and inefficiency in the internal capital market: theory and evidence, Working paper (University of Pennsylvania), 1999.
76. Villalonga, B. Does Diversification Cause the “Diversification Discount”? Unpublished manuscript, Anderson Graduate School of Management, University of California, Los Angeles, 1999.
77. Villalonga, B. Diversification discount or premium? New evidence from BITS Establishment-level Data. // Journal of Finance, № 59, pp. 475—503.