

# Market reaction at the announcements on hostile takeovers: Russian and European evidence

**Natalija N. Maricheva,**

doctoral student, junior researcher,  
National Research University Higher School of Economics,  
St. Petersburg School of Economics and Management:  
3a Kantemirovskaya ul., St. Petersburg, 194100  
E-mail: nnmaricheva@edu.hse.ru

**Elena M. Rogova,**

dr. of economic sciences, professor, department of finance,  
National Research University Higher School of Economics,  
St. Petersburg School of Economics and Management:  
3a Kantemirovskaya ul., St. Petersburg, 194100  
E-mail: erogova@hse.ru

## Abstract

The paper represents the results of empirical testing of market reaction at the announcements on takeovers at Russian and European financial markets. It contains an attempt to reveal the differences in market reactions between both friendly acquisitions and hostile takeovers, and European and Russian markets. On the base of the study, the authors conclude that the difference in the reaction at the information on friendly acquisitions and hostile takeovers is significantly valuable for all the markets. The information on hostile takeovers causes the negative reaction elsewhere, but its impact at the Russian market is stronger than the European ones. In addition, the authors examine the features of the deals and the acquiring companies, and their relationship with the cumulative abnormal returns caused by acquisitions.

The study is performed by event studies and regression analysis. The sample consists of 220 announcements of 93 public companies from Russia and 6 European countries from different sectors of economy for the period of 2006–2015.

**Keywords:** mergers and acquisitions; hostile takeovers; market reaction; event studies; abnormal returns

**JEL:** G34

# Влияние враждебных поглощений на стоимость акций приобретающих компаний: российская и европейская практика

**Маричева Наталия Николаевна,**

стажер-исследователь, аспирант,  
факультет «Санкт-Петербургская школа экономики и менеджмента»  
Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»:  
194100, Санкт-Петербург, ул. Кантемировская, д. 3а  
E-mail: nnmaricheva@edu.hse.ru

**Рогова Елена Моисеевна,**

доктор экономических наук, профессор департамента финансов,  
факультет «Санкт-Петербургская школа экономики и менеджмента»  
Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»:  
194100, Санкт-Петербург, ул. Кантемировская, д. 3а  
E-mail: erogova@hse.ru

## Аннотация

В настоящей работе представлены результаты эмпирического тестирования изменения доходности акций российских и европейских компаний как реакции на объявления о сделках слияний и поглощений. Проведенный анализ был нацелен на выявление различий между эффективностью враждебных и дружественных сделок. Авторы пришли к выводу о существовании значимых различий в реакции российских и европейских инвесторов на информацию о сделках, носящих дружественный и враждебный характер. Кроме того, установлено, что информация о враждебных поглощениях негативно воспринимается инвесторами на всех рынках, но на российских инвесторов она влияет сильнее, чем на европейских. Также изучались характеристики сделок и российских приобретающих компаний во взаимосвязи с их влиянием на динамику курса акций в результате информации о поглощениях.

Исследование было проведено с помощью методов событийного и регрессионного анализа на выборке из 220 сделок, осуществленных 93 российскими и европейскими публичными компаниями различных отраслей экономики за период 2006–2015 гг.

**Ключевые слова:** слияния и поглощения; враждебные поглощения; реакция рынка; метод анализа событий; избыточная доходность

**JEL:** G34

## Введение

Целью настоящей статьи является анализ реакции рынка на объявления российских и европейских компаний о враждебных и дружественных поглощениях и выявление различий в реакции инвесторов на эти объявления. Различия обусловлены противоречивыми тенденциями, складывающимися в настоящее время на рынке слияний и поглощений.

В 2015 г. рынок слияний и поглощений в мире демонстрировал рекордные темпы роста. Общая стоимость сделок превысила 5 трлн долларов США, что выше предыдущего рекордного показателя 2007 г. (4,6 трлн долларов США). При этом в 2015 г. было осуществлено наибольшее количество крупнейших сделок (сумма сделки выше 5 млрд долларов США) – около 100 [Сделки слияния и поглощения (M&A): итоги 2015 г. в России и мире, 2016]. На США приходится около 50% от общей стоимости сделок на глобальном рынке, однако следует отметить и высокую активность европейских (Великобритания, Франция, Швейцария), а также азиатских (Китай, Южная Корея, Япония) инвесторов. Слияния и поглощения рассматриваются топ-менеджментом предприятия как эффективная стратегия быстрого роста, и одной из причин возросшей активности является достаточно вялая динамика рынков, не позволяющая обеспечивать динамичное органическое развитие.

В России, напротив, отмечается спад активности в сфере слияний и поглощений, что представляется логичным в условиях экономического кризиса. Общая сумма сделок на российском рынке слияний и поглощений в 2015 г. сократилась на 29%, до 55,8 млрд долларов США (по сравнению с 2014 г., когда также отмечалось снижение стоимости сделок на 38%), количество сделок уменьшилось на 19%, а средняя сумма сделок снизилась на 11% – до 157 млн долл. Доля России на мировом рынке слияний и поглощений сократилась до 1,3%, что стало самым низким показателем за последние десять лет. При этом, по данным КРМГ, увеличился объем иностранных инвестиций в российские активы (на 40%) за счет инвесторов из стран Азиатско-Тихоокеанского региона. Рост внутренних сделок, отмечавшийся в 2014 г., прекратился [Рынок слияний и поглощений в России в 2015 г., 2016].

Особенностью российского рынка является широкое использование враждебных поглощений, под которыми в рамках настоящей работы подразумеваются попытки получения контроля над финансово-хозяйственной деятельностью или активами компании-цели в условиях сопротивления со стороны руководства или ее ключевых собственников [Демидова, 2007; Рудык, 2008]. В частности, к началу 2000-х гг. количество поглощений, трактуемых как враждебные, составляли 75% от общего объема [Демидова, 2007]. Столь высокий показатель объясняется тем, что исследователи к типу враждебных поглощений относят не только скупку акций на вторичном рынке, но и

лоббирование приватизацию, захват контроля через процедуру банкротства и др.

В современных российских условиях враждебные поглощения стали одной из форм перелива капитала от лидеров рынка в пользу аутсайдеров, акционеры или менеджмент которых не хотели терять ранее полученный контроль над компанией. Снижение активности российских инвесторов на международных рынках также можно рассматривать как маркер роста враждебных поглощений.

Девальвация рубля и общее кризисное состояние в российской экономике обесценивают активы предприятия-цели, снижая тем самым его рыночную стоимость и делая его более привлекательным для компании-поглотителя. Таким образом, стоит ожидать оживления рынка слияний и поглощений в целом и враждебных поглощений в частности в конце 2016–2017 гг. Аналогичная ситуация наблюдалась на развивающихся рынках, преимущественно азиатских, после кризиса 1997 г.

Существует большое количество исследований, посвященных эффективности слияний и поглощений на развитых рынках капитала, тогда как последствия сделок на развивающихся рынках изучены значительно меньше. Сравнение изменения доходности акций российских и европейских компаний-приобретателей позволит количественно отследить различия в рыночной реакции на враждебные и дружественные поглощения на развитом и развивающемся рынках.

Одним из основных вопросов корпоративных финансов является оценка влияния финансовых решений на рыночную стоимость компании, которая, в случае если компания котируется на рынке, может быть определена через цену акций. На сегодняшний день в академической литературе нет однозначного ответа на вопрос о том, как изменяется доходность акции компании-покупателя [Kaplan, Weisbach, 1992; Mulherin, Boone, 2000; Khanal et al., 2014]. Расхождения могут быть обусловлены особенностями выборки, параметрами сделки и пр. Поэтому целесообразно рассмотреть, какое место характер сделки занимает среди факторов, определяющих изменение доходности.

Несмотря на то что слияния и поглощения являются достаточно популярной темой академических исследований, аспект, посвященный собственно враждебным поглощениям и их влиянию на деятельность компании, представлен незначительным количеством статей, тематика которых зачастую сводится к описанию, реже анализу разнообразных систем защит от такого рода поглощений [Хакимов, 2004; Демидова, 2007; Рудык, 2008]. При этом эмпирический анализ краткосрочной эффективности враждебных поглощений в русскоязычной литературе практически отсутствует. Это определяет актуальность настоящей работы, новизна которой обусловлена ее концентрацией на характере сделки как основном факторе, объясняющем различия в реакции инвесторов на информацию о сделках как на российском, так и на европейских рынках.

Статья имеет следующую структуру. В первой части анализируются особенности враждебных поглощений, отличающих их от сделок дружественного характера. Далее на основе анализа литературы и обобщения результатов предыдущих исследований выявляется актуальность эмпирического тестирования реакции рынка на информацию о враждебных поглощениях и выдвигаются основные гипотезы исследования. Третья часть посвящена описанию методологии исследования. Четвертый раздел описывает формирование выборки, на которой проведено тестирование гипотез. В пятой части представлены результаты эмпирической проверки гипотез и их обсуждение.

### **Сущность и отличительные черты враждебных поглощений**

Собственно анализ враждебных поглощений в академической литературе представлен, как правило, сравнением враждебных и дружественных поглощений, анализом влияния враждебных поглощений на сменяемость топ-менеджмента, а также, что в большей степени характерно для русскоязычных источников, описанием и анализом методов защиты от враждебных поглощений [Хакимов, 2004; Грачев, 2006; Рудык, 2008].

В частности, М. Шнитцер [Schnitzer, 1996] разграничивает враждебные и дружественные поглощения в зависимости от действий поглощающей компании. Если компания направляет предложение о предстоящей сделке непосредственно собственникам, игнорируя топ-менеджмент, то поглощение расценивается как враждебное. Как правило, в таких случаях значительно увеличивается цена сделки, значительно превышая среднерыночную, что также является дополнительным маркером, косвенно свидетельствующим о враждебном характере поглощения. Кроме того, отмечает автор, дружественные сделки, как правило, нацелены на слияние.

Кроме очевидных признаков отнесения сделки поглощения к типу враждебных, выделяют также некоторые косвенные. Например, Р. Морк с соавторами [Morck, Shleifer, Vishny, 1988] выявили, что компаниями-целью при враждебных поглощениях чаще других становятся более старые и медленно растущие компании. Попыткой предсказать вероятность поглощения, в том числе враждебного, стало исследование [Hasbrouck, 1985], в соответствии с которым вероятность поглощения меньше для компании с более высоким коэффициентом Тобина и большим размером, при этом степень ликвидности и уровень долговой нагрузки не играют роли.

Кроме того, важным косвенным признаком отнесения поглощения к типу враждебных является степень сменяемости топ-менеджмента компании-цели после совершения сделки. Дж. Фрэнкс и С. Мейер [Franks, Mayer, 1996], анализируя враждебные поглощения в Великобритании в период с 1985 по 1986 г., при-

ходят к выводу, что обновление топ-менеджмента корпорации-цели достигает 90%, в то время как для дружественных аналогичный показатель равен 50%. Дж. Дахия и Р. Пауэлл [Dahya, Powell, 1999] приходят к аналогичному выводу, однако степень сменяемости топ-менеджмента оказывается несколько ниже – порядка 59%.

К наиболее часто упоминаемым признакам враждебного поглощения относится также характер оплаты. Известно, что при враждебных поглощениях чаще и в большей мере, чем при дружественных, оплата осуществляется денежными средствами, чем акциями приобретающей компании [Healy, Palepu, Ruback, 1997].

В литературе отмечается, что враждебные поглощения могут осуществляться с различной мотивацией. Чаще других выделяют два основных блока мотивов – дисциплинарные и экспроприационные [Рудык, 2008].

Идея дисциплинарного характера поглощения возникла в академической литературе сравнительно давно. В частности, в работах [Marris, 1963; Manne, 1965] дисциплинарные мотивы объяснялись наличием положительной корреляции между эффективностью управления корпорацией и рыночной стоимостью ее акций. Таким образом, если качество управления компанией снижается, это незамедлительно снижает курс акций, что сигнализирует эффективным менеджерам других компаний о недооцененности активов и создает стимул к приобретению [Agrawal, Jaffe, 2003]. Предполагается, что сделки с такой мотивацией более характерны для развитых рынков.

Экспроприационные мотивы преследуют цель отъема собственности и в большей степени присущи развивающимся рынкам стран со слабой институциональной средой [Auerbach, 1988]. Эти мотивы, как отмечает В. Грачев [Грачев, 2006], определяют преобладание враждебных поглощений над дружественными на развивающихся рынках, включая Россию. При этом автор определяет враждебное поглощение как установление фактического и юридического контроля над предприятием или его основными производственными активами, несмотря на отсутствие согласия собственника, либо вынуждение последнего на дачу такового.

Собственно технологии враждебных поглощений в России как ключевому маркеру отнесения сделки поглощения к таковым посвящена статья Т. Хакимова [Хакимов, 2004]. В отличие от В. Грачева [Грачев, 2006], автор делает упор на том, что российская действительность отождествляет понятия «враждебное поглощение» и «передел собственности» и рассматривает такие мотивы враждебных поглощений, как скупка недооцененных активов в целях дальнейшей перепродажи, приобретение контроля над поставщиками, построение вертикально интегрированных компаний.

## Влияние сделок поглощения на капитализацию компании

Существует множество исследований, посвященных влиянию объявления о сделках слияния и поглощения на стоимость акции как приобретающих, так и приобретаемых компаний, выводы которых достаточно противоречивы. В статье М. Генске [Генске, 2004] на основании предыдущих исследований делается более половины сделок слияний и поглощений приводит вывод, что к разрушению стоимости компаний, участвующих в сделках. Этот вывод подтверждается недавним исследованием Р. Мартина [Martin, 2016]: в целом от 70 до 90% слияний и поглощений не приводят к положительному эффекту для компаний, задействованных в сделках.

В исследованиях, посвященных влиянию слияний и поглощений на стоимость компаний, преобладают два подхода: исследование методом событийного анализа (event study analysis), которое позволяет оценить краткосрочный эффект влияния сделок на стоимость вовлеченных компаний через изменение доходности их акций в течение наблюдаемого периода, и анализ финансовой отчетности компаний, задействованных в сделках (accounting studies).

В начале 1980-х гг. доминировала точка зрения, в соответствии с которой почти любая сделка по слиянию и поглощению способствует созданию дополнительной стоимости компании, которая возникает благодаря улучшению использования ресурсов вследствие операционной и финансовой синергии. Согласно ряду исследований [Langetieg, 1978; Jensen, Ruback, 1983] реакция рынка на информацию о сделках слияний и поглощений положительна, и избыточная доходность варьируется в диапазоне 10–24%. Однако рост цен акций отмечается, как правило, для компаний-целей и практически элиминируется падением акций приобретающих компаний непосредственно после объявления о сделке [Kaplan, Weisbach, 1992; Mulherin, Boone, 2000].

Результаты более поздних исследований также противоречивы. Так, в работе [Khanal, Mishra, Mottaleb, 2014] авторы на выборке американских компаний – производителей биотоплива за 2010–2012 гг. наблюдали кумулятивную избыточную доходность в размере 4% в 60-дневном окне события для приобретающих компаний. В четырехдневном окне события данный показатель равен 0,47%, тогда как для десятидневного окна характерны 2,7% избыточной доходности.

Более масштабные исследования, такие как [Andrade, Mitchell, Stafford, 2001], показывают противоположные результаты. Для выборки, состоящей из 3668 сделок слияния и поглощения, характерно снижение котировок акции поглощающей компании на 3,8% в 20-дневном окне события.

Исследования, посвященные реакции рынка на сделки слияний и поглощений в развивающихся странах, также не дают однозначного ответа на вопрос о созда-

нии или разрушении стоимости. Так, в статье [Yen, Hoshimo, 2002] на выборке тайваньских компаний выявлена положительная избыточная доходность как реакция на информацию о слияниях и поглощениях, при этом наибольшую избыточную доходность демонстрировали компании высокотехнологичных отраслей.

Вонг с соавторами [Wong, Cheung, Mun, 2009] исследуют избыточную доходность 95 сделок слияний и 563 поглощений на азиатских рынках капитала на временном промежутке с 2000 по 2007 г. до, во время и после объявления о сделке. Авторы приходят к выводу, что в краткосрочном периоде информация о сделке оказывает положительное влияние на доходность акций участвующих в ней компаний. Аналогичные результаты на развивающихся рынках получены в работах [Chi, Sun, Young, 2011] для рынка Китая за 1998–2003 гг. и [Ивашковская, Шамраева, Григориади, 2009] для стран БРИКС.

Работы, базирующиеся на анализе показателей финансовой отчетности компаний, также характеризуются противоречивостью выводов. В статье [Houston, James, Ryngaert, 2001] выявлена отрицательная доходность для приобретающих компаний в сделках, охватывающих крупнейшие американские банки в период с 1985 по 1996 г. П. Мантраведи и А. Редди [Mantravadi, Reddy, 2008] на выборке индийских приобретающих компаний в период с 1991 по 2003 г. пришли к выводу, что в результате сделок слияний и поглощений рентабельность компаний увеличивается в финансовом секторе, а промышленные предприятия, наоборот, демонстрируют ухудшение операционной рентабельности и рентабельности инвестиций. Более поздняя работа на выборке индийских компаний в период 2003–2008 гг. [Rani, Yadav, Jain, 2014] демонстрирует, что сделки слияний и поглощений приводят к росту благосостояния приобретающей компании. Аналогичные результаты получены С. Григорьевой и П. Троицким [Григорьева, Троицкий, 2012] на выборке компаний стран БРИКС в период с 2005 по 2009 г. Исследование [Лузина, Рогова, 2015], выполненное на основе модели остаточной прибыли (residual income model) на выборке сделок компаний из стран БРИКС за период 2009–2012 гг., также подтвердило, что в долгосрочном периоде сделки слияний и поглощений приводят к росту фундаментальной стоимости на акцию для приобретающих компаний.

Ряд исследований объединяет различные подходы. Так, З. Хусаинов [Хусаинов, 2008] выявил на выборке крупнейших сделок компаний из стран, представляющих как развитые, так и развивающиеся рынки, за период с 2001 по 2004 г. отрицательную реакцию рынка для поглощающей компании в краткосрочном периоде и противоречивые характеристики рентабельности по EBITDA в среднесрочном; при этом результаты на разных типах рынков были идентичными. Авторы статьи [Grigorieva, Petrunina, 2015] на выборке из 80 сделок, совершенных компаниями на развивающихся

рынках капитала в период 2003–2009 гг., установили, что сделки разрушают стоимость приобретающей компании. Результаты были одинаковыми при проведении исследования на основе финансовой отчетности и на основе расчета экономической прибыли для компаний.

Еще ряд авторов [Yook, 2004; Guest, Bild, Runsten, 2010] не выявили значимого влияния слияний и поглощений на финансовые показатели компаний – инициаторов сделок.

Таким образом, существует достаточно большое разнообразие результатов эмпирических исследований, пытавшихся оценить влияние сделок слияний и поглощений на стоимость приобретающих компаний. Однако в них, как правило, не делается акцент на факторе дружелюбности или враждебности сделок (хотя в ряде работ он присутствует в качестве контрольной переменной). Между тем, учитывая то, что при враждебных поглощениях инициаторы сделки, как правило, склонны переплачивать за компанию-цель [Schnitzer, 1996] и оплачивать сделку преимущественно денежными средствами, что увеличивает долговую нагрузку приобретающей компании, можно предположить, что их влияние на стоимость компании может оказаться значительным и информация о таких сделках скажется на акциях приобретающей компании негативно.

Исходя из изложенного выше, гипотезами настоящего исследования являются следующие.

**Гипотеза 1.** Враждебные поглощения негативно сказываются на доходности российских и европейских приобретающих компаний в краткосрочном периоде. Мы предполагаем, что отмеченная исследователями [Schnitzer, 1996] специфика осуществления сделок враждебного типа (более высокая премия, оплата преимущественно денежными средствами) увеличивает долговую нагрузку приобретающей компании, что оценивается инвесторами негативно.

**Гипотеза 2.** Враждебные поглощения оказывают больший негативный эффект на доходность акции приобретающей компании по сравнению с дружественными сделками;

Эта гипотеза базируется на предположении, что дружественные сделки осуществляются путем частичной или полной оплаты вновь эмитированными акциями, что не влечет увеличения долговой нагрузки приобретающей компании. Следовательно, реакция инвесторов в случае дружественных поглощений должна быть менее ярко выраженной.

**Гипотеза 3.** Для враждебных поглощений, осуществленных компаниями – резидентами Российской Федерации, характерно большее разрушение стоимости, чем для сделок, осуществляемых компаниями из стран ЕС.

Предполагается, что для враждебных поглощений, осуществляемых на развивающемся рынке, в большей степени свойственны экспроприационные мотивы,

тогда как для европейского рынка – мотивы дисциплинарного характера [Грачев, 2006]. Экспроприационные мотивы, нацеленные на отъем собственности, ожидаемо оцениваются рынком более негативно, чем дисциплинарные, направленные на повышение эффективности и будущее приращение стоимости недооцененной компании.

## Методология исследования

Поскольку целью статьи является оценка реакции рынка на информацию о совершении сделки враждебного поглощения, для проведения исследования был применен метод анализа событий (event studies), который позволяет количественно оценить, какие последствия для цены акции несет информация о том или ином корпоративном событии. Метод основан на предположении об эффективности рынка, т.е. о рынке, на котором цены всегда полностью отображают доступную информацию [Fama et al., 1969].

На основе изучения литературы по анализу событий [Peterson, 1989; Henderson, 1990; MacKinlay, 1997; Kothari, Warner, 2007; Студников, 2013] были выделены следующие его основные этапы.

1. Определение события (объявления о сделке).
2. Выбор длины событийного и оценочного окон. В данной статье проверялась реакция рынка на окна событий разной длительности: семь дней (от трех дней, предшествовавших дню объявления, до трех дней после него), 15 дней (семь дней до объявления и семь дней после него), четыре дня (один день до объявления и три дня после него). Тестирование реакции на окна событий различной длительности широко используется исследователями [Yen, Hoshimo, 2002; Chi, Sun, Young, 2011]. Длительность окна оценивания составила 150 дней, что соответствует длительности, принятой другими исследователями [Bashir et al., 2011; Григорьева, Гринченко, 2013].
3. Перевод котировок акций компании в ряд доходностей. В данной работе использована формула дискретного начисления, рассчитанная на основе ежедневных цен закрытия акций, которая выглядит для дня  $t$  следующим образом:

$$R_{it} = P_{it} / P_{it-1} - 1, \quad (1)$$

где:  $R_{it}$  – фактическая доходность акции  $i$  в день  $t$ ,  $P_{it}$  – цена акции  $i$  в день  $t$ ,  $P_{it-1}$  – цена акции  $i$  в день  $t-1$ .

4. Расчет нормальной доходности, которую должны демонстрировать акции компании в случае, если бы событие не произошло. Для этой цели используется рыночная модель [MacKinlay, 1997], представляющая собой частный случай модели оценки капитальных активов:

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i E(R_m), \quad (2)$$

где:  $E(R_i)$  – ожидаемая ставка доходности на долгосрочный актив;  $E(R_m)$  – ожидаемая доходность рыночного портфеля (в качестве рыночных доходностей используются доходности индексов бирж, на которых

торгуются акции анализируемых компаний); коэффициенты  $\alpha_i$  и  $\beta_i$  определяются на основе метода наименьших квадратов по данным в течение оценочного окна.

5. Расчет избыточной доходности (отклонения фактической доходности от нормальной; abnormal return, AR). Избыточные доходности акций, наблюдаемые в каждый день  $t$  окна события, могут быть рассчитаны следующим образом:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} | X_t), \quad (3)$$

где:  $AR_{it}$  – избыточная доходность акций  $i$ -й компании в день  $t$ ,  $R_{it}$  – фактическая доходность акций  $i$ -й компании в день  $t$ ,  $E(R_{it}|X_t)$  – ожидаемая доходность акций  $i$ -й компании в день  $t$ .

6. Расчет инструментального показателя, по которому будет оцениваться влияние события на изменение котировок компании. Как правило, используется показатель накопленной избыточной доходности (cumulative abnormal return, CAR):

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}, \quad (4)$$

где:  $CAR_i(t_1, t_2)$  – накопленная избыточная доходность;  $t_1$  – нижняя граница окна события;  $t_2$  – верхняя граница окна события.

Если используется не одно событие, а группа из  $N$  однородных, то проводят усреднение по всей выборке как избыточной доходности (рассчитывая усредненную избыточную доходность, average abnormal return, AAR<sub>*t*</sub>), так и накопленной избыточной доходности (cumulative average abnormal return, CAAR). Анализируя поведение усредненной накопленной избыточной доходности, можно сделать вывод о том, как та или иная группа событий влияет на рыночную стоимость акций компаний.

7. Проверка гипотезы о том, что математическое ожидание избыточной доходности, рассчитанной таким образом, будет равно нулю. Если эта гипотеза не может быть отвергнута, это означает, что реакция рынка на исследуемое событие отсутствует.

Наиболее часто для проверки гипотез в рамках событийного анализа исследователи используют параметрический тест Пателля [Patell, 1976], BMP-тест [Boehmer, 1991] либо непараметрические тесты Коррадо (GRANK) [Corrado, Zivney, 1992] и Коуэна (GSIGN) [Significance Tests]. Выбор теста зависит от цели исследования, выбранных окон и данных. В рамках данной работы используется тест Пателля.

Первым этапом проведения теста является расчет стандартизированного значения избыточной доходности, для чего необходимо разделить каждое значение избыточной доходности на ее стандартное отклонение в границах периода оценки. Таким образом, стандартизированное значение избыточной доходности принимает вид:

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{S(AR_{it})}, \quad (5)$$

где:  $S(AR_{it})$  – стандартная ошибка AR, рассчитанная по формуле:

$$S(AR_{it}) = \sigma^2 \times \sqrt{\left[ 1 + \frac{1}{M_i} + \frac{(R_{m,t} - \overline{R_{m,EW}})^2}{\sum_{t=EW_0}^{EW_1} (R_{m,t} - R_m)^2} \right]},$$

$$\sigma^2 = \frac{1}{M_i - \partial F} \sum_{t=EW_0}^{EW_1} (AR_{it})^2,$$

где:  $\sigma^2$  – среднее квадратичное отклонение избыточной доходности в окне оценивания;  $M_i$  – количество дней до даты события;  $F$  – степени свободы согласно таблице распределения Стьюдента,  $EW$  – окно оценивания ( $EW_0$  и  $EW_1$  – первый и последний день в окне оценивания соответственно);  $\overline{R_{m,EW}}$  – среднее значение доходности рыночного портфеля в окне оценивания ( $EW$ ),  $R_{m,t}$  – доходность рыночного портфеля в день  $t$  в окне оценивания.

После расчета значения стандартизированных избыточных доходностей необходимо найти накопленное значение стандартизированной избыточной доходности для временного интервала окна события:

$$CSAR_i = \sum_{t=t_1}^{t_2} \frac{SAR_{it}}{\sqrt{t_2 - t_1 + 1}}. \quad (6)$$

Следующим шагом является нахождение средней стандартизированной величины избыточной доходности:

$$CSAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CSAR_i. \quad (7)$$

Полученная величина имеет нормальное распределение и распределение Стьюдента с 199 степенями свободы.

После расчета необходимых величин формулируется основная гипотеза тестирования:

$$\begin{aligned} H_0 : E[CSAR] &= 0, \\ H_1 : E[CSAR] &\neq 0 \end{aligned} \quad (8)$$

Таким образом, нулевая гипотеза отклоняется, если значение фактической  $t$ -статистики больше  $t$ -табличного. В данном случае табличное значение сравнивается со значением, рассчитанным с помощью  $t$ -статистики Пателля:

$$t_{Patell} = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N \frac{CSAR_i}{\sigma_{CSAR_i}^2}, \quad (9)$$

где  $\sigma_{CSAR_i}^2$  – среднее квадратичное отклонение стандартизированной избыточной доходности.

### Формирование выборки исследования

Ранее было отмечено, что событиями в рамках настоящей работы выступают объявления о совершении сделок поглощения, поиск которых осуществлялся в электронной базе данных Thomson Reuters Eikon. В выборку попали компании, которые объявили о совершении сделки в период с 1 января 2006 г. по 31 декабря 2015 г. Для компаний, включенных в окончательную выборку, характерны завершенность процесса сделки, публичный статус, а также территориальная принадлежность компании-приобретателя России или странам ЕС. В итоговой выборке оказалось 220 объявлений о сделках поглощения 93 компаний из России и ЕС.

Формирование выборки базировалось на двух допущениях, обусловленных отсутствием явных критериев отнесения сделки к типу враждебных поглощений. Во-первых, как враждебные маркировались все поглощения, которые сопровождались информацией о первоначальном отказе топ-менеджмента и ключевых собственников компании-цели от сделки. Во-вторых, поскольку в базе данных дружественный характер сделки носит соответствующий маркер (friendly), к недружественным (враждебным) были отнесены все сделки, такого маркера не носившие. Перед формированием выборки была сделана перепроверка по обоим критериям, чтобы события не учитывались в ней дважды.

В выборку были включены только приобретающие компании, по которым были доступны ежедневные котировки в течение окна наблюдения. Исходя из ряда опубликованных ранее работ [Houston, James, Ryngaert, 2001; Mantravadi, Reddy, 2008; Григорьева, Гринченко, 2013], мы не исключали компании финансового сектора из выборки, так как предположили, что реакция инвесторов на информацию о сделках в данном случае будет так же различаться в зависимости от характера поглощения, как и в сделках нефинансовых компаний.

Наибольший удельный вес в страновом распределении поглощений характерен для России (40,91%), за ней следует Франция (22,73%), далее Германия (16,82%). Прочие страны ЕС являются менее активными на рынке сделок слияния и поглощения, и их удельный вес не превышает 10% (рис. 1).

**Рисунок 1.** Распределение компаний из выборки по страновой принадлежности, %



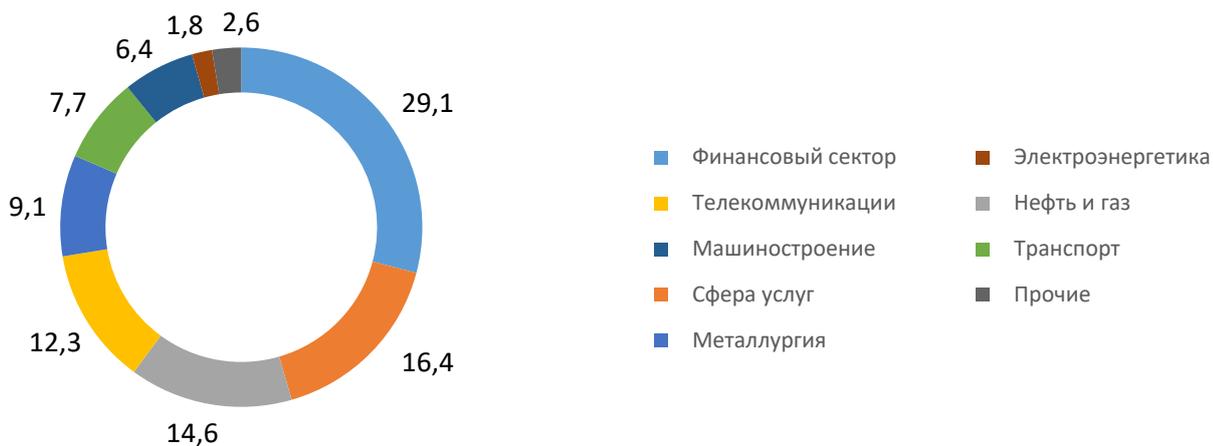
Используя признаки отнесения сделки к враждебным поглощениям, описанные выше, мы разделили выборку, исходя из того, какой характер носили те или иные поглощения (табл. 1).

**Таблица 1.** Распределение выборки по характеру поглощений, %

Происхождение компании-инициатора	Дружественные поглощения	Враждебные поглощения	Итого
Россия	27	14	41
ЕС	32	27	59
<b>Всего</b>	<b>59</b>	<b>41</b>	<b>100</b>

Среди компаний, включенных в выборку, наибольшую долю составляют компании финансового сектора (29,1%), а также компании сферы услуг (16,4%) и нефтегазовой отрасли (14,6%). Распределение компаний – инициаторов сделок по отраслям экономики показано на рисунке 2.

Рисунок 2. Распределение компаний-покупателей по отраслям, %



Ежедневные котировки акций входящих в выборку компаний были получены с использованием платформы Thomson Reuters Eikon и базы данных Investfunds. Поскольку событийный анализ предполагает сравнение котировок акций с текущей рыночной доходностью, которая рассчитывается на основе фондовых индексов, в рамках анализа были использованы рыночные индексы ММВБ, DAX 30, CAC 40, FTSE MIB, SMI и некоторые другие.

## Результаты исследования

Анализ полученной статистики (табл. 2) позволяет утверждать, что все выдвинутые гипотезы исследования подтверждаются. Во-первых, результаты кумулятивной усредненной избыточной доходности для дружественных сделок, совершенных на территории ЕС, оказываются статистически незначимыми (с точки зрения теста Пателля). Таким образом, можно констатировать отсутствие реакции рынка на объявление о дружественном поглощении. Однако для прочих объявлений, входящих в выборку, характерна отрицательная реакция рынка. Так, для дружественных сделок, совершенных компаниями – резидентами РФ, характерно разрушение стоимости на 1,75% в пределах 15-дневного окна события (-7;+7) на 10%-ном уровне значимости, накопленная избыточная доходность прочих окон события также демонстрирует статистически значимый результат.

Таблица 2.

Значения тестовых статистик для объявлений о различных типах сделок

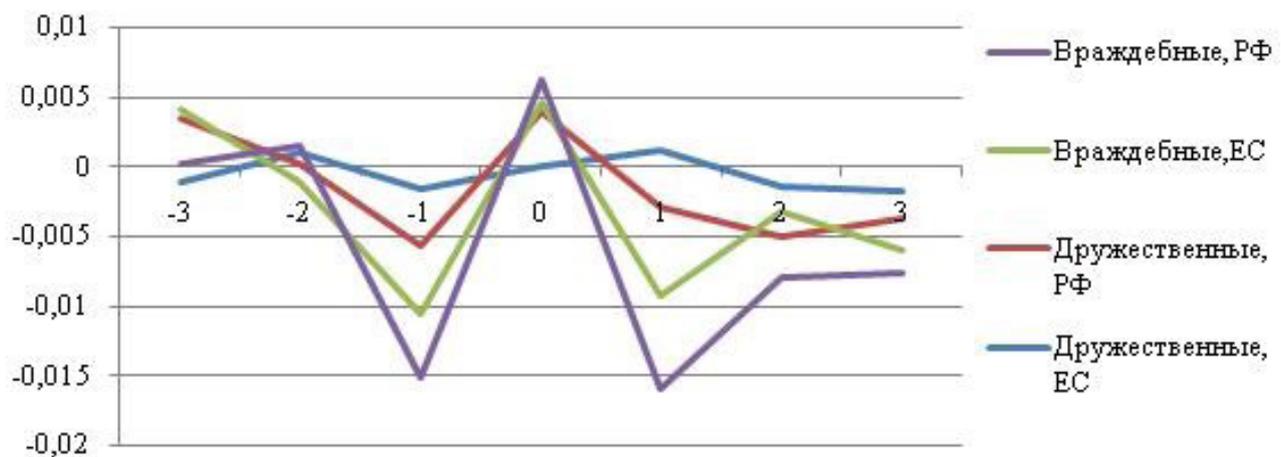
Тип сделки	Длительность окна события			Количество наблюдений
	(-7;+7)	(-3;+3)	(-1;+3)	
Дружественные; ЕС	-0,30%	-0,38%	-0,37%	
t-статистика Пателля	-0,83718	-0,53128	-0,72868	71
P-значение	0,4053	0,5969	0,4686	
Дружественные; РФ	-1,75%*	-0,58%**	-0,95%*	
t-статистика Пателля	-1,9368	-2,0923	-1,8599	60
P-значение	0,05741	0,04058	0,06772	
Враждебные; ЕС	-2,22%***	-1,18%***	-1,10%**	
t-статистика Пателля	-2,8702	-2,9974	-2,0632	59
P-значение	0,005716	0,004004	0,04358	
Враждебные; РФ	-6,00%**	-1,69%	-1,57%	
t-статистика Пателля	-2,0589	-0,82394	-1,1111	30
P-значение	0,04859	0,4167	0,2757	

Примечания: \*\*\*, \*\*, \* – результаты значимы на 1%-ном, 5%-ном или 10%-ном уровне значимости соответственно.

В то же время, как следует из таблицы 2, враждебные поглощения способствуют более значительному падению доходности для рынков Российской Федерации и Европейского союза, что подтверждает гипотезы 1 и 2. Для враждебных сделок, совершенных компаниями – резидентами Российской Федерации, характерно статистически значимое (на 5%-ном уровне значимости) падение доходности на 6% в пределах 15-дневного окна события. Для враждебных поглощений, совершенных на территории ЕС, данный показатель является наиболее достоверным ( $P$ -значение значимо на 1%-ном уровне) и составляет 2,2% в пределах аналогичного окна события. Таким образом, враждебные сделки, совершенные компаниями – резидентами Российской Федерации, оцениваются рынком более негативно, нежели аналогичные сделки, совершенные компаниями – резидентами ЕС, что подтверждает гипотезу 3.

Далее целесообразно проанализировать, какой характер динамики соответствует доходности акции после объявления о том или ином типе сделки (для семидневного окна события динамика показана на рис. 3).

**Рисунок 3.** График динамики избыточной доходности в пределах семидневного окна события



Из рисунка 3 можно сделать вывод, что наибольшее падение доходности после объявления сделки характерно для первого дня после объявления, при этом оно наиболее ярко выражено для враждебных поглощений компаниями – резидентами Российской Федерации. Менее значительно падают акции приобретающих компаний из ЕС, осуществляющих враждебные поглощения. Наименьшее падение зафиксировано для дружественных сделок, осуществляемых российскими компаниями. График также наглядно подтверждает результаты теста Пателля, в соответствии с которым отсутствует выраженная реакция европейского рынка на объявление о сделке дружественного характера.

Кроме того, график отражает рост доходности в день, предшествующий событию, что может быть вызвано тем, что информация о готовящейся сделке появляется на рынке раньше официального объявления и инвесторы своими ожиданиями формируют динамику курса акции.

Таким образом, динамика текущей доходности акции в рамках настоящей выборки обусловлена двумя факторами – страновой принадлежностью и характером поглощения. В частности, принадлежность резидента к Российской Федерации усиливает негативное давление на избыточную доходность акции: наибольший эффект характерен для враждебных сделок, где инициатором выступают российские компании.

Как было отмечено выше, подобные страновые различия могут быть обусловлены различной оценкой участниками рынка мотивов сделки. Согласно работам [Marris, 1963; Manne, 1965] рыночная капитализация компании отражает эффективность работы менеджмента, следовательно, низкая доходность акции сигнализирует о плохом управлении компанией и делает ее более привлекательной для поглощения, в том числе враждебного. Иными словами, для европейского рынка характерно дисциплинарное поглощение. В то же время российский рынок склонен оценивать враждебные поглощения с позиции экспроприации собственности.

Общее снижение доходности акции компании-поглотителя в краткосрочном периоде в целом согласуется с предыдущими исследованиями [Houston, James, Ryngaert, 2001; Хусаинов, 2008].

Хотя исследования выявили неоднозначные результаты и на развитых, и на развивающихся рынках, отметим, что работы, в которых отмечался, хотя бы косвенно, фактор враждебности [Auerbach, 1988; Agrawal, Jaffe, 2003], свидетельствуют о негативной реакции инвесторов на враждебные поглощения. Мотивация к снижению курса акции в целом может быть сформулирована следующим образом. Большинство из представленных в выборке сделок характеризуются высокой объявленной стоимостью, кроме того, сам процесс проведения сделки требует от приобретающей компании дополнительных ресурсов, что в свою

очередь влечет рост ее долговой нагрузки, поскольку для сделок враждебных поглощений характерна оплата преимущественно денежными средствами [Healy, Palepu, Ruback, 1997]. Это, как правило, вызывает падение чистой прибыли из-за необходимости выплаты процентов по кредитам и сокращает потенциальный размер дивидендов. Зависимость объявления о сокращении дивидендных выплат негативно сказывается на курсе акций, что подтверждено эмпирическими исследованиями [Healy, Palepu, 1988; Grullon, Michaely, Swaminathan, 2002; Березинец, Булатова, Ильина, 2013, Березинец и др., 2015]. Кроме того, рост процентных платежей означает сокращение фондов для последующего инвестирования, что также обуславливает негативную динамику. Даже если сделка полностью или частично оплачивается акциями, ее высокая объявленная стоимость, как правило, негативно сказывается на реакции инвесторов, вынужденных переплачивать за компанию-цель.

Отсутствие реакции европейского рынка на дружественные поглощения частично можно объяснить параметрами выборки: значительная часть дружественных сделок была совершена крупными европейскими банками, такими как Credit Agricole, SA Credit Industriel et Commercial SA и Deutsche Bank AG, и реакция рынка на такие сделки слабо выражена ввиду высокой частотности подобного рода сделок.

Результаты проверки гипотез исследования отражены в таблице 3.

**Таблица 3**  
Результаты проверки гипотез исследования

Гипотеза	Результат тестирования гипотезы
1. Враждебные поглощения негативно сказываются на курсе акций в краткосрочном периоде	Подтверждена
2. Враждебные поглощения оказывают больший негативный эффект на курс акций приобретающей компании, чем дружественные сделки	Подтверждена
3. Для враждебных поглощений, осуществленных компаниями – резидентами Российской Федерации, характерно большее разрушение стоимости, чем для сделок, осуществляемых компаниями из стран ЕС	Подтверждена

## Заключение

В настоящей работе была сделана попытка выявить специфику враждебных поглощений с точки зрения реакции на информацию о них российского и европейских финансовых рынков. Особенностью исследования является то, что характер сделки рассматривается как основной фактор, объясняющий различия в реакции инвесторов на враждебные и дружественные поглощения. В этой области отмечается определенный дефицит эмпирических исследований, сосредоточенных в основном на выявлении характеристик компаний, которые могут стать вероятными мишенями для враждебных поглощений, и в гораздо меньшей степени тестирующих реакцию инвесторов на информацию о сделках такого рода.

Проведено сопоставление реакции на объявления о враждебных и дружественных поглощениях и выявлена значимо различная реакция на них на европейских рынках. Информация о дружественных сделках, инициированных компаниями из ЕС, не оказывает влияния на доходность, тогда как объявления о враждебных сделках в целом вызывают статистически значимую негативную реакцию рынка.

Для российского рынка характерна значимая негативная реакция на объявления о сделках как враждебного, так и дружественного характера, но враждебные поглощения способствуют более существенному падению доходности. При этом для российского рынка характерна более ярко выраженная негативная реакция на информацию о враждебных поглощениях, чем для европейских рынков, что объясняется различной оценкой мотивации сделки: предполагается, что для европейских рынков более характерны дисциплинарные мотивы, тогда как для российского – экспроприационные, не связанные с качеством текущего управления компанией-целью.

Поскольку основной задачей менеджеров компаний является создание прироста стоимости для инвесторов, основным практическим выводом данной работы является рекомендация избегать поглощений, носящих враждебный характер, которые воспринимаются инвесторами негативно.

## Список литературы

- Березинец И.В., Булатова Л.А., Ильина Ю.Б. (2013) Влияние объявлений о выплате дивидендов на доходность акций: исследование публичных компаний развивающегося рынка Индии // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 8 «Менеджмент». # 4. С. 3–28.
- Березинец И.В., Булатова Л.А., Ильина Ю.Б., Смирнов М.В. (2015) Реакция российского фондового рынка на объявления о выплате дивидендов: эмпирическое исследование // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 8 «Менеджмент». № 1. С. 44–90.

- Генске М.А. (2004) Оценки эффективности и неэффективности слияний и поглощений // Менеджмент в России и за рубежом. № 6. С. 73–79.
- Грачев В. (2006) Враждебные поглощения: типология и способы защиты // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. № 7. С. 6–10.
- Григорьева С.А., Гринченко А.Ю. (2013) Влияние сделок слияний и поглощений в финансовом секторе на стоимости компаний-покупателей на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. # 4 (28). С. 53–71.
- Григорьева С.А., Троицкий П.В. (2012) Влияние слияний и поглощений на операционную эффективность компаний на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. № 3 (23). С. 31–43.
- Демидова Е.С. (2007) Особенности враждебных поглощений в корпоративных секторах Российской Федерации и Европейском союзе и проблема их регулирования // Известия Санкт-Петербургского государственного университета экономики и финансов. № 1 (48). С. 157–161
- Ивашковская И.В., Шамраева С.А., Григориади Е.Е. (2009) Эмпирический анализ эффективности корпоративной диверсификации на растущих рынках капитала на примере группы БРИК // Экономический журнал Высшей школы экономики. № 3. Т. 13. С. 360–382.
- Лузина Д.С., Рогова Е.М. (2015) Оценка влияния сделок слияний и поглощений на фундаментальную стоимость компаний в странах БРИКС // Корпоративные финансы. № 3 (35). С. 27–50.
- Рудык Н.Б. (2008) Методы защиты от враждебного поглощения: Учеб.-практич. пособие. 2-е изд. М.: Дело АНХ.
- Рынок слияний и поглощений в России в 2015 г. (2016) М.: КПМГ в России и СНГ. Режим доступа: <http://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/ru-ru-MA-survey-report-may-2016.pdf> (дата обращения: 20.06.2016).
- Сделки слияния и поглощения (M&A): итоги 2015 г. в России и мире. (2016) М.: Key Partners and Intesco. Режим доступа: [http://www.kpi.ru/pressroom/analytics/sdelki\\_sliyaniya\\_i\\_pogloveniya\\_ma\\_itogi\\_2015\\_g\\_v\\_rossii\\_i\\_mire/](http://www.kpi.ru/pressroom/analytics/sdelki_sliyaniya_i_pogloveniya_ma_itogi_2015_g_v_rossii_i_mire/) (дата обращения: 20.06.2016).
- Студников С.С. (2013) Эмпирические и теоретические аспекты учета событийного риска при оценке стоимости компании. М.: РАНХиГС. Режим доступа: <ftp://ftp.repec.org/opt/ReDIF/RePEc/rnp/wpaper/1.pdf> (дата обращения: 16.04.2016).
- Хакимов Т. (2004) Враждебные поглощения: технология, стратегия и тактика нападения // Имущественные отношения в РФ. # 4 (31). С. 71–77.
- Хусаинов З.И. (2008) Оценка эффективности сделок слияний и поглощений: интегрированная методика // Корпоративные финансы. № 1 (5). С. 12–32.
- Agrawal A., Jaffe J.F. (2003) Do takeover targets underperform? Evidence from operating and stock return // Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol. 38. No. 4. P. 721–746.
- Andrade G., Mitchell M., Stafford E. (2001) New evidence and perspectives on mergers // Journal of Economic Perspectives. Vol. 15. No. 2 (Spring). P. 103–120.
- Auerbach A. (1988) Corporate takeovers: Causes and consequences. University of Chicago Press, Chicago.
- Bashir A., Sajid M.R., Sheikh S.F. (2011) The impact of M&A on shareholders wealth: Evidence from Pakistan // Middle-East Journal of Scientific Research. Vol. 8. No. 1. P. 261–264.
- Boehmer E. (1991) Event-study methodology under conditions of event-induced variance // Journal of Financial Economics. Vol. 30. No. 2. P. 253–272.
- Chi J., Sun Q., Young M. (2011) Performance and characteristics of acquiring firms in the Chinese stock markets // Emerging Markets Review. Vol. 12. No. 2. P. 152–170.
- Corrado C.J., Zivney T.L. (1992) The specification and power of the sign test in event study hypothesis test using daily stock returns // Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol. 27. No. 3. P. 465–478.
- Fama E., Fisher L., Jensen M., Roll R. (1969) The adjustment of stock prices to new information // International Economic Review. Vol. 10. No. 1 (February). P. 1–21.
- Franks J., Mayer C. (1996) Do hostile takeovers improve performance? // Business Strategy Review. Vol. 7. No. 4. P. 1–6.
- Grigorieva S., Petrunina T. (2015) The performance of mergers and acquisitions in emerging capital markets: New angle // Journal of Management Control. Vol. 26. No. 4. P. 377–403.
- Grullon G., Michaely R., Swaminathan B. (2002) Are dividend changes a sign of firm maturity? // Journal of Business. Vol. 75. No. 3. P. 387–424.
- Guest P.M., Bild M., Runsten M. (2010) The effect of takeovers on the fundamental value of acquirers // Accounting and Business Research. Vol. 40. No. 4. P. 333–352.
- Hasbrouck J. (1985) The characteristics of takeover targets, Q and other measures // Journal of Banking and Finance. Vol. 9. No. 3. P. 351–362.
- Healy P., Palepu K. (1998) Earnings information conveyed by dividend initiations and omission // Journal of Financial Economics. Vol. 21. No. 2. P. 149–176.

- Healy P.M., Palepu K.G., Ruback R.S. (1997) Which takeovers are profitable? Strategic or financial? // MIT Sloan Management Review. Vol. 38. No. 4 (Summer). P. 45–57.
- Henderson G.V. (1990) Problems and solutions in conducting event studies // The Journal of Risk and Insurance. Vol. 57. No. 2. P. 282–306.
- Houston J.F., James C.M., Ryngaert M.D. (2001) Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders // Journal of Financial Economics. Vol. 60. No. 2–3. P. 285–331.
- Jensen M.C., Ruback R.C. (1983) The market for corporate control. The scientific evidence // Journal of Financial Economics. Vol. 11. No. 1–4. P. 5–50.
- Kaplan S., Weisbach M. (1992) The success of acquisitions: Evidence from divestitures // Journal of Finance. Vol. 47. No. 1 (March). P. 107–138.
- Khanal A.R., Mishra A.K., Mottaleb Kh.A. (2014) Impact of mergers and acquisitions on stock prices: The U.S. ethanol-based biofuel industry // Biomass and Bioenergy. Vol. 61 (February). P. 138–145.
- Kothari S.P., Warner J.B. (2007) The econometrics of event studies // Handbook of corporate finance: Empirical corporate finance / Ed. by B.E. Eckbo. Elsevier-North-Holland, Amsterdam. P. 4–36.
- Langtieg T. (1978) An application of a three-factor performance index to measure stockholders gains from mergers // Journal of Financial Economics. Vol. 6. No. 4. P. 365–384.
- MacKinlay A.G. (1997) Event studies in economics and finance // Journal of Economic Literature. Vol. 35. No. 1. P. 13–39.
- Manne H. (1965) Mergers and the market for corporate control // Journal of political economy. Vol. 73. No. 2. P. 110–120.
- Mantravadi P., Reddy A.V. (2008) Post-merger performance of acquiring firms from different industries in India // International Research Journal of Finance and Economics. Vol. 22 (December). P. 192–204.
- Marris R. (1963) A model of the 'Managerial Enterprise' // Quarterly Journal of Economics. Vol. 77. P. 185–209.
- Martin R. (2016) M&A: The one thing you need to get right // Harvard Business Review. Vol. 94. No. 6 (June). P. 43–48.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R.W. (1988) Management ownership and market valuation: An empirical analysis // Journal of Financial Economics. Vol. 20. No. 1–2. P. 293–315.
- Mulherin J.H., Boone A.L. (2000) Comparing acquisitions and divestitures // Journal of Corporate Finance. Vol. 6. No. 2. P. 117–139.
- Patell J. (1976) Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: Empirical test // Journal of Accounting Research. Vol. 14. No. 2. P. 246–276.
- Peterson P. (1989) Event studies: A review of issues and methodology // Quarterly Journal of Business and Economics. Vol. 28. No. 3. P. 36–66.
- Rani N., Yadav S.S., Jain P.K. (2014) Impact of domestic and cross-border acquisitions on acquirer shareholders wealth: Empirical evidence from Indian corporate // International Journal of Business and Management. Vol. 9. No. 3. P. 88–110.
- Schnitzer M. (1996) Hostile versus friendly takeovers // *Economica*. Vol. 63. No. 249 (February). P. 37–55.
- Significance Tests // Eventstudytools. Available at: <http://www.eventstudytools.com/significance-tests> (accessed: 30.04.2016).
- Wong A., Cheung K.Y., Mun T. (2009) The effects of merger and acquisition announcements on the security prices of bidding firms and target firms in Asia // International Journal of Economics and Finance. Vol. 2. No. 1. P. 274–283.
- Yen T., Hoshimo Y. (2002) The impact of M&As on shareholder wealth: Evidence from Taiwanese corporations // The Developing Economics. Vol. XL-4. P. 553–563.
- Yook K.C. (2004) The measurement of post-acquisition performance using EVA // Quarterly Journal of Business and Economics. Vol. 43. No. 3–4. P. 67–83.

## References

- Berezinets I.V., Bulatova L.A., Il'ina Yu.B. (2013) Vliyaniye ob'yavleniy o vyplate dividendov na dokhodnost' aktsiy: issledovanie publichnykh kompaniy razvivayushchegosya rynka Indii [Dividends announcements impact on the stock returns: Evidence from the emerging market of India]. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Seriya 8 'Menedzhment'* [Vestnik of Saint-Petersburg University. Management Series], vol. 4, pp. 3–28. (In Russ.)
- Berezinets I.V., Bulatova L.A., Il'ina Yu.B., Smirnov M.V. (2015) Reaktsiya rossiyskogo fondovogo rynka na ob'yavleniya o vyplate dividendov: empiricheskoe issledovanie [Russian stock market reactions to dividend announcements: Empirical study]. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Seriya 8 'Menedzhment'* [Vestnik of Saint-Petersburg University. Management Series], vol. 1, pp. 44–90. (In Russ.)
- Genske M.A. (2004) Otsenki effektivnosti i neeffektivnosti sliyaniy i pogloshcheniy [Valuation of mergers and acquisitions' efficiency and inefficiency]. *Menedzhment v Rossii i za rubezhom* [Management in Russia and Abroad Journal], no. 6, pp. 73–79. (In Russ.)

- Grachev V. (2006) Vrazhdebnye pogloshcheniya: tipologiya i sposoby zashchity [Hostile takeovers: Typology and defense]. *Aktsionernoe obshchestvo: voprosy korporativnogo upravleniya*, vol. 7, pp. 6–10. (In Russ.)
- Grigor'eva S.A., Grinchenko A.Yu. (2013) Vliyanie sdelok sliyanii i pogloshcheniy v finansovom sektore na stoimost' kompanii-pokupateley na razvivayushchikhsya ryinkakh kapitala [Impact of mergers and acquisitions in financial sector on bidder's returns in emerging capital markets]. *Korporativnye finansy* [Journal of Corporate Finance Research], vol. 28, no. 4, pp. 63–81. (In Russ.)
- Grigor'eva S.A., Troitskiy P.V. (2012) Vliyanie sliyanii i pogloshcheniy na operatsionnuyu effektivnost' kompanii na razvivayushchikhsya ryinkakh kapitala [The Impact of mergers and acquisitions on company performance in emerging capital markets]. *Korporativnye finansy* [Journal of Corporate Finance Research], vol. 23, no. 3, pp. 31–43. (In Russ.)
- Demidova E.S. (2007) Osobennosti vrazhdebnykh pogloshcheniy v korporativnykh sektorakh Rossiyskoy Federatsii i Evropeyskom soyuze i problema ikh regulirovaniya [Specific features of hostile takeovers in corporate sectors of Russian Federation and European Union and the regulatory problem]. *Izvestiya Sankt-Peterburgskogo gosudarstvennogo universiteta ekonomiki i finansov*, vol. 48, no. 1, pp. 157–161. (In Russ.)
- Ivashkovskaya I.V., Shamraeva S.A., Grigoriadi E.E. (2009) Empiricheskiy analiz effektivnosti korporativnoy diversifikatsii na rastushchikh ryinkakh kapitala na primere gruppy BRIK [An empirical analysis of efficiency of corporate diversification in emerging markets: evidence from BRIC countries]. *Ekonomicheskiy zhurnal Vysshey shkoly ekonomiki* [HSE Economic Journal], vol. 13, no. 3, pp. 360–382. (In Russ.)
- Luzina D.S., Rogova E. (2015) Otsenka vliyaniya sdelok sliyanii i pogloshcheniy na fundamental'nyuyu stoimost' kompanii v stranakh BRIKS [The effect of mergers and acquisitions on companies' fundamental values at BRICS countries]. *Korporativnye finansy* [Journal of Corporate Finance Research], vol. 35, no. 3, pp. 27–50. (In Russ.)
- Rudyk N.B. (2008) *Metody zashchity ot vrazhdebного pogloshcheniya: uchebno-prakticheskoe posobie*. 2-e izd. Moscow, Delo ANH. (In Russ.)
- Rynok sliyanii i pogloshcheniy v Rossii v 2015 g.* [Russian M&A Review 2015] (2016) Moscow, KPMG v Rossii i SNG. Available at: <http://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/ru-ru-MA-survey-report-may-2016.pdf> (accessed: 20.06.2016). (In Russ.)
- Sdelki sliyaniya i pogloshcheniya (M&A): itogi 2015 g. v Rossii i mire* [Mergers and acquisitions in Russia and worldwide: the results of 2015] (2016) Moscow, Key Partners and Intesco. Available at: [http://www.kpi.ru/pressroom/analytics/sdelki\\_sliyaniya\\_i\\_pogloshcheniya\\_ma\\_itogi\\_2015\\_g\\_v\\_rossii\\_i\\_mire/](http://www.kpi.ru/pressroom/analytics/sdelki_sliyaniya_i_pogloshcheniya_ma_itogi_2015_g_v_rossii_i_mire/) (accessed: 20.06.2016). (In Russ.)
- Studnikov S.S. (2013) *Empiricheskie i teoreticheskie aspekty ucheta sobyitiynogo riska pri otsenke stoimosti kompanii* [Empirical and theoretical issues of event studies in companies' valuation]. Moscow, RANHiGS. Available at: <ftp://ftp.repec.org/opt/ReDIF/RePEc/rnp/wpaper/1.pdf> (accessed: 16.04.2016). (In Russ.)
- Khakimov T. (2004) Vrazhdebnye pogloshcheniya: tehnologiya, strategiya i taktika napadeniya [Hostile takeovers: Technology, strategy, and tactics of attacks]. *Imushchestvennye otnosheniya v RF* [Property relations in the Russian Federation], vol. 4, no. 31, pp. 71–77. (In Russ.)
- Khusainov Z.I. (2008) Otsenka effektivnosti sdelok sliyanii i pogloshcheniy: integrirovannaya metodika [An integrated approach to mergers and acquisitions' efficiency valuation]. *Korporativnye finansy* [Journal of Corporate Finance Research], vol. 1, no. 5, pp. 12–32. (In Russ.)
- Agrawal A., Jaffe J.F. (2003) Do takeover targets underperform? Evidence from operating and stock return. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, no. 4, p. 721–746.
- Andrade G., Mitchell M., Stafford E. (2001) New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, no. 2 (Spring), pp. 103–120.
- Auerbach A. (1988) *Corporate takeovers: Causes and consequences*. Chicago, University of Chicago Press.
- Bashir A., Sajid M.R., Sheikh S.F. (2011) The impact of M&A on shareholders wealth: Evidence from Pakistan. *Middle-East Journal of Scientific Research*, vol. 8, no. 1, pp. 261–264.
- Boehmer E. (1991) Event-study methodology under conditions of event-induced variance. *Journal of Financial Economics*, vol. 30, no. 2, pp. 253–272.
- Chi J., Sun Q., Young M. (2011) Performance and characteristics of acquiring firms in the Chinese stock markets. *Emerging Markets Review*, vol. 12, no. 2, pp. 152–170.
- Corrado C.J., Zivney T.L. (1992) The specification and power of the sign test in event study hypothesis test using daily stock returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, no. 3, pp. 465–478.
- Fama E., Fisher L., Jensen M., Roll R. (1969) The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, vol. 10, no. 1 (February), pp. 1–21.
- Franks J., Mayer C. (1996) Do hostile takeovers improve performance? *Business Strategy Review*, vol. 7, no. 4, pp. 1–6.
- Grigorieva S., Petrunina T. (2015) The performance of mergers and acquisitions in emerging capital markets: New angle. *Journal of Management Control*, vol. 26, no. 4, pp. 377–403.

- Grullon G, Michaely R., Swaminathan B. (2002) Are dividend changes a sign of firm maturity? *Journal of Business*, vol. 75, no. 3, pp. 387–424.
- Guest P.M., Bild M., Runsten M. (2010) The effect of takeovers on the fundamental value of acquirers. *Accounting and Business Research*, vol. 40, no. 4, pp. 333–352.
- Hasbrouck J. (1985) The characteristics of takeover targets, Q and other measures. *Journal of Banking and Finance*, vol. 9, no. 3, pp. 351–362.
- Healy P., Palepu K. (1998) Earnings information conveyed by dividend initiations and omission. *Journal of Financial Economics*, vol. 21, no. 2, pp. 149–176.
- Healy P.M., Palepu K.G., Ruback R.S. (1997) Which takeovers are profitable? Strategic or financial? *MIT Sloan Management Review*, vol. 38, no. 4 (Summer), pp. 45–57.
- Henderson G.V. (1990) Problems and solutions in conducting event studies. *The Journal of Risk and Insurance*, vol. 57, no. 2, pp. 282–306.
- Houston J.F., James C.M., Ryngaert M.D. (2001) Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders. *Journal of Financial Economics*, vol. 60, no. 2–3, pp. 285–331.
- Jensen M.C., Ruback R.C. (1983) The market for corporate control. The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, vol. 11, no. 1–4, pp. 5–50.
- Kaplan S., Weisbach M. (1992) The success of acquisitions: Evidence from divestitures. *Journal of Finance*, vol. 47, no. 1 (March), pp. 107–138.
- Khanal A.R., Mishra A.K., Mottaleb Kh.A. (2014) Impact of mergers and acquisitions on stock prices: The U.S. ethanol-based biofuel industry. *Biomass and Bioenergy*, vol. 61 (February), pp. 138–145.
- Kothari S.P., Warner J.B. (2007) The econometrics of event studies. In: Eckbo B.E. (ed.). *Handbook of corporate finance: Empirical corporate finance*. Amsterdam, Elsevier-North-Holland, pp. 4–36.
- Langetieg T. (1978) An application of a three-factor performance index to measure stockholders gains from mergers. *Journal of Financial Economics*, vol. 6, no. 4, pp. 365–384.
- MacKinlay A.G. (1997) Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, vol. 35, no. 1, pp. 13–39.
- Manne H. (1965) Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy*, vol. 73, no. 2, pp. 110–120.
- Mantravadi P., Reddy A.V. (2008) Post-merger performance of acquiring firms from different industries in India. *International Research Journal of Finance and Economics*, vol. 22 (December), pp. 192–204.
- Marris R. (1963) A model of the ‘Managerial enterprise’. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 77, pp. 185–209.
- Martin R. (2016) M&A: The one thing you need to get right. *Harvard Business Review*, vol. 94, no. 6 (June), pp. 43–48.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R.W. (1988) Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, vol. 20, no. 1–2, pp. 293–315.
- Mulherin J.H., Boone A.L. (2000) Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of Corporate Finance*, vol. 6, no. 2, pp. 117–139.
- Patell J. (1976) Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: Empirical test. *Journal of Accounting Research*, vol. 14, no. 2, pp. 246–276.
- Peterson P. (1989) Event studies: A review of issues and methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 28, no. 3, pp. 36–66.
- Rani N., Yadav S.S., Jain P.K. (2014) Impact of domestic and cross-border acquisitions on acquirer shareholders wealth: Empirical evidence from Indian corporate. *International Journal of Business and Management*, vol. 9, no. 3, pp. 88–110.
- Schnitzer M. (1996) Hostile versus friendly takeovers. *Economica*, vol. 63, no. 249 (February), pp. 37–55.
- Significance Tests. *Eventstudytools*. Available at: <http://www.eventstudytools.com/significance-tests> (accessed: 30.04.2016).
- Wong A., Cheung K.Y., Mun T. (2009) The effects of merger and acquisition announcements on the security prices of bidding firms and target firms in Asia. *International Journal of Economics and Finance*, vol. 2, no. 1, pp. 274–283.
- Yen T., Hoshimo Y. (2002) The impact of M&As on shareholder wealth: Evidence from Taiwanese corporations. *The Developing Economics*, vol. XL-4, pp. 553–563.
- Yook K.C. (2004) The measurement of post-acquisition performance using EVA. *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 43, no. 3–4, pp. 67–83.