**Сделки слияния и поглощения**

2014

Диплом

**Вернуться в каталог готовых дипломов и магистерских диссертаций –**

[**http://учебники.информ2000.рф/diplom.shtml**](http://учебники.информ2000.рф/diplom.shtml)

Содержание

Введение.

Глава 1. Сделки слияния и поглощения: основные тенденции, мотивы сделок и анализ результатов исследований наиболее поздних работ.

.1 Тенденции на рынке корпоративного контроля.

.2 Мотивы заключения транснациональных и национальных M&A сделок.

.3 Эффективность сделок слияния и поглощения и детерминанты эффективности сделок на развивающихся рынках капитала: результаты наиболее поздних исследований.

Глава 2. Гипотезы и модель исследования эффективности транснациональных и национальных сделок слияния и поглощения на развивающихся рынках капитала.

.1 Гипотезы исследования.

.2 Модель исследования.

Глава 3. Сравнительный анализ эффективности транснациональных и национальных сделок M&A на развивающихся рынках капитала.

.1 Критерии формирования и описание выборки.

.2 Тестирование гипотез.

Заключение.

Список используемой литературы.

Приложения

# Введение

В последнее время наблюдается тенденция к росту числа международных сделок слияния и поглощения. Согласно исследованиям КПМГ, с 2010 по 2015 г. количество сделок по всему миру возросло на 35%, а их стоимость увеличилась в 8 раз. Согласно данным UNCTAD, в 2015 году число транснациональный сделок слияния и поглощения по всему миру выросло на 61%, по сравнению с 2013 годом.

Без сомнения, наблюдается тенденция к росту международных сделок слияния и поглощения. Однако, несмотря на рост числа сделок, вопрос сравнения эффективности транснациональных и национальных сделок слияния и поглощения (далее сделки M&A) на развивающихся рынках капитала остается открытым, так как количество исследований, которые рассматривают только развивающиеся рынки, недостаточно велико, чтобы делать однозначные выводы.

Международные сделки слияния и поглощения обладают некоторыми выгодами. Например, расширение географических границ, освоение новых отраслей, расширение клиентской базы. Однако, транснациональные сделки M&A сопряжены с дополнительными рисками, которые связанны с различиями в экономической и политической ситуации стран компаний-участников сделки, культуре компаний, организационной структуре, налоговых особенностях каждой страны. Данные риски отличаются от рисков национальных сделок слияния и поглощения. Таким образом, сравнение международных и внутренних сделок слияний и поглощений и оценка их эффективности актуально в современных условиях.

|  |
| --- |
| [Вернуться в библиотеку по экономике и праву: учебники, дипломы, диссертации](http://учебники.информ2000.рф/index.shtml)[Рерайт текстов и уникализация 90 %](http://учебники.информ2000.рф/rerait-diplom.shtml)[Написание по заказу контрольных, дипломов, диссертаций. . .](http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml) |

Тема эффективности транснациональных и национальных сделок слияния и поглощения на развивающихся рынках капитала широко обсуждается в научных кругах: Ивашковская И.В., Шамраева С.А., Григориади Е.Е (2009), Ивашковская И.В. и Шамраева С.А. (2011), Коли и Манн (Kohli R., Mann(2012)), Багат и др (Bhagat et al (2011)). Сравнением транснациональных и национальных сделок M&A в странах с развитым рынком капитала занимались следующие исследователи: Чари и др. (Chari et al.(2004)), Уильямс, Ляо (Williams, Liao (2008)), Ма и др. (Ma et al (2009)). Сравнение эффективности транснациональных и национальных сделок слияния и поглощения на развивающихся рынках исследовалось в работах: Ивашковская И.В. и Шамраева С.А. (2011) (на примере стран BRICS), Коли Р. Манн (2012) (на примере Индии), Дешпанд С. И др. (Deshpande S. et (2012)) (страны BRICS), Николсон Р.Р. и Салабер Дж (Nicholson, R. R. and Salaber, J. (2013)). (Индия и Китай) Дэн и Ян (Deng and Yang (2015)) (на примере различных стран с развивающимся рынком капитала).

В качестве основных детерминантов эффективности международных и внутренних сделок слияния и поглощения чаще всего используются следующие: метод платежа, относительный размер сделки, процент акций, приобретенный в результате сделки, принадлежность к отрасли, свободный денежный поток, влияние кризиса, влияние принадлежности к стране (Григорьева С.А., Фоменко Н.В.(2012), Стал Г.К и Войт А. (Stahl, G. K. & Voigt, A. (2008)), Дж. Данболт, Дж. Масивер (Danbolt, J., Maciver G. (2012)), Дешпанд С. И др. (2012), Николсон Р.Р. и Салабер Дж. (2013)). Однако, все данные переменные по отдельности включались в оцениваемую регрессию.

Цель данной работы состоит в оценке и сравнении эффективности транснациональных и национальных сделок слияний и поглощений для стран с развивающимися рынками капитала.

Для достижения поставленной цели были поставлены следующие задачи:

. Проанализировать основные мотивы сделок слияний и поглощений.

. Представить сравнительный анализ тенденций транснациональных и национальных сделок слияния и поглощения.

. Проанализировать основные детерминанты транснациональных сделок слияния и поглощения на основе имеющейся литературы.

. Предложить модель оценки эффективности и выявления факторов эффективности транснациональных и национальных сделок слияния и поглощения на развивающихся рынках капитала.

. Сравнить эффективность транснациональных и национальных сделок слияния и поглощения на развивающихся рынках капитала.

. Выявить детерминанты, влияющие на эффективность транснациональных и национальных сделок слияния и поглощения на развивающихся рынках капитала.

Объектом исследования являются транснациональные и национальные сделки M&A, совершенные компаниями из стран с развивающимися рынками капитала.

Предметом исследования является реакция рынка на объявление о совершении транснациональных и национальных сделок слияния и поглощения.

Методологической основой данной работы послужил метод накопленной избыточной доходности. В ходе исследования были использованы данные из Bloomberg, Zephyr, Thomson Reuters.

Научная новизна исследования состоит:

) в рассмотрении всех стран с развивающимся рынком капитала за промежуток с 2000 по 2016 годы. За последние несколько лет эффективность сделок слияния и поглощения на развивающихся рынках капитала в основном рассматривались на временном промежутке, который заканчивался не позднее 2012 года. Статьи, которые рассматривают более поздний период либо отсутствуют в научных кругах, либо пока не изданы. В связи с этим, исследование сделок слияния и поглощения на развивающихся рынках капитала в период с 2000 - 2016 года является актуальным в современном мире.

) в исследовании отдельно рассматриваются быстрорастущие страны с развивающимся рынком капитала. В последнее время многие страны, такие как Индия и Китай, отличаются от других развивающихся стран быстрым темпом экономического роста. Однако страны с наиболее быстрорастущей экономикой, не всегда входят в число развитых стран мира. По мнению некоторых экспертов, экономика Китая в течение 10 лет может превзойти американскую. Так как исследователи, занимающиеся эффективностью сделок слияния и поглощения на развитых и развивающихся странах не всегда приходят к единому мнению, следует отдельно рассмотреть быстрорастущие развивающиеся страны.

) в изучении влияния таких переменных, как принадлежность компании-покупателя к технологической отрасли, правовая система стран, в которых находится компания-покупатель и компания-цель, свободный денежный поток фирмы-покупателя. В последнее время наблюдается тенденция к активному росту числа сделок в отрасли, связанной с технологиями. Однако мало работ посвящено данной теме. Считается, что в странах с одинаковой правовой системой обеспечивается максимальная защита для инвесторов. Однако в последнее время не было уделено много внимания данной проблематике. Свободный денежный поток фирмы-покупателя в разны работах по-разному влияет на значение накопленной избыточной доходности. В основном была получена отрицательная взаимосвязь (например, в работе Boateng, A., Qian, W., Tianle, Y. (2008)). Однако, ни в каких работах не было рассмотрено одновременное влияние свободного денежного потока компании-покупателя и правовой системы стран, в которых расположены копании-участники сделки.

В литературе многие исследователи рассматривали долгосрочную избыточную доходность. Однако, почти во всех исследованиях была доказана незначимость данного показателя, в связи с чем в настоящей работе будет рассматриваться только краткосрочный эффект (до одного года).

Данная работа состоит из введения, трех глав и заключения.

В первой главе исследования рассматриваются основные тенденции рынка корпоративного контроля, мотивы заключения сделок M&A, анализ эффективности сделок слияния и поглощения на развивающихся рынках капитала и основные детерминанты сделок слияния и поглощения, которые используются исследователями в наиболее поздних работах.

Во второй главе выдвинуты основные гипотезы эффективности сделок M&A, и построена модель, которая позволяет оценить и выявить ключевые детерминанты, влияющие на эффективность сделок слияния и поглощения, инициированных странами с развивающимся рынком капитала.

В третьей главе описана выборка, используемая для тестирования модели, протестированы основные гипотезы, выдвинутые во второй главе, и на основе полученных результатов сделан вывод по данной модели.

В заключении сформулированы основные выводы по работе и рекомендации, а также приведена интерпретация полученных результатов.

# Глава 1. Сделки слияния и поглощения: основные тенденции, мотивы сделок и анализ результатов исследований наиболее поздних работ

Согласно определению, которое дал Ю. Фама в 1970 г., сделки слияния и поглощения представляют собой общий термин, который относится к консолидации компаний или активов. Традиционно сделки слияния и поглощения рассматриваются в качестве стратегической операции, чьей основной целью является достижение операционной эффективности и увеличение доли рынка (Barusch, Ronald (2013)). Под транснациональными сделками (также международные, трансграничные) в данной работе понимаются такие сделки, которые включают в себя компанию-покупателя и компанию-цель, чьи штаб-квартиры базируются в разных странах (Min Du1, Agyenim Boateng (2012)).

В последнее время прослеживается рост интереса в научных работах в сфере сравнения стоимости компании- покупателя в национальной сделке слияния и поглощения и трансграничной сделке M&A. По мнению некоторых эмпирических исследований, международные сделки опережают национальные M&A (Danbolt, Maciver, (2012); Dutta et al., (2013)). Тем не менее, ряд других работ указывают на противоположные результаты (Conn et al., (2005), Campa, Hernando, (2004); Martynova, Renneboog, (2008)).

Приобретение в ходе транснациональной и национальной сделки ресурсов, доли рынка и новых возможностей может способствовать эффективной деятельности компании в постоянно изменяющихся рыночных условиях. В связи с этим стоит рассмотреть ключевые тенденции на рынке корпоративного контроля. Также важно оценить значимость данного явления не только на сегодняшний день, но и в перспективе.

.1. Тенденции на рынке корпоративного контроля.

В четвертом квартале 2015 года стоимость сделок слияния и поглощения на мировом рынке выросла до самого высокого уровня за всю историю наблюдений в одном квартале. Крупнейшей сделкой является сделка слияния фармацевтического «гиганта» - американской компании Pfizer и ирландской фармацевтической компании Allergan, Plc (ранее известная как Actavis, Plc.). Стоимость сделки составила 183.7 миллиона доллара США. Также крупнейшей сделкой является слияние Anheuser-Busch InBev (крупнейший в мире производитель пива) со второй по величине британской пивоваренной компанией SABMiller . Стоимость сделки составила 120.3 миллиона долларов США.

Как видно из рисунка 1, наблюдается тенденция к росту индекса трансграничных сделок слияния и поглощения за последние несколько лет.



Рисунок 1. Динамика индекса трансграничных сделок слияния и поглощения.

Источник: Baker & McKenzie’s.

С 2010 по 2015 г. количество сделок слияния и поглощения по всему миру увеличилось с 12 461 до 16 917 сделок в год, а их стоимость выросла с 2 098 млн. долларов до 16 917 млн. долларов. Согласно данным UNCTAD, в 2015 году число транснациональных сделок слияния и поглощения по всему миру выросло на 61%, по сравнению с 2013 годом.

Тенденции транснациональных сделок слияния и поглощения.

В своих работах Шимицу и др. (Shimizu et al., (2004)), Гримпе и Хуссингер (Grimpe & Hussinger (2008)) говорят, что число поглощений с целью освоить иностранный рынок в среднем больше, чем число национальных сделок. Одним из объяснений данного феномена является асимметрия информации, которая выше на иностранных рынках, но менее серьезна для крупных фирм. Фрей и Хуссингер (Frey & Hussinger (2006)) считают, что технологическая связанность (с точки зрения патентного портфеля) для компании-покупателя и компании-цели является важным фактором, определяющим трансграничные сделки. Вероятно, это отражает, что конкуренция на рынках технологий в основном происходит на международном уровне. Трансграничные сделки также связаны с более высокой неопределенностью и с более высоким риском неудачи (Bertrand & Zuniga, 2006; Harris & Ravenscraft,1991). Кроме того, операционные затраты выше для транснациональных сделок из-за большей культурной дистанции и институциональных различий (di Giovanni, 2005). В целом, географическое расстояние увеличивает предельные издержки проведения мониторинга (Degryse & Ongena, 2005). Таким образом, компания -покупатель может потребовать более высокую ожидаемую доходность от трансграничных сделок, чем от внутренних сделок, с тем, чтобы компенсировать более высокие затраты и риски, связанные с этими сделками.

Современные тенденции.

Объем международных сделок слияния и поглощения, инициированных компаниями из развивающихся стран, поглощающие компании из стран с развитым рынком капитала, увеличился на 2 процента (от 250 до 255 сделок) во второй половине 2015 года. Как показано на рисунке 2, всего в течение 2015 года было совершено в общей сложности 505 сделок, что в свою очередь, меньше только на одну по сравнению с 2014 годом. Количество сделок слияния и поглощения изображено графически в приложении 1.

Покажем количество сделок слияния и поглощения с 2005 по 2015 год.



Рисунок 2. Количество транснациональных сделок слияния и поглощения с 2005 по 2015 год в разрезе стран-покупателей и стран-целей.

Источник: Thomson Reuters, анализ КПМГ, расчеты автора.

Как видно из рисунка 2, общее количество сделок слияния и поглощения, инициированные компаниями из развитых стран, растет, начиная с 2012 года. Количество сделок M&A, которые инициированы компаниями из развивающихся стран, в 2015 году остается примерно на том же уровне, что и в 2012 году.

Рассмотрим отдельно количество сделок, инициированных компаниями из развитых и развивающихся стран. Данная динамика представлена на рисунке 3.



Рисунок 3. Количество транснациональных сделок слияния и поглощения с 2005 по 2015 год инициированные развитыми и развивающимися странами.

Источник: Thomson Reuters, анализ КПМГ, расчеты автора.

Из рисунка 3 видно, что наблюдается небольшой рост числа транснациональных сделок слияния и поглощения, которые инициированы компаниями из развитых стран. Что касается развивающихся стран, то начиная, с 2013 года количество сделок остается примерно на одном и том же уровне.

Дальнейшие пути развития сделок слияния и поглощения.

Согласно исследованиям КПМГ, самой «активной» страной в сфере сделок слияния и поглощения будет США. Следующей «популярной» областью будет Западная Европа и Северная Америка, включая США. По сравнению с данными странами, развивающиеся рынки, по мнению специалистов, будут менее активно проводить сделки слияния и поглощения. Авторы статьи считают, что это обусловлено «здоровой экономикой США».

Согласно опросам респондентов, самой популярной отраслью будут являться технологии и фармацевтическая отрасли. Самые активные отрасли, участвующие в сделках слияния и поглощения, указаны в приложении 2.

Как видно из приложения 2, отрасли, связанные с внедрением новых технологий, отличаются огромным ростом сделок слияния и поглощения. Это обусловлено тем, что высокотехнологичные компании обладают огромным инвестиционным потенциалом, как для покупателей, так и для продавцов. Таким же эффектом обладают и фармацевтические компании, так как они дают инвесторам доступ к продуктам, которые смогут поменять их бизнес модели. Компании, связанные с технологиями и фармацевтическая отрасль способны ориентироваться на предпочтения покупателей.

Таким образом, наблюдается как значительный рост сделок слияния и поглощения в целом, так и небольшой рост трансграничных сделок в частности. Также можно сделать вывод, что рост числа сделок, инициированных развитыми странами превышает рост сделок, инициированных развивающимися странами. Наиболее активными отраслями являются отрасль технологий и фармацевтика.

.2 Мотивы заключения транснациональных и национальных M&A сделок

Как было показано в предыдущем пункте, в последнее время наблюдается рост количества и объемов транснациональных и национальных сделок слияния и поглощения. Существует несколько мотивов к заключению международных и внутренних сделок слияния и поглощения. Согласно исследованию КПМГ, опубликованному в марте 2016 года, основанному на опросе респондентов, можно выделить 9 ключевых мотивов совершения сделки слияния поглощения. Данные мотивы показаны на рисунке 6.



Рисунок 6. Ключевые мотивы к совершению сделок слияния и поглощения, исследование КПМГ, 2015 год.

Источник: Анализ КПМГ, расчеты автора.

Исходя из рисунка 6, согласно опросу, проводимому КПМГ, большинство респондентов говорят, что ключевым фактором к совершению сделки слияния и поглощения является освоение новых отраслей и расширение клиентской базы. Также, немаловажным фактором является расширение своих географических границ, то есть совершение транснациональных сделок слияния и поглощения.

Существует несколько мотивационных теорий совершения транснациональных и национальных сделок слияния и поглощения. Рассмотрим мотивы, которые относятся и к внутренним и к внешним сделкам M&A.

Наибольшее распространение получила теория синергии. Тестирование данной теории было представлено в работе М. Бредли, А. Десаи и Е.Х. Кима (Bradley, M., Desai, A., Kim, E.H (1983)). Согласно данной теории топ-менеджмент компании-покупателя и компании-цели действует исходя из интересов своих акционеров, которые обеспечивают рост их благосостояния. Исходя из данного тезиса, реализация сделки слияния и поглощения возможна только в том случае, если создание объединенной компании приведет к росту ее стоимости.

Теория синергии нашла подтверждение в исследованиях Е. Берковича и М.П. Нараяна (Berkovitch, E., Narayan, M.P. (1993)), Д.М. Швайгера и П. Вери (Schweiger, D.M., and Very, P. (2003)), Дамодарана (Damodaran, A. (2005) ).

Существуют мотивы для сделок слияния и поглощения, которые не обязательно означают повышение эффективности M&A (Budzinski & Kretschmer, 2009).

Существует теория Гордыни, которая была сформулирована Ричардом Роллом (Roll, (1986)). Р. Ролл выдвинул гипотезу о том, что сделки M&A либо не приносят никакого синергетического эффекта, либо данный эффект сильно переоценен. В работе Р. Ролла показано, что иногда поведение менеджеров иррационально (из-за гордыни), так как они уверены, что оценили стоимость компании единственно верным образом, в то время как изначально рынок недооценивает компанию-цель. В данном случае топ-менеджмент компании-инициатора в будущем надеется на получение определенных выгод от реализации сделки слияния и поглощения, однако, из-за отсутствия возможности достижения синергетического эффекта, в реальности создание добавленной стоимости объединенной компании очень сомнительно.

Существует мотив «Эмпайр-стейт-билдинг» («Empire-building» motive). Согласно ему инвестиции возникают из максимизации полезности менеджеров, которые хотят увеличить размер фирмы и количество сотрудников, находящихся под контролем.(Shleifer & Vishny, 1988). Согласно данной теории после такого рода сделок эффективность не повышается. Следовательно, эти инвестиции не обязательно приводят к максимизации акционерной стоимости. Аналогичным образом, согласно гипотезе свободного денежного потока (free cash flow hypothesis (Jensen, 1986)), менеджеры отдают предпочтение инвестировать свободные денежные средства в другие компании, которые не связанны с текущей операционной деятельностью вместо того, чтобы возвращать их инвесторам. Это делается в целях диверсификации рисков или в соответствии со стратегией компании-покупателя.

Существует «естественный мотив» совершения сделок слияния и поглощения. Если рассматривать сделки M&A как процесс «естественного отбора», в котором компании цели - это недооцененные фирмы, то ожидается положительное влияние на эффективность сделки (Morck и др., 1989). Чем выше недооцененность компании - цели, тем выше прибыль приобретающей фирмы. Поскольку издержки поглощения часто чрезвычайно высоки, то иногда утверждают, что сделка может быть выгодна только в случае сильной недооценки поглощаемой компании (Shleifer & Vishny, 1997).

Другим мотивом совершения сделки слияния и поглощения является попытка подорвать конкуренцию на товарных рынках (Kamien & Zang, 1990) или технологических рынках (Grimpe & Hussinger, 2008b) путем приобретения основных конкурентов. Кроме того, недавние теоретические и эмпирические исследования утверждают, что технологические шоки являются основным двигателем сделок M&A, которые перераспределяют активы в более эффективные фирмы (Jovanovic & Rousseau, 2008). M&A играют важную роль в либерализации торговли, где более производительные фирмы приобретают компании-цели с более низким уровнем производительности, которые страдают от возросшей конкуренции на внутреннем рынке (Breinlich, (2008)).

Мотивы для транснациональных сделок слияния и поглощения.

Трансграничные сделки M&A обычно инициированы различными факторами, отличными от национальных сделок слияния и поглощения. Эти факторы включают в себя рост за счет расширения рынка, использование более низких сырьевых и трудовых затрат, расширение технологии, бренда компании-цели, налоговый и валютный арбитраж, а также преимущества географической диверсификации. В то же время, эти сделки являются более сложными из-за дополнительных рисков, связанных с различиями в политической и экономической средах, корпоративной культуре, бухгалтерском учете, правовой среде и налоговых особенностей стран - приобретающей и приобретаемой компании (Sudarsanam (2003); Bruner (2004); DePamphilis (2012)). На первый взгляд, эта дополнительная сложность транснациональных сделок может привести к снижению эффективности сделок M&A, но это не всегда будет так. С точки зрения интеграции рынков капитала и растущей глобальной конкуренции, отказ от международной экспансии фирм могут иметь более высокие риски, чем риски, связанные с реализацией трансграничной сделки. Если бы трансграничные сделки M&A однозначно создавали реальные преимущества для акционеров приобретателя и целевых компаний, то данная тема не представляла бы особого интереса для исследователей из стран с развитым и развивающимся рынком капитала в течение длительного времени. К сожалению, до сих пор нет единого мнения относительно того, увеличивают ли трансграничные сделки слияния и поглощения стоимость фирмы.

Существует точка зрения, что сделки слияния и поглощения происходят исходя из политических взглядов. Некоторые исследователи (Shleifer & Summers (1998)) говорится о том, что сделки M&A зачастую совершаются ради того, чтобы отменить неявные контракты с профсоюзами или работниками.

Эмпирические данные о последствиях такого рода M&A неоднозначны. Харрис и др. (Harris et al. (2005)) сообщают о том, что повышение производительности труда, как минимум, происходит из-за сокращения численности работников. В работе Гуглер и Ятогли (Gugler & Yurtoglu (2004)) говорится о том, что в среднем, M&A сделки на развивающихся рынках приводят к сокращению численности рабочей силы в объединенной компании, в то время, как в США данная тенденция не прослеживается. Эти различия между странами проявляются в дальнейших исследованиях (McGuckin & Nguyen (2001), Conyon et al. (2002a), Amess et al. (2008)).

Доступ к иностранному рынку является одной из важных причин для совершения трансграничных сделок слияний и поглощений. Сделки M&A обеспечивают доступ к существующим продуктам, которые уже подходят и испытаны на внешнем рынке. Кроме того, появляется доступ к существующим сетям с клиентами и поставщиками (Gorg, 2000).

## .3 Эффективность сделок слияния и поглощения и детерминанты эффективности сделок на развивающихся рынках капитала: результаты наиболее поздних исследований

Многие исследователи доказали эффективность транснациональных сделок слияния эмпирически в своих работах. Для наглядности, покажем полученные результаты некоторых исследователей в виде таблицы в приложении 3.

Экономисты часто обсуждают, как лучше всего измерить эффективность сделки слияния и поглощения. Как правило, в большинстве исследований чаще всего используются четыре подхода для измерения эффективности M&A сделок: метод накопленной избыточной доходности, метод анализа финансовой отчетности, опросы руководителей и кейс-стади (Bruner, 2004).

Метод накопленной избыточной доходности (далее event study) используется в качестве способа измерения эффекта той или иной сделки на стоимость компании. М. Золло и Д. Мэйер (Zollo M. Meier D (2007)) подтвердили тот факт, что данный метод является самым распространенным среди специалистов. Основная идея метода заключается в расчете и анализе накопленной избыточной доходности вокруг окна события путем рассмотрения изменения доходности акции компании-покупателя. То есть наблюдают за реакцией рынка на объявление о предстоящей сделке M&A.

В соответствии с этим методом, M&A сделки создают (или уничтожают) стоимость фирмы, когда накопленная разница между фактической и нормальной доходностями положительна (отрицательна). Длина окна может быть от одного дня до и одного дня после объявления M & A до нескольких месяцев в течение короткого исследовательского горизонта. Длинный временной горизонт, как правило, основан на событийном окне как правило от 1-го года.

Преимуществом данного метода является его универсальность: метод накопленной избыточной доходности можно рассматривать как на долгосрочном, так и на краткосрочном временном горизонте из-за того, что имеется информация о ежедневном изменении котировок акций за любой временной промежуток.

Однако данный метод обладает и рядом недостатков, в частности тем, что должна выполняться предпосылка о том, что рынок должен быть эффективным. Также, в ходе оценки доходностей акций игнорируются некоторые макрофакторы (как политические(изменение законодательства), так и экономические (мировой финансовый кризис)), которые способны влиять на реакцию рынка. Более того, данный метод применим только для публичных компаний.

Данные фондового рынка убедительно указывают на то, что акционеры компании-цели получают значительную выгоду в трансграничных M&A сделках (указано в работе Wang, Hong, Kafouros, & Boateng, 2012). Доходность компании-покупателя иногда положительна, а иногда отрицательна или равна нулю (Danbolt, Maciver, (2012)). Исследования в основном основаны на анализе реакции рынка в краткосрочной перспективе. Это можно объяснить тем фактом, что расчет накопленной избыточной доходности на долгосрочном временном горизонте является сложной и не простой задачей. В результате, многие авторы указывают, что метод событий на долгосрочном временном горизонте имеют низкую силу (Kothari, Warner, 2007).

Основные детерминанты M&A сделок

В основном, в большинстве работ, исследующих эффективность сделок слияния и поглощения, используются такие детерминанты, как: способ оплаты сделки, размер сделки (или чаще относительный размер сделки), кризис 2008-2009 г. (данная переменная стала актуальна только в последние несколько лет), принадлежность к отрасли и другие.

Что касается международных сделок, то применимы почти все те же детерминанты, но с добавлением макрофакторов (например, процентное изменение обменного курса приобретающей страны по отношению к валюте страны в течение года приобретения, разница между корпоративной налоговой ставкой страны покупателя и страны-цели).

В работе будут рассмотрены детерминанты, влияющие только на эффективность международных сделок слияния и поглощения.

Согласно исследованию Бхагат и др (Bhagat et al (2011)), все теории, посвященные детерминантам эффективности транснациональных сделок можно разделить на классическую и неоклассическую теории.

Классические теории о детерминантах транснациональных сделок сосредоточены на диверсификации, операционной эффективности и рыночной силе (Bhagat et al (2011)). Неоклассическая литература была ориентирована на изменение прав акционеров и изменение корпоративного управления (La Porta (1997, 1998, 1999, 2000, 2002)). Согласно неоклассической теории, следует отдельно рассматривать ситуацию, когда компания-покупатель и компания-цель расположены в странах с одинаковой правовой системой, и нужно отдельно рассмотреть случай, когда правовая система стран, в которых расположены участники сделки, различны.

Классическая теория:

Более ранние исследования, посвященные детерминантам транснациональных сделок слияния и поглощения, базируются на исследованиях, посвященных национальным сделкам M&A. В теории существуют два типа таких детерминантов: создание стоимости и перемещение богатства.

Первоначально, ученые поднимали вопрос о создании стоимости акционеров в национальных сделках слияния и поглощения (Jensen and Ruback (1983) and Brickley, Jarrell and Netter (1991). Ниже приведены ключевые источники создания стоимости; они не являются ни исчерпывающими, ни взаимоисключающими:

Диверсификация компании. Это способ стабилизации и снижение рисков потока денежных средств. Эффективность данного мотива обсуждалась в следующих работах: Ивашковская И.В., Шамраева С.А., Григориади Е.Е (2009), Graham J.R., Lemmon M.L.,(2002), Villalonga B. (1999). Однако, некоторые исследователи пришли к выводу, что диверсификация не повышает эффективность сделки: Berger (1995), Comment R., Jarrel (1995), Lang L., Stulz R. (1994).

Экономия от масштабов. Существует экономия от масштаба у компании-покупателя и компании- цели, если они производят очень схожие товары или услуги. Компания - приобретатель (или цель) может также использовать свои технологии и торговую марку для целевой компании (или, соответственно компании - покупателя).

Относительный размер компании цели к размеру компании - покупателя: Данная детерминанта является самой распространенной среди всех работ, начиная с 20 века. В 1983 году Асквит, Брунер и Мюллинс (Asquith, Bruner and Mullins (1983)) в своей работе обнаружили положительную взаимосвязь между доходностью компании - покупателя и относительным размером компании - цели к поглощающей компании. Также данная детерминанта использовалась и в более поздних работах: Коли Р. Манн (2012), Дешпанд С. и др. (2012), Николсон Р.Р. и Салабер Дж. (2013) Дэн и Ян (2015).

Снижение налогового обязательства: Вполне возможно, что при определенных обстоятельствах, налоговое бремя объединенной компании будет меньше, чем сумма налоговых обязательств компании - цели и компании - покупателя, которые действуют независимо друг от друга. Иностранные приобретения могут увеличить внутренние налоговые доходы, даже если ставка налога на прибыль являются фиксированной. Причина заключается в том, что конкуренция между иностранными фирмами гарантирует, что все выгоды от приобретения, в том числе налоговые льготы, достаются внутреннему продавцу, который также платит налог на прирост капитала. Корпоративные налоги могут играть определенную роль в транснациональных сделках слияния и поглощения (Norback, Persson, and Vlachos (2009)).

Эффект от курса валюты: Георгопулос в 2009 году (Georgopoulos (2009)) в своем исследовании показал, что снижение курса валюты в стране компании-покупателя приводит к увеличению стоимости транснациональной сделки слияния и поглощения. Повышение курса национальной валюты может привести к сокращению денежных потоков, которые компания-покупатель приобретет при совершении сделки (DePamphilis, 2012).

Неоклассическая теория:

В ряде работ исследователя La Porta (1997, 1998, 1999, 2000, 2002) анализируется роль правовой системы страны. В данных работах поднимается вопрос о том, насколько хорошо законы в странах, в которых находятся компания-покупатель и компания-цель, защищают инвесторов. "La Porta и др. (1998) опирались на работы David and Brierley (1985) and Zweigert and Kotz (1987), которые постулировали то, что коммерческие правовые кодексы большинства стран основаны на четырех правовых традициях: англосаксонское право, французское гражданское право, немецкое гражданское право, и скандинавский закон. Считается, что в странах с одинаковой правовой системой, обеспечивается максимальная защита для инвесторов (La Porta и др., 1998).

Также, неоклассическая теория рассматривалась в более поздних исследованиях, например: Denis and McConnell (2003), Rossi and Volpin (2004), Bhagat et al (2011)).

Вывод по главе

В последнее время наблюдается как значительный рост сделок слияния и поглощения в целом, так и рост трансграничных сделок в частности. Наиболее активными отраслями являются отрасль технологий и фармацевтика.

Множественность мотивов для трансграничных сделок слияний и поглощений создает трудности для прогнозирования возможных последствий сделки. Некоторые сделки могут способствовать субсидированию национального производства, в то время как некоторые сделки способствуют сокращению внутренних инвестиций и занятости, в случае если они не связаны с заменой внутренней экспортной деятельности.

Существует несколько методов, позволяющих оценить эффективность сделки слияния и поглощения. В данной работе будет применен наиболее всеми принятый и часто используемый, а именно метод накопленной избыточной доходности.

Классические и неоклассические теории корпоративного приобретения были преимущественно рассмотрены для международных сделок слияния и поглощения. В данном исследовании будет комплексно оценена роль вышеуказанных теорий для сделок слияния и поглощения на странах с развивающимся рынком капитала.

# Глава 2. Гипотезы и модель исследования эффективности транснациональных и национальных сделок слияния и поглощения на развивающихся рынках капитала

## .1 Гипотезы исследования

Целью работы является сравнительный анализ транснациональных и национальных сделок слияния и поглощения, которые были инициированы странами с развивающимися рынками капитала.

В работе будут рассмотрены детерминанты, которые влияют на эффективность транснациональных сделок слияния и поглощения для стран с развивающимися рынками капитала. На основе анализа литературы ниже предложено тестирование двенадцати гипотез.

Гипотеза 1: Сделки слияния и поглощения на развивающихся рынках капитала не ведут к разрушению стоимости компании-покупателя (CAR > 0).

Согласно работам Markides, Ittner (1994), Moeller, Schlingemann (2004), в основном не было обнаружено разрушение стоимости для компаний-покупателей. Соответственно, мы предполагаем, что сделки слияния и поглощения способствуют созданию стоимости для акционеров.

Гипотеза 2: Избыточная доходность компаний-покупателей при транснациональных сделках слияния и поглощения выше, чем избыточная доходность при внутренних сделках. (CAR cross-border > CAR domestic).

Принимая во внимание существующие риски, предполагается, что если компания выйдет на международный рынок, то предоставляется возможность перенять опыт конкурентов, и появляется возможность получить доступ к специфическим технологиям, новой клиентской базе или бренду (Boot, 2003).

Гипотеза 3: Оплата транснациональной и национальной сделки денежными средствами положительно влияет на значение накопленной избыточной доходности компании-покупателя из стран с развивающимся рынком капитала.

Данная переменная является одной из самых распространенных детерминант при изучении эффективности сделок M&A.

Согласно теории асимметрии информации (Myers, Majluf, 1984), менеджеры компании-покупателя предпочитают оплату наличными средствами в том случае, когда считают, что акции компании недооценены. Это в свою очередь будет положительно влиять на значения накопленной избыточной доходности для сделок слияния и поглощения, которые инициированы компаниями из стран с развивающимся рынком капитала (Amihud et al.,1990; DeLong, 2001).

Гипотеза 4: Относительный размер транснациональной и национальной сделки слияния и поглощения положительно влияет на значение накопленной избыточной доходности компании-покупателя из стран с развивающимся рынком капитала.

В литературе существуют различные споры относительно того, как влияет относительный размер сделки на значение накопленной избыточной доходности (CAR). В данной работе будет предполагаться, что крупная сделка M&A дает компании-покупателю возможности для расширения деятельности, экономии на масштабе, и повышению конкурентоспособности путем захвата части рынка (Grullon G (2005).).

Гипотеза 5: Принадлежность к одинаковой отрасли компаний-участников транснациональной и национальной сделки слияния и поглощения положительно влияет на значение накопленной избыточной доходности компании-покупателя из стран с развивающимся рынком капитала.

Данная гипотеза означает, что существует возможная экономия от масштаба у компании - покупателя и компании- цели, так как они производят схожие товары или услуги (Ди Гиули (Di Giuli, 2007)).

Гипотеза 6: Совершение транснациональной и национальной сделки слияния и поглощения в период после мирового финансового кризиса 2008 - 2009 годов в меньшей степени влияет на значение накопленной избыточной доходности компании-покупателя из стран с развивающимся рынком капитала, чем в докризисный период.

Для того, чтобы проверить данную гипотезу, будет введена дамми переменная, которая принимает значение 1, если сделка была совершена до кризиса 2008 года, 0 - после 2009 года (Chikashi Tsuji, (2015))

Гипотеза 7: Процентное изменение обменного курса страны компании-покупателя по отношению к валюте страны компании-цели для международных сделок слияния и поглощения отрицательно влияет на значение накопленной избыточной доходности компании-покупателя из стран с развивающимся рынком капитала.

Данная гипотеза применима только для международных сделок и она указывает на то, что повышение курса национальной валюты может привести к сокращению денежных потоков, которые компания-покупатель приобретет при совершении сделки (DePamphilis, 2012).

Гипотеза 8: Разница между корпоративной налоговой ставкой страны покупателя и страны продавца положительно влияет на значение накопленной избыточной доходности компании-покупателя из стран с развивающимся рынком капитала.

Данная гипотеза применима только для международных сделок. При большой разнице между налоговой ставкой стран, в которых находятся компания-цель и компания-покупатель, подразумевается, что страна, в которой находится компания-покупатель обладает более высокой налоговой ставкой. Это говорит о том, что налоговое бремя объединенной компании будет меньше, чем сумма налоговых обязательств компании - цели и компании - покупателя, которые действуют независимо друг от друга. (Sudarsanam, 2003; Bruner, 2004; Norback, Persson, and Vlachos (2009), DePamphilis, 2012).

Гипотеза 9: Одинаковая правовая система стран, в которых находятся компания-цель и компания-покупатель, для международных сделок слияния и поглощения положительно влияет на значение накопленной избыточной доходности компании-покупателя из стран с развивающимся рынком капитала.

Данная гипотеза применима только для международных сделок. Считается, что в странах с одинаковой правовой системой обеспечивается максимальная защита для инвесторов и что такие сделки имеют самые устойчивые фондовые рынки и наиболее сильные структуры корпоративной собственности (La Porta и др., 1997, 1999, Bhagat et al (2011)).

Гипотеза 10: Свободный денежный поток фирмы-покупателя для транснациональных и национальных сделок слияния и поглощения отрицательно влияет на значение накопленной избыточной доходности компании-покупателя из стран с развивающимся рынком капитала.

Чаще всего получается отрицательная взаимосвязь между свободным денежным потоком фирмы-покупателя и накопленной избыточной доходностью. Это объясняется тем, что высокие уровни свободных денежных потоков не ограничивают управленческие полномочия менеджера и стимулируют их уничтожить стоимость фирмы (Boateng, A., Qian, W., Tianle, Y. (2008)).

Гипотеза 11: Высокий уровень развития страны, в которой функционирует компания-покупатель, для транснациональных и национальных сделок слияния и поглощения положительно влияет на значение накопленной избыточной доходности компании-покупателя из стран с развивающимся рынком капитала.

Для этого в работе будет присутствовать дамми переменная, которая отвечает за принадлежность страны к быстрорастущим странам. Предполагается, что быстрорастущие страны более эффективны, чем остальные страны с развивающимся рынком капитала.

Гипотеза 12: Принадлежность компании-покупателя к отрасли, связанной с внедрением новых технологий для транснациональных и национальных сделок слияния и поглощения положительно влияет на значение накопленной избыточной доходности компании-покупателя из стран с развивающимся рынком капитала.

Ожидается увидеть положительную взаимосвязь между данной переменной и CAR, так как в последнее время наблюдается активный рост сделок слияния и поглощения в данной отрасли.

Для того, чтобы протестировать вышеперечисленные гипотезы, была построена модель оценки краткосрочной накопленной избыточной доходности. Описание модели приведена ниже.

В литературе многие исследователи рассматривали долгосрочную избыточную доходность. Однако, почти во всех исследованиях была доказана незначимость данного показателя, в связи с чем в данной работе будет рассматриваться только краткосрочный эффект (до одного года).

## 2.2. Модель исследования.

Исследование включает два этапа. На первом этапе тестируются две первых гипотезы на основе метода накопленной избыточной доходности. На втором этапе рассматривается влияние детерминант и прокси переменных на эффективность сделок слияния поглощения (гипотезы 3-12).

Модель оценки избыточной доходности акций компаний - покупателей на коротком временном промежутке.

Для оценки избыточной доходности акции компании-покупателя существует несколько шагов:

. Определение окна события (event window) За «0» точку принято брать дату объявления сделки. Цель определения окна события - не упустить никаких эффектов на изменение цены акции за определенный временной промежуток. Стоит отметить, что «0» день для каждой фирмы различен, так как день объявления сделки совпадает далеко не всегда. В данной работе будут использовано окно наблюдения (-20;+20) дней, и оценочный период - (estimation period) (-120;-20) дней, так как согласно работам Ивашковской И.В. Шамраевой С.А.(2010), Campa J.M., Hernando I. (2004) на данном окне и периоде была доказана эффективность сделок слияния и поглощения.

. На втором шаге рассчитывается избыточная доходность, которая определяется как разность реальной доходности акции и ожидаемой для каждой отдельной компании в выборке. Расчеты производятся, как правило, на ежедневной основе:

 ,где

 - избыточная доходность;

 - реальная доходность акций;

 - нормальная доходность акций.

3.На третьем этапе рассчитывается среднее по выборке значение средней избыточной доходности (average abnormal return).

 ,где

- количество компаний в выборке.

. На последнем шаге рассчитывается накопленная средняя избыточная доходность.

,где

- накопленная средняя избыточная доходность (cumulative average abnormal returns);- количество дней до и после события.

Накопленная средняя избыточная доходность отражает весь средний эффект на событийное окно для всех компаний выборки в выбранный промежуток времени.

Есть несколько способов измерения значения «нормальной» доходности. В данной работе будет использована рыночная модель, так как данный метод является самым распространенным среди исследователей за последние 10 лет.

Рыночная модель (the market model method) (McKinlay, 1997):.

Значения нормальной доходности рассчитываются следующим образом:

, где

- коэффициент «бета» акции,

 - свободный член,- локальная рыночная доходность (рыночный индекс каждой исследуемой страны).

Для расчета фактической доходности чаще всего используются дневные данные. Выбранный период оценивания параметров модели (estimation period) чаще всего рассматривается как 100 дней (от 120 до 21 дней до объявления сделки). Параметры модели α и β оцениваются с помощью метода наименьших квадратов (OLS). Значение «нормальной» доходности рассчитывается, как:



Для начала, нужно проверить, что доходности акции подчиняются нормальному закону распределения и некоррелированы между собой.

Пакет для решения статистических задач Stata позволяет провести тест на нормальное распределение. Данный тест используется при любых объемах выборки. Значимый тест (p > 0,05) указывает на значимое отличие распределения переменной от нормального (значение p в данном случае обозначается как Prob>chi2). Соответственно при p < 0,05 мы принимаем нулевую гипотезу о том, что распределение переменной не отличается значимо от нормального распределения.

Далее рассчитаем t-статистику чтобы проверить, что выполняется гипотеза о том, что CAR>0. Более подробно написано в приложении 4.

На втором этапе исследования в рассматриваемую модель будут включены как факторы, рассмотренные в главе 1.

Модель, используемая в данной работе, выглядит следующим образом:

 (1)

Приведем описание переменных, используемых в модели:

Cash - Метод платежа. Дамми переменная: 1, если сделка финансируется за счет наличных, 2 - за счет акций, 0 - за счет акций и наличных. Данная переменная используется во всех эмпирических работах за последние 7 лет.

RelativeSize - Относительный размер сделки. Отношение размера сделки к рыночной стоимости компании-покупателя до приобретения. Данная переменная используется во многих работах (например: Asquith, Bruner and Mullins (1987), Bhagat et al (2011)), которые причисляют себя к классической школе. Используется классической школой.

Relatedness - Принадлежность к отрасли. Дамми переменная - 1, если отрасль компании покупателя не совпадает с отраслью компании-цели, 0 - другое. Данная переменная позволяет оценить эффект синергии, то есть позволит измерить эффект масштаба. Используется классической школой.

Сrisis - Кризис. Дамми переменная - 1, если событие произошло после кризиса, 0 - до. Используется почти во всех работах, написанных после кризиса.- Изменения валютных курсов. Процентное изменение обменного курса страны, в которой находится компания-покупатель по отношению к валюте страны, в которой находится компания-цель в течение года приобретения. Используется классической школой.

TaxDecrease - Налоговая разница. Разница между корпоративной налоговой ставкой страны покупателя и страны продавца на дату объявления. Используется классической школой.- Правовая система страны (согласно неоклассической теории). Дамми переменная: 1- правовая система стран покупателя и цели совпадает, 0 - нет. Воспользуемся современным делением на правовые системы, а именно:

) Романо-германская правовая семья (страны континентальной Европы, а также Латинской Америки, некоторые страны Африки и Азии);

) Англосаксонская правовая семья (Великобритания, США, Канада, Австралия, Новая Зеландия);

) Религиозно-правовые семьи (мусульманское право, иудейское право, индуистское право);

) Социалистическая семья (Китай, Вьетнам, КНДР, Куба);

) Семья обычного права (экваториальная Африка, Мадагаскар).- Свободный денежный поток фирмы-покупателя. Отношение свободного денежного потока (далее FCFF) покупателя к рыночной капитализации компании. Данный показатель, используется во всех работах начиная с 2008 года (например, в рабте Boateng, A., Qian, W., Tianle, Y. (2008), Bhagat et al (2011)). Чаще всего, получается отрицательная взаимосвязь между FCFF и CAR. Это объясняется тем, что высокие уровни свободных денежных потоков не ограничивают управленческие полномочия, что приводит к уничтожению стоимости фирмы.

Growth - Быстрорастущие страны. Дамми переменная, которая выделяет в выборке быстро растущие страны (1 - для быстрорастущих стран, 0 - другое).

Tehnology - Отрасль, связанная с внедрением новых технологий. Дамми переменная, которая выделяет в выборке отрасли, связанные с технологиями (1 - для технологических отраслей, 0 - другое). Как было описано в главе 1, в последнее время наблюдается активный рост сделок слияния и поглощения в данной отрасли. В связи с этим стоит рассмотреть влияние данной отрасли на эффективность сделок M&A для стран с развивающимся рынком капитала. В основном к данной отрасли относятся IT компании.

Вывод по главе

В данной работе в ходе сравнительного анализа транснациональных и национальных сделок слияния и поглощения, которые были инициированы странами с развивающимися рынками капитала было выдвинуто 12 гипотез и использован метод, позволяющий оценить избыточную доходность инвестора за один год, используя рыночную модель.

В работе рассмотрено 10 детерминант, влияющих на эффективность транснациональных сделок слияния и поглощения для стран с развивающимися рынками капитала.

В работе анализируются как факторы, использованные классической школой, так и неоклассической, с добавлением некоторых новых детерминант, которые исследовались в более поздних работах.

# Глава 3. Сравнительный анализ эффективности транснациональных и национальных сделок M&A на развивающихся рынках капитала

## .1 Критерии формирования и описание выборки

При формировании выборки сделок слияния и поглощения были использованы несколько баз данных. Информация о сделках слияния и поглощения компаний из стран с развивающимися рынками капитала бралась из баз данных VanDijk (Zephyr), в базе данных Bloomberg и в базе данных Thomson Reuters. Дополнительно использовался интернет - ресурс finam.ru и investing.com для поиска основных биржевых индексов каждой рассматриваемой страны.

К странам с формирующимся рынком капитала и к развивающимся странам относятся: Coдружество Независимых Государств (СНГ), страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны Азии, страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны Европы (иногда именуемые странами Центральной и Восточной Европы), Латинская Америка и Карибский бассейн (ЛАК), Ближний Восток, Северная Африка, Афганистан и Пакистан (БВСАП) и Африка к югу от Сахары (АЮС).

Основными критериями, которым отвечает выборка, являются:

Требования к сделке:

Рассматриваемый период: 01.01.2000 до 01.02.2016 года, за исключением кризиса, который начался в середине 2008 и закончился в середине 2009, так как в данный временной промежуток котировки подвергались изменениям в связи с внешними факторами, что не дает нам, в свою очередь, оценить эффективность самой сделки.

Как и в работе Чикаши Цуджи (Chikashi Tsuji (2015)), из выборки были исключены небольшие сделки, размер которых не превышал 5 миллионов долларов США. По мнению авторов, маленькие сделки не оказывают значительного влияния на эффективность и ими можно пренебречь.

Котировки рассматривались дневные, цены закрытия указаны в долларах США.

В сделке приобретался контрольный пакет акций, то есть 50% +1 акция, так как это дает право на управление финансовыми потоками компании-цели;

Требования к компаниям:

Компания-покупатель должна быть обязательно публичной.

Штаб-квартира компании-покупателя расположена в стране с развивающимся рынком капитала.

Из-за особой специфики, из рассмотрения были исключены компании финансового сектора.

Изначально в выборке было 518 сделок, из которых 115 сделок являлись транснациональными, 403 национальными.

После того, как были найдены все необходимые данные и исключены из рассмотрения сделки, у которых отсутствовали необходимые для проведения анализа параметры (по некоторым компаниям отсутствовали значения котировок за нужный временной промежуток, отсутствовали данные по относительному размеру сделки или нельзя было точно определить принадлежность к отрасли) итоговая выборка составила 389 компаний, из которых 79 сделок являлись транснациональными и 310 сделки были внутренними.

Распределение сделок по странам показано в приложении 5 и 6.

Из приложения 5 видно, что лидером по количеству сделок является Китай. Это может быть обусловлено размером экономики данной страны по отношению к другим развивающимся странам.

В приложении 6 показано, какие страны относятся к быстрорастущим и какое-количество сделок было совершено в период с 2000-2016 года.

Распределение сделок по годам показано в приложении 7.

Исходя из приложения 7 можно сделать вывод, что при заданных параметрах, количество сделок возросло после кризиса. До кризиса наблюдался сильный рост сделок слияния и поглощения и согласно классификации Липтона (Lipton, 2006), данный период приходится на «шестую волну» сделок слияния и поглощения.

3.2 Тестирование гипотез

В работе была проведена оценка эффективности сделок слияний и поглощений, инициированных компаниями из стран с развивающимися рынками капитала.

Значения накопленной избыточной доходности (CAAR), которые были получены отдельно для международных и отдельно для национальных сделок слияния и поглощения, представлены в таблице 1.

Таблица 1. Накопленная средняя избыточная доходность компаний-покупателей (CAAR) на коротком промежутке времени.

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Окно события, в днях | Транснациональные сделки M&A | Национальные сделки M&A | Международный эффект |
|  | CAAR, в % | t - стат./ Ур. знач. | CAAR, в % | t - стат. Ур. знач. | CAAR, в % | t - стат. Ур. знач. |
| -1; +1 | -0,9877 | 1,01 | 0,1012 | 1,32 | -1,0041 | -0,11 |
| -2; +2 | 0,0023 | 1,69 | 0,7678 | 1,83\* | 2,0389 | 1,16 |
| -3; +3 | 0,7568 | 2,95\*\*\* | 0,6908 | 2,01\*\*\* | 0,1275 | 1,91\*\* |
| -4; +4 | 0,8176 | 1,93\*\* | 0,7867 | 1,81\* | 0,9849 | 1,81\* |
| -5; +5 | 1,8739 | 1,83\* | -1,2308 | 1,42 | -0,3982 | 1,23 |
| -8;+8 | 2,3450 | 1,54 | -2,4598 | 0,09 | -2,1904 | -0,01 |
| -10; +10 | 0,8709 | -1,01 | -4,9862 | 1,21 | 0,2849 | 0,89 |
| -15;+15 | -1,154 | 0,98 | 2,0938 | 1,34 | -0,4928 | -0,90 |
| -20; +20 | -2,321 | -0,43 | 3,5893 | 0,05 | 4,2904 | 1,11 |

Примечание к таблице:

\*\*\* Результат значим на 1% уровне значимости;

\*\* Результат значим на 5% уровне значимости;

\* Результат значим на 10% уровне значимости;

Источник: расчеты автора

Как видно из таблицы 1 для международных сделок слияния и поглощения, инициированных странами с развивающимся рынком капитала на данной выборке семидневный (-3,+3), девятидневный (-4,+4) и одиннадцатидневный (-5,+5) эффекты от сделок M&A являются положительным и статистически значимым на 1%-ном, 5%-ти и 10%-ти уровнях значимости соответственно.

Для национальных сделок слияния и поглощения, инициированных странами с развивающимся рынком капитала на данной выборке пятидневный (-2,+2), семидневный (-3,+3), девятидневный (-4,+4) эффекты от сделок M&A являются положительным и статистически значимым на 10%-ти, 1%-ом и 5%-ти уровнях значимости соответственно.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что гипотеза 1, описанная в главе 2, не может быть отвергнута на 10%-ном, уровне значимости.

На следующем этапе исследования была изучена эффективность транснациональных сделок M&A. Было получено, что международные сделки слияния и поглощения на развивающихся рынках капитала эффективны на 10% уровне значимости. Далее был применен t-критерий для оценки разности между математическими ожиданиями с помощью суммарной дисперсии. Было получено, что на окне (-3;+3) международные сделки статистически более эффективные, чем национальные. Таким образом, гипотеза 2 для данного окна события не отвергается на 5% уровне значимости.

Далее протестируем модель (1), описанную в главе 2, а именно:

 (1)

Протестируем остатки модели на нормальность. Это необходимо для того, чтобы в модели была применима F и t-статистики. Тест Харке-Бера говорит о том, что нельзя применять F и t-статистики для модели (1) (приложение 8).

Так как для модели (1) нельзя сделать выводов, то разделим нашу выборку на 2 подвыборки: международные и внутренние сделки слияния и поглощения. Используем тест Чоу, где нулевая гипотеза о том, что лучше оценивать объединенную модель, отвергается.

Условно обозначим модель для выборки для международных сделок как модель 1, а модель для выборки национальных сделок как модель 2 (модели выглядят аналогично модели 1, одинаковое исследование проводилось по разным подвыборкам).

Проверим по отдельности распределение остатков у модели 1 и у модели 2 с помощью теста Харке-Бера. Результаты говорят о том, что:

для модели 1: мы не можем отвергнуть гипотезу о нормальном распределении остатков модели на уровне значимости 12%,

для модели 2 мы отвергаем гипотезу о нормальном распределении остатков. Это говорит о том, что для данной модели 2 нельзя применять F и t-статистики (все расчеты в приложении 9).

В связи с этим, далее в работе будут рассматриваться только транснациональные сделки слияния и поглощения (то есть модель 1).

Далее модель была проверена на наличие мультиколлинеарности. Для этого был использован VIF. После чего была проведена проверка на гетероскедастичность с помощью тестов Уайта и Глейзера (результаты в приложении 10 и 11).

Для итоговой модели для всех регрессоров значения VIF оказались меньше 3, что свидетельствует о том, что мультиколлинеарность отсутствует.

На 5% уровне значимости, гетероскедастичность не была выявлена.

Таким образом, проведем регрессионный анализ (полный анализ в приложение 12). Изобразим значимые детерминанты эффективности международных сделок слияния и поглощения в период с 2000 по 2016 гг в таблице 2.

Таблица 2. Выявление детерминант эффективности международных сделок слияния поглощения с 2000-2016 г. инициированных компаниями из развивающихся стран

|  |  |
| --- | --- |
| Название переменной | Значение коэффициента (t-статистика) |
| Cash | 1,649789 (1,80)\* |
| RelativeSize | 1,097689 (2,01) \*\*\* |
| Relatedness | -0,9415223 (-1,80) \* |
| ExchRate | -1,374978 ( -1,83)\* |
| Growth | 0,0235004 (1,88)\* |
| Tehnology | 0,0138717 (1,87) \* |

Примечание к таблице:

\*\*\* Результат значим на 1% уровне значимости;

\*\* Результат значим на 5% уровне значимости;

\* Результат значим на 10% уровне значимости;

Источник: расчеты автора

Модель обладает высокой объясняющей силой (коэффициент детерминации =42%).

Результаты, представленные в таблице 2, показали, что существует положительная взаимосвязь между показателем накопленной избыточной доходности и способом оплаты сделки (переменная Cash) на уровне значимости 10%.

Таким образом, гипотеза 3 не может быть отвергнута на 10% уровне значимости. Данные результаты совпадают с результатами Кэмпбелла и др., Годдара и др. (Campbell et al., 2001; Goddar et al., 2012).

Было выявлено, что относительный размер сделки (переменная RelativeSize) также оказывает положительный эффект на эффективность M&A. Осуществление достаточно крупных сделок позволяет захватить часть рынка, что в свою очередь повышает конкурентоспособность компании.

Таким образом, гипотеза 4 не может быть отвергнута на 1%-ном уровне значимости. К таким же результатам пришли Грулон и др. (Grullon G (2005).

Было доказано, что принадлежность к отрасли (переменная Relatedness) отрицательно влияет на эффективность сделок слияния и поглощения. Это означает, что существует возможная экономия от масштаба у компании - покупателя и компании- цели, так как они производят схожие товары или услуги.

Таким образом, гипотеза 5 не отвергается на 10% уровне значимости.

Процентное изменение обменного курса страны, в которой находится компания-покупатель по отношению к валюте страны, в которой находится компания-цель (ExchRate) отрицательно влияет на эффективность сделки. Это указывает на то, что повышение курса национальной валюты может привести к сокращению денежных потоков, которые компания-покупатель приобретет при совершении сделки.

Таким образом, гипотеза 7 не отвергается на 10% уровне значимости.

Также было получено, что переменная, отвечающая за принадлежность страны к быстрорастущим, (переменная Growth) также оказывает положительное влияния на CAR. Это говорит о том, что быстрорастущие страны более эффективны, чем остальные страны с развивающимся рынком капитала.

Таким образом, гипотеза 11 не отвергается на 10% уровне значимости.

Также было доказано, что отрасли, связанные с внедрением новых технологий (переменная Tehnology) положительно влияют на эффективность сделок M&A для стран с развивающимся рынком капитала.

Таким образом, гипотеза 12 не отвергается на 10% уровне значимости.

В ходе работы на эффективность сделок M&A не удалось выявить влияние следующих переменных: кризис 2008-2009 годов, налоговая разница, правовая система, свободный денежный поток страны-покупателя (гипотезы 6, 8,9 и 10).

Вывод по главе

В работе была доказана эффективность как транснациональных, так и национальных сделок слияния и поглощения. Также было доказано, что международные сделки эффективнее внутренних для стран с развивающимся рынком капитала.

На эффективность транснациональных сделок слияния и поглощения оказывают влияние следующие детерминанты: способ оплаты сделки; относительный размер сделки; принадлежность к отрасли компаний-участников сделки; процентное изменение обменного курса страны, в которой находится компания-покупатель по отношению к валюте страны, в которой находится компания-цель; переменная, отвечающая за принадлежность страны к быстрорастущим странам; принадлежность компании-покупателя к отрасли, связанной с внедрением новых технологий.

В ходе работы не удалось выявить значимого влияния на эффективность сделок M&A следующих переменных: кризис 2008-2009 годов, налоговая разница, правовая система, свободный денежный поток страны-покупателя

# Заключение

Работа посвящена сравнению эффективности транснациональных и национальных сделок слияния и поглощения на развивающихся рынках капитала. В работе были рассмотрены основные мотивы совершения транснациональных и национальных сделок слияния и поглощения, а также рассмотрены отдельно мотивы совершения международных сделок.

В исследовании был представлен сравнительный анализ эмпирических данных о тенденциях транснациональных и национальных сделок слияния и поглощения на основе последних данных, который показал, что в последнее время растет количество транснациональных и национальных сделок слияния и поглощения. В основном наблюдается рост числа сделок, инициированных развитыми странами.

В ходе работы были проанализированы основные детерминанты транснациональных сделок слияния и поглощения на основе имеющейся литературы. В ходе анализа было выявлено, что все детерминанты можно разделить на две больших категории: детерминанты, принадлежащие классической школе и детерминанты, принадлежащие неоклассической теории.

В результате эмпирического исследования эффективности сделок слияний и поглощений на выборке из 389 сделок, инициированных компаниями из стран с развивающимся рынком капитала в период с 2000 по начало 2016 г., была доказано, что сделки M&A положительно влияют на стоимость компаний-покупателей на краткосрочном временном горизонте. В ходе исследования были получены статистически значимые положительные значения накопленной избыточной доходности, а именно CAR = 0,7568 для международных сделок и CAR = 0,6908 для внутренних сделок. Также было доказано, что транснациональные сделки являются более эффективными, чем национальные на рассматриваемой выборке. Полученные результаты согласуются с выводами работ, построенными на данных компаний из развивающихся стран (Goddard et. al., 2012; Ma et al., 2012).

Были выявлены детерминанты эффективности международных сделок, которые включают: способ оплаты сделки; относительный размер сделки; принадлежность к отрасли компаний-участников сделки; процентное изменение обменного курса страны, в которой находится компания-покупатель по отношению к валюте страны, в которой находится компания-цель; переменная, отвечающая за принадлежность страны к быстрорастущим странам; принадлежность компании-покупателя к отрасли, связанной с внедрением новых технологий.

Данный анализ поможет менеджерам и совету директоров компаний в принятии обоснованных решений о росте компании при помощи совершения сделки слияний и поглощений.

В ходе работы была ограничена возможность более подробного анализа детерминантов сделок M&A, так как в открытых источниках отсутствует подробная информация о сделке. В связи с этим некоторые сделки пришлось исключить из рассмотрения.

Полученные в данном исследовании результаты частично заполняют нишу в исследовании эффективности международных сделок слияния и поглощения на развивающихся рынках на коротком временном горизонте.

Для дальнейшего направления исследования стоит рассмотреть: оценку эффективности сделок M&A на долгосрочном временном горизонте; опыт в сделках слияния и поглощения у компании-покупателя в динамике; инвестиционные возможности компании-покупателя.

# Список используемой литературы

1. Григорьева С.А., Троицкий П.В. Влияние слияний и поглощений на операционную эффективность компаний на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. 2012. № 3 (23). С. 31-43.

. Григорьева С.А., Фоменко Н.В. Детерминанты метода платежа в сделках слияний и поглощений на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. 2012. № 4 (24). С. 64-79.

. Ивашковская И.В., Шамраева С.А. Эффективность международных сделок слияний и поглощений компаний с развивающихся рынков капитала: эмпирический анализ // XI международ. науч. конф. по проблемам развития экономики и общества: в 3 кн. / отв. ред. Е.Г. Ясин. Кн. 3. М.: Изд. дом ВШЭ, 2011.

. Ивашковская И.В., Шамраева С.А., Григориади Е.Е. Эмпирический анализ эффективности корпоративной диверсификации на растущих рынках капитала на примере группы БРИК // Экономический журнал ВШЭ. 2009. Т. 13.№ 3. С. 360-382.

. Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитала) / Ивашковская И.В., Кокорева М.С. и др.; под науч. ред. И.В. Ивашковской. М.: ИНФРА-М, 2013 (Научная мысль).

. Магнус Я.Р., Катышев П.К., Пересецкий А.А. Эконометрика. Начальный курс. М.: Дело, 2007. Гл. 5, 6.

. Чиркова Е.В., Чувствина Е.В. Реакция рынка на объявление о приобретении компаний открытого и закрытого типов // Корпоративные финансы. 2011. № 3 (19). С. 30-43.

.Ahluwalia, M.S., and Little, I.M.D., 1998. India's economic reforms and development: Essays for Manmohan Singh, Oxford University Press.

. Andrade, G., Mitchell, M. and Stafford, E., New evidence and perspectives on mergers. Journal of Economic Perspectives 15, 103-120.

. Andre P., Kooli M., L'Her J.F. The Long-Run Performance of Mergers and Acquisitions: Evidence from the Canadian Stock Market // Financial Management. 2004. Vol. 33. No. 4. P. 27-43.

. Asquith, P., Bruner, R. F. and Mullins, Jr. D. W., 1983. The gains to bidding firms from merger. Journal of Financial Economics 11(1), 121-139.

. Baker & McKenzie’s, Cross-Border M&A Index Q4 2015.

. Barber B.M., Lyon J.D. Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics // Journal of Financial Economics. 1997. Vol. 43. No. 3. P. 341-372.

. Bertrand O., Betschinger M.A. Performance of Domestic and Cross-Border Acquisitions: Empirical Evidence from Russian Acquirers // Journal of Comparative Economics. 2012. Vol. 40. No. 3. P. 413-437.

. Berkovitch, E., Narayan, M.P. (1993), Motives for Takeovers: An Empirical Investigation, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 3(28) (1993) 347-362.

. Bhagat et al. Emerging Country Cross-Border Acquisitions: Characte-ristics, Acquirer Returns and Cross-Sectional Determinants // Emerging Markets Review. 2011. Vol. 12. No. 2. P. 250-271.

. Bradley, M., Desai, A., Kim, E.H. (1983), The Rationale Behind Interfirm Tender Offers:Information or Synergy?, Journal of Financial Economics, 2(11) (1983) 183-206.

18. Barusch, Ronald. "WSJ M&A 101: A Guide to Merger Agreements" <http://blogs.wsj.com/deals/2010/11/09/wsj-ma-101-a-guide-to-merger-agreements/>. WSJ Deal Journal. Retrieved 19 August 2013.

. Cakici N., Hessel C., Tandon K. Foreign Acquisitions in the United States: Effect on Shareholder Wealth of Foreign Acquiring Firms // Journal of Banking & Finance. 1996. Vol. 20. No. 2. С. 307-329.

. Campa J.M., Hernando I. Shareholder Value Creation in European M&As // European Financial Management. 2004. Vol. 10. No. 1. P. 47-81.

. Chang, S., 1998. Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns. Journal of Finance 53(2), 773-784.

. Chang, S.J. and Rosenzweig, P., 2001. The choice of entry mode in sequential foreign direct investment. Strategic Management Journal 22(8), 747-776.

. Chari, A., Ouimet, P. and Tesar, L. L., 2004. Coss-border mergers and acquisitions in emerging markets: The stock market valuation of corporate control. University of Michigan working paper.

. Conn R.L. et al. The Impact on UK Acquirers of Domestic, Cross-Border, Public and Private Acquisitions // Journal of Business Finance & Accounting. 2005. Vol. 32. No. 5-6. P. 815-870.

. Conn R.L., Connell F. International Mergers: Returns to US and British Firms //Journal of Business Finance & Accounting. 1990. Vol. 17. No. 5. P. 689-711.

. Damodaran, A. (2005), The Value of Synergy // New York University - Stern School of Business.

. Danbolt J. Target Company Cross-Border Effects in Acquisitions into the UK //European Financial Management. 2004. Vol. 10. No. 1. P. 83-108.

. Danbolt, J., Maciver G. (2012), Cross-border versus Domestic Acquisitions and the Impact on Shareholder Wealth, Journal of Business Finance & Accounting, 39(7, 8) (2012) 1028-1067.

. DePamphilis, D.M., 2005. Mergers, acquisitions, and other restructuring activities. Elsevier Academic: Burlington, MA.

. Deshpande S. et al. Analyst Coverage of Acquiring Firms and Value Creation in Cross-Border Acquisitions // Journal of Multinational Financial Management. 2012.Vol. 22. No. 5. P. 212-229.

. Deng, P., & Yang, M. (2015). Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation. International Business Review, 24, 157-172.

. Donohoe S.O. Shareholder Returns in Domestic and Cross-Border Acquisitions: Empirical Evidence from the UK in the Fifth Merger Wave. 2006.

33. Du M., Boateng A. Cross-border mergers & acquisitions by emerging market firms: A review and future direction //Proceedings in Finance and Risk Perspectives. - 2012.

. Du, M., & Boateng, A. (2015). State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms. International Business Review, forthcoming.

. Guest P.M., Bild M., Runsten M. The Effect of Takeovers on the Fundamental Value of Acquirers // Accounting and Business Research. 2010. Vol. 40. No. 4. С. 333-352.

. Fama E. Efficient Capital Markets: Review of Theory and Empirical Work. - Journal of Finance, 1970, vol. 25, p. 383-417;

. Fama E. Efficient Capital Markets II. - Journal of Finance, 1991, vol. 46, p. 1575-1617.

. Handbook of Corporate Finance. Vol. 1 / Eckbo E.B. Elsevier BV., 2007.

. Kohli R., Mann B.J.S. Analyzing Determinants of Value Creation in Domestic and Cross-Border Acquisitions in India // International Business Review. 2012. Vol. 21. No. 6. P. 998-1016.

. KPMG, Russian M&A Review 2015, (February 2016).

. KPMG, Cross-Border Deals Tracker - March 2016

. La Porta R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., 1997. Legal determinants of external finance. Journal of Finance 52,1131-1150.

. La Porta R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., 1998. Law and finance. Journal of Political Economy 106,1113-1155.

. La Porta R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., 1999. Corporate ownership around the world. Journal of Finance 54, 471-517.

. La Porta R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., 2000. Investor protection and corporate governance. Journal of Financial Economics 58, 3-28.

. La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2002), “Investor Protection and Corporate Valuation”, Journal of Finance 57:1147-1170

. Lowinski F., Schiereck D., Thomas T.W. The Effect of Cross-Border Acquisitions on Shareholder Wealth - Evidence from Switzerland // Review of Quantitative Finance and Accounting. 2004. Vol. 22. No. 4. P. 315-330.

. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A., 2006. What works in securities laws? Journal of Finance 61, 1-32.

. Lyon J., Barber B., Tsai C. Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns // Journal of Finance. 1999. Vol. 54. P. 165-201.

. Ma J., Pagan J., Chu Y. Abnormal Returns to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets // International Journal of Business. 2009. Vol. 14. No. 3.P. 236-250.

. MacKinlay A.C. Event Studies in Economics and Finance // Journal of Economic Literature. 1997. Vol. 35. No. 1. P. 13-39.

. Moeller S.B., Schlingemann F.P., Stulz R.M. Firm Size and the Gains from Acquisitions // Journal of Financial Economics. 2004. Vol. 73. No. 2. P. 201-228.

. Nicholson, R. R. and Salaber, J. (2013) The motives and performance of cross-border acquirers from emerging economies: Comparison between Chinese and Indian firms. International Business Review, 22 (6). pp. 963-980.

. Schweiger, D.M., and Very, P. (2003), Creating value through merger and acquisition integration, Advances in Mergers & Acquisitions, Volume 2, Emerald Group Publishing Limited, p.1-26.

. Shimizu K. et al. Theoretical Foundations of Cross-Border Mergers and Acquisitions: A Review of Current Research and Recommendations for the Future //Journal of International Management. 2004. Vol. 10. No. 3. P. 307-353.

. Stahl, G. K. & Voigt, A. (2008). Do cultural differences matter in mergers and acquisitions? A tentative model and meta-analytic examination. Organization Science, 19, 160-176.

. Tebourbi I. Bidder’s Shareholder Wealth Effects of Canadian Cross-Border and Domestic Acquisitions - The Role of Corporate Governance Differences. CEREG - Université Paris Dauphine. 2005.

58. Tsuji C. Recent International Evolution of the Cross-border M&A //Journal of Management and Strategy. - 2015. - Т. 6. - №. 2. - С. 1.

. United Nations Conference on Trade and Development. World Investments Report. 2012.

. Walker M.M. Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring-Firm Shareholder Wealth // Financial Management. Spring 2000. P. 53-66.

. Zhu P.C., Jog V. Impact on Target Firm Risk-Return Characteristics of Domestic and Cross-Border Mergers and Acquisitions in Emerging Markets // Emerging Markets Finance and Trade. 2012. Vol. 48. No. 4. С. 79-101.

. Zollo M., Meier D. Understanding the Performance of Corporate Acquisitions. Faculty & Research Working Paper. INSEAD. 2007.

. Zhu, H., Xia, J., & Makino, S. (2015). How do high-technology firms create value in international M&A? Integration, autonomy and cross-border contingencies. Journal of World Business, forthcoming.

64. Williams J., Liao <javascript:void(0);> A. The Search for Value: Cross-border Bank M&A in Emerging Markets, Vol.50, 2008, pp. 274-298

65. UNCNAD, Global Investment Trend Monitor (20 January, 2016)

# Приложения

Приложение 1

Количество транснациональных сделок слияния и поглощения за 2015 год.

Источник: Thomson Reuters, анализ КПМГ, расчеты автора.

Приложение 2

Самые активные отрасли, участвующие в сделках слияния и поглощения, по мнению респондентов, 2015 год в % респондентов, ответивших на опрос.



Источник: Анализ КПМГ, расчеты автора.

Приложение 3

Обзор исследований эффективности транснациональных сделок слияния и поглощения.

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Исследование | Период | Выборка | Длина окна события | Результаты |
| Ивашковская И.В. Шамраева С.А.(2010), | 2000-2008 | 68, BRIC | (-20, +20) | CAR = +0,0665% |
| Bhagat S. et al. (2011) | 1991-2008 | 698, BRICS, Малайзия, Мексика, Филиппины | (-1, +1), (-5,+5) | CAAR +0,0172, 0,0217 |
| Danbolt, Maciver, (2012) | 1980-2008 | 251, Великобритания | (-3,+3) | CAR = 10.1% |
| Moeller, Schlingemann (2004) | 1985-1995  | (383-национальные, 4047 -международные)Покупатель: США, Цель: Великобритания, Канада, Франция, Германия. | (-1;1) (скорректированная рыночная модель) | CAR = 0,307% для международных, CAR = 1,173% - для национальных. |
| Bhabra, Huang, (2013) | 1997-2007  | 135; Индия | (-1;1)  | CAR = 0,26% для международных, CAR = 1,23% - для национальных. |

Приложение 4

статистика для тестирования гипотезы о значимости накопленной избыточной доходности.

Рассчитаем t-статистику чтобы проверить, что выполняется гипотеза о том, что CAR>0:



(ЦПТ выполняется, T>>30)



Необходимое условие - отсутствие автокорреляции.

Диагностика наличия автокорреляции данных в пакете STATA используем статистику Дарбина - Уотсона - estat dwatson.

Если условие выполняется, то оценка дисперсии AR, полученная в любой день событийного окна, будет одинаковая:



В этом случае оценка стандартного отклонения накопленной средней избыточной доходности примет вид:



Приложение 5

Распределение сделок слияния и поглощения по странам за период 2000-2016 г.

|  |  |
| --- | --- |
| Название страны | Кол-во наблюдений |
| Бразилия | 24 |
| Египет | 4 |
| Израиль | 10 |
| Индия | 22 |
| Индонезия | 5 |
| Казахстан | 2 |
| Кения | 1 |
| Кипр | 1 |
| Китай | 162 |
| Малазия | 36 |
| Мексика | 3 |
| Россия | 29 |
| Сингапур | 1 |
| Словения | 1 |
| Тайвань | 17 |
| Тайланд | 16 |
| Турция | 5 |
| Филиппины | 7 |
| Чехия | 1 |
| Чили | 4 |
| Шри Ланка | 1 |
| Южная Африка | 13 |
| Южная Корея | 23 |
| Ямайка | 1 |
| Всего | 389 |

Приложение 6

Распределение сделок слияния и поглощения по быстрорастущим странам за период 2000-2016 г.

|  |  |
| --- | --- |
| Название страны | Количество наблюдений |
| Индия | 22 |
| Кения | 1 |
| Китай | 162 |
| Малайзия | 36 |
| Таиланд | 16 |
| Филлипины | 7 |
| Итого | 244 |

Приложение 7

Распределение сделок слияния и поглощения за период 2000-2016 г.

|  |  |
| --- | --- |
| Год | Кол-во наблюдений |
| 2000 | 3 |
| 2001 | 7 |
| 2002 | 14 |
| 2003 | 15 |
| 2004 | 11 |
| 2005 | 17 |
| 2006 | 19 |
| 2007 | 44 |
| 2008 | 12 |
| 2009 | 23 |
| 2010 | 47 |
| 2011 | 47 |
| 2012 | 37 |
| 2013 | 36 |
| 2014 | 27 |
| 2015 | 28 |
| 2016 | 2 |
| Всего | 389 |

Приложение 8

Проверка остатков на нормальность распределения.

 Skewness/Kurtosis tests for Normality

 ------- Joint ------

 Variable | Obs Pr(Skewness) Pr(Kurtosis) adj chi2(2) Prob>chi2

-------------+---------------------------------------------------------------

MyResiduals | 389 0.0000 0.0000 . 0.0000

Приложение 9

Проверка остатков на нормальность распределения.

 Skewness/Kurtosis tests for Normality

 ------- Joint ------

 Variable | Obs Pr(Skewness) Pr(Kurtosis) adj chi2(2) Prob>chi2

-------------+---------------------------------------------------------------

Model 1 | 79 0.9115 0.0445 4.19 0.1228

Model 2 | 310 0.0015 0.0001 10.15 0.0012

Комментарий:

Условно обознаим выборку для международных сделок как модель 1, а для национальных сделок как модель 2.

Приложение 10

Проверка переменных модели на мультиколлинеарность.

Переменная| VIF 1/VIF

------------+----------------------

 Cash | 2.52 0.397435| 2.43 0.412397

Relatedness | 1.21 0.823679

 Сrisis | 1.19 0.839469

 ExchRate | 1.19 0.842901

TaxDecrease | 1.13 0.887614

LegalSystem | 1.09 0.918036

 AcqFCFF | 1.09 0.920012

 Growth | 1.08 0.921760

 Tehnology | 1.08 0.926192

------------+----------------------

 Mean VIF | 1.40

Приложение 11

Проверка переменных модели на гетероскедастичность.

White's test for Ho: homoskedasticityHa: unrestricted heteroskedasticity2(79) = 99.62

Prob > chi2 = 0.1495

Приложение 12

Итоговая регрессия по международным сделкам слияния и поглощения с 2000-2016 г.

 Source | SS df MS Number of obs = 79

------------+------------------------------ F( 6, 72) = 11.15

 Model | 1273.31669 6 212.219448 Prob > F = 0.0000

 Residual | 1769.9228 72 24.5822611 R-squared = 0.4184

------------+------------------------------ Adj R-squared = 0.3809

 Total | 3043.23949 78 39.0158991 Root MSE = 4.3625

-----------------------------------------------------------------------------

 Ri | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]

------------+----------------------------------------------------------------

 Cash | 1.649789 .9178496 1.80 0.076 -.1728785 3.472456| 1.097689 .547415 2.01 0.048 .0106313 2.184747

Relatedness | -.9415223 .5218851 -1.80 0.074 -1.977883 .094838

 Tehnology | .0138717 .0082424 1.88 0.096 -.002496 .0302395

 Growth | .0235004 .0125382 1.87 0.064 -.0013945 .0483953

 ExchRate | -1.374978 .749411 -1.83 0.070 -2.863159 .1132041

|  |
| --- |
| [Вернуться в библиотеку по экономике и праву: учебники, дипломы, диссертации](http://учебники.информ2000.рф/index.shtml)[Рерайт текстов и уникализация 90 %](http://учебники.информ2000.рф/rerait-diplom.shtml)[Написание по заказу контрольных, дипломов, диссертаций. . .](http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml) |