

Экономический журнал ВШЭ. 2015. Т. 19. № 2. С. 199–217.  
*HSE Economic Journal*, 2015, vol. 19, no 2, pp. 199–217.

## Оценка эффективности сделок слияний и поглощений на развитых рынках капитала Западной Европы

Абузов Р.М., Григорьева С.А.

Исследование эффективности сделок слияний и поглощений является одним из ключевых направлений в области корпоративных финансов. В отличие от предыдущих работ по данной тематике, мы исследуем эффективность сделок слияний и поглощений с помощью метода, основанного на модели экономической прибыли (*economic profit*), и сравниваем результаты с выводами, полученными на базе одного из традиционных методов оценки эффективности сделок слияний и поглощений – метода анализа финансовой отчетности (*accounting studies*). Использование в качестве индикатора эффективности сделок показателя экономической прибыли позволяет нам, по сравнению с существующими исследованиями, судить об изменении стоимости европейских компаний в результате сделок слияний и поглощений в долгосрочной перспективе. Исследование построено на выборке, включающей 153 сделки, инициаторами которых выступили компании развитых стран Западной Европы. Анализируя один из наиболее поздних временных периодов, 2000–2011 гг., мы доказываем, что сделки слияний и поглощений способствуют росту эффективности компаний из развитых европейских стран. Мы обнаружили положительную, статистически значимую разницу в скорректированных на отраслевую динамику показателях EBITDA/Sales (3,3%), и EBITDA/BV Assets (3,1%) до и после завершения сделок. Анализ, построенный на сравнении показателей экономической прибыли, выявил схожие результаты. Экономическая прибыль вследствие сделок слияний и поглощений увеличилась в среднем на 7,5 млн долл. Полученные результаты свидетельствуют о том, что за рассмотренный промежуток времени бизнес на развитых рынках капитала Западной Европы способен добиваться запланированных эффектов синергии и успешно интегрироваться после сделок слияний и поглощений, создавая стоимость и улучшая характеристики операционной деятельности участвующих компаний.

---

**Абузов Рустам Мухаматнурович** – выпускник магистерской программы «Стратегическое управление финансами фирмы» НИУ ВШЭ. E-mail: rmabuzov@gmail.com

**Григорьева Светлана Александровна** – к.э.н., научный сотрудник, научно-учебная лаборатория корпоративных финансов НИУ ВШЭ. E-mail: svetlanaagrigorieva@gmail.com

Статья получена: январь 2015 г./ Статья принята: апрель 2015 г.

**Ключевые слова:** эффективность сделок слияний и поглощений; экономическая прибыль; метод анализа финансовой отчетности; сделки слияний и поглощений; развитые рынки капитала; создание стоимости.

## Введение

Влияние сделок слияний и поглощений на эффективность деятельности компаний продолжает активно обсуждаться в академической финансово-экономической литературе. Способствуют ли сделки слияний и поглощений реальному достижению запланированных синергетических эффектов или являются лишь удобным способом для менеджмента по расширению и укреплению своих позиций? В имеющихся эмпирических исследованиях выявляются противоположные точки зрения о влиянии слияний и поглощений на стоимость компаний. Большинство существующих работ основаны либо на изучении краткосрочной реакции фондового рынка на объявления о слияниях и поглощениях (*event study analysis*), либо на сравнении показателей компаний, основанных на финансовой отчетности, за определенный период до и после завершения сделки, как правило, более 3 лет (*accounting studies*). Таким образом, полученные в данных работах результаты позволяют судить о создании или разрушении стоимости компаний в результате сделок слияний и поглощений на краткосрочном временном горизонте и изменении операционной эффективности деятельности компаний вследствие слияний и поглощений в долгосрочном периоде, но не позволяют ответить на вопрос о влиянии сделок слияний и поглощений на стоимость компаний в долгосрочной перспективе. Показатели эффективности, основанные на данных финансовой отчетности, игнорируют затраты компании на капитал и не позволяют судить о достижении главной цели деятельности любой фирмы – увеличении ее стоимости. Кроме того, данные финансовой отчетности поддаются манипуляциям и могут не отражать реальное финансовое состояние компании. На прибыль объединенной компании влияет также и множество других факторов: способ финансирования сделки, метод учета объединения компаний (покупки или пула интересов) и другие. Поэтому в качестве альтернативного показателя, учитывающего указанные выше недостатки, в данном исследовании предлагается использовать показатель экономической прибыли (*economic profit, EP*). Данный показатель позволяет оценить способности компании генерировать с помощью своей операционной деятельности доходность, превышающую затраты на привлечение капитала. Экономическая прибыль является особенно перспективной при анализе сделок слияний и поглощений, так как, с одной стороны, дает возможность учесть изменения в операционной эффективности, что отражается в уровне доходности инвестированного капитала. С другой стороны, показатель экономической прибыли позволяет установить и финансовую эффективность, достигаемую за счет изменения уровня инвестиционных рисков, изменения стоимости привлечения средств, получения доступа к новым рынкам капитала – через изменение средневзвешенных затрат на капитал.

В отличие от существующих академических работ, мы исследуем эффективность слияний и поглощений, инициированных компаниями из стран Западной Европы, посредством метода, основанного на модели экономической прибыли, а также метода анализа финансовой отчетности для получения целостной картины об эффективности проведенных сделок слияний и поглощений.

Статья структурирована следующим образом. В первую очередь мы приводим анализ результатов существующих исследований, изучающих эффективность сделок слияний и поглощений. Далее мы представляем описание модели исследования, формулируем гипотезы для тестирования на развитых рынках Западной Европы и показываем критерии формирования выборки исследования. В конце приводим основные результаты и обсуждаем возможные направления для дальнейшего научного поиска.

### Обзор исследований эффективности сделок слияний и поглощений

В данном разделе мы приведем анализ результатов исследований согласно наиболее распространенным методам оценки эффективности сделок слияний и поглощений. Особое внимание уделим работам, исследующим влияние слияний и поглощений на стоимость компаний, на основе моделей экономической прибыли.

Как было показано выше, исследования эффективности сделок на рынке корпоративного контроля можно условно разделить на три группы в соответствии с используемыми методами оценки эффективности. Исторически первой группой являются работы, основанные на **методе событий** (*event study*). Идея данного метода заключается в изучении изменения доходности акций компании вокруг определенного события, в нашем случае – объявлении о сделке слияния/поглощения, в течение, как правило, короткого периода времени (до 1 года). Из эмпирических исследований, построенных на данном методе, следует, что для компаний-целей слияния и поглощения практически всегда несут рост эффективности, выражаемый положительной накопленной избыточной доходностью [Schwert, 1996; Maquieira et al., 1998; Eckbo, Thorburn, 2000; Goergen, Renneboog, 2004; Campa, Hernando, 2004; Kiyamaz, Baker, 2008, Grigorieva, Petrunina, 2013]. В то же время для компаний-покупателей эффект не однозначный: есть исследования, обнаружившие как отрицательный, так и положительный эффекты, а также отсутствие эффекта как такового [Loderer, Martin, 1990; Walker, 2000; Moeller et al., 2005, 2007; Hackbarth, Morellec, 2008; Hamza, 2009; Papadakis, Thanos, 2010; Akben-Selcuk et al., 2011; Chang, Tsai, 2013]. Исследователи дают некоторые объяснения получаемым результатам. Ролл [Roll, 1986] комментирует отрицательную доходность для акционеров компаний-покупателей частой «переplatой» за приобретение, другими словами, происходит перераспределение части благосостояния от акционеров компании-покупателя к акционерам компании-цели. Джованович и Брагинский [Jovanovic, Braguinsky, 2004] объясняют отрицательную доходность тем, что фирмы прибегают к приобретению других компаний только тогда, когда исчерпаны возможности внутреннего роста и требуются внешние драйверы, что рынок закономерно рассматривает как отрицательный сигнал и реагирует соответствующим образом.

Следующим распространенным методом оценки эффективности сделок слияний и поглощений является **метод анализа финансовой отчетности** (*accounting studies*). Данный метод и метод событий используются практически в одинаковых пропорциях при проведении эмпирических исследований [Sethi, Krishmakumar, 2010]. Сравнивая операционные показатели деятельности компаний-участников сделок<sup>1</sup> до и после заверше-

<sup>1</sup> Операционная эффективность традиционно измеряется через показатели бухгалтерской отчетности компании, такие как: ROA (доходность активов), ROE (доходность собственного капита-

ния трансакций, исследователи также не пришли к однозначным результатам. Исследования, использующие в качестве финансовых показателей компаний показатели, основанные на денежных потоках (операционный денежный поток к рыночной или балансовой стоимости активов, или выручке, OCF/MV Assets, OCF/BV Assets, OCF/Sales), как правило, свидетельствуют об улучшении операционной эффективности компаний в результате сделок слияний и поглощений [Healy et al., 1992; Switzer, 1996; Sharma, Ho, 2002; Powell, Stark, 2005; Devos et al., 2009]. В то время как исследования, базирующиеся на показателях, основанных на прибыли и доходности компаний (доходность активов, собственного капитала, рентабельность продаж, ROA, ROE, ROS), доказывают ее снижение вследствие сделок [Yeh, Hoshino, 2001; Sharma, Ho, 2002; Tsung-Ming, Hoshino, 2000; Papadakis, Thanos, 2010; Akben-Selcuk et al., 2011]. Это, возможно, свидетельствует о том, что правила ведения бухгалтерского учета в компаниях могут искажать показатели эффективности и вести к отрицательной оценке слияний и поглощений. Причинами расхождения результатов эмпирических исследований также могут быть различия в экономической ситуации стран компаний-участников сделки, особенностях ведения бухгалтерского и налогового учета в разных странах, размере изучаемой выборки, во временном периоде исследования, выбранных финансовых показателей и применяемой методологии исследования [Sudarsanam, 2003; Bruner, 2004].

Результаты наиболее поздних и важных эмпирических исследований, изучающих реакцию фондового рынка и операционную эффективность компаний вследствие сделок слияний и поглощений, а также обсуждение полученных авторами выводов, представлены в работе Григорьевой, Петруниной [Grigorieva, Petrunina, 2013].

Возникновение следующей группы работ связано с распространением **стоимостного подхода** к управлению компанией, в соответствии с которым об эффективности деятельности фирмы можно судить по ее способности создавать стоимость для своих ключевых стейкхолдеров – акционеров. Для оценки эффективности сделок слияний и поглощений авторы используют такие модели, как модель экономической прибыли (*economic profit, EP*), модель экономической добавленной стоимости (*economic value added, EVA<sup>TM</sup>*) и модель остаточной прибыли (*residual income valuation model, RIV*). Краткий обзор существующих работ представлен в табл. 1.

Как видно из табл. 1, исследования охватывают лишь компании из США, Великобритании, Японии, Индии и пула развивающихся стран. Рассмотрим более подробно наиболее интересные с нашей точки зрения работы.

Основной задачей работы Сиrowера и др. была разработка методологии, позволяющей прогнозировать и оценивать операционную эффективность компаний после совершения сделки слияния/поглощения [Sirower et al., 1998]. Методология, предлагаемая в данном исследовании, основана на логике расчета показателя экономической добавленной стоимости (EVA) и предполагает включение в анализ рыночной стоимости компаний-участников сделки за несколько дней до объявления о слиянии/поглощении и уплаченной премии при приобретении. Исследование позволяет также ответить на вопрос о способности фондового рынка правильно предсказывать эффективность сделок слияний

---

ла), EBITDA/Sales, EBITDA/BV Assets (прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации к выручке или балансовой стоимости активов), OCF/BV Assets, OCF/MV Assets (операционный денежный поток к балансовой или рыночной стоимости активов), OCF/Sales (операционный денежный поток к выручке).

и поглощений. Рассчитав значения накопленной избыточной доходности на краткосрочном (5 дней до и после объявления о сделке) и долгосрочном, пятилетнем, временном периоде, а также оценив приведенную стоимость будущих EVA, авторы констатировали, во-первых, наличие высокой корреляции между показателями доходности двух изучаемых периодов времени, во-вторых, отрицательную зависимость избыточных доходностей компаний от размера уплаченной премии при приобретении и, в-третьих, высокую корреляцию между значениями краткосрочной избыточной доходности и приведенной стоимостью будущих EVA (0,68) и между избыточной доходностью в долгосрочном периоде и приведенной стоимостью будущих EVA (0,7). Таким образом, проведенное исследование показывает, что реакция фондового рынка несет в себе важную информацию, которая доступна совету директоров компаний после объявления о сделках слияний и поглощений, а предложенная методология является важным инструментом для планирования сделок, оценки их эффективности после завершения и позволяет также, как показывают авторы, выстраивать эффективную систему вознаграждения менеджмента.

Таблица 1.

**Эмпирические исследования эффективности сделок слияний и поглощений  
на основе стоимостного подхода**

Авторы	Выборка	Методы	Результаты
Сиронер, О'Бирн, [Sirower, O'Byrne, 1998]	41 сделка, США (1979–1990)	метод событий; сравнение фактических значений EVA с рыночной стоимостью компаний-участников слияний и поглощений до сделки с учетом уплаченной премии	преобладание сделок, показывающих снижение EVA после сделок; высокая корреляция между значениями краткосрочной избыточной доходности и приведенной стоимостью будущих EVA
Юк [Yook, 2004]	75 сделок, США (1989–1993)	сравнение значений EVA до и после сделок	снижение показателя EVA после сделок
Гест и др. [Guest et al., 2010]	303 сделки, Великобритания (1985–1996)	метод событий; метод анализа финансовой отчетности (ROE); сравнение остаточной прибыли (RIV) до и после сделок слияний и поглощений	отрицательная реакция фондового рынка; рост показателя ROE после сделок; отрицательное, но статистически незначимое влияние сделок на фундаментальную стоимость компаний
Сингх и др. [Singh et al., 2012]	17 сделок, Индия (2005–2008)	сравнение значений EVA, ROCE (доходность инвестированного капитала) и EPS по компаниям	снижение показателей EVA, ROCE и EPS вследствие сделок
Кан, Оно [Kan, Ohno, 2012]	13 крупнейших банков Японии, участвовавших в сделках (1989–2008)	анализ показателя EVA на выбранном временном периоде	не все сделки способствовали росту показателя EVA

Окончание табл. 1.

Авторы	Выборка	Методы	Результаты
Григорьева, Петрунина [Grigorieva, Petrunina, 2013]	80 сделок, развивающиеся рынки капитала (2002–2009)	метод анализа финансовой отчетности (EBITDA/Sales); сравнение показателя экономической прибыли до и после сделок слияний и поглощений; метод событий	значимое снижение операционной эффективности (EBITDA/Sales) и значений экономической прибыли вследствие сделок; положительная реакция рынка на сделки для компаний-целей
Липса, Мишра [Leepsa, Mishra, 2013]	29 сделок в производственном секторе Индии (2003–2004; 2006–2007)	сравнение значений EVA до и после сделок слияний и поглощений	незначимое ухудшение значений EVA вследствие сделок слияний и поглощений

Целями работы Юка [Yook, 2000], построенной на анализе 75 приобретений в период с 1989 по 1993 гг. на рынке США, была оценка эффективности и выявление факторов эффективности сделок слияний и поглощений на основе показателя экономической добавленной стоимости (EVA), а также оценка влияния размера уплаченной премии при приобретении на эффект от слияний и поглощений. В исследовании изучались наиболее крупные сделки, при этом требовалось, чтобы компания участвовала только в одной такой сделке за пятилетний период. При расчете показателя экономической добавленной стоимости (EVA) была использована база данных Stern Stewart Performance 1000. Исследуя десятилетний период, включающий 5 лет до и после завершения сделки, Юк констатировал разрушение стоимости компаний-участников сделок в результате слияний и поглощений, о чем свидетельствовало снижение показателя EVA. Медианное значение EVA за пятилетний период до сделки составляло –3 млн долл., в то время как значение показателя после совершения сделки оказалось равным –27 млн долл. Однако после введения корректировки на движение отрасли разрушение стоимости оказалось небольшим. Значение показателей изменилось с 6 млн долл. до 3 млн долл. Компании-покупатели при совершении сделок, как правило, уплачивают значительные премии за компании-цели, поэтому показатель EVA может быть недооценен. Для проверки данной гипотезы Юк очистил показатель EVA от уплаченной премии и обнаружил небольшой рост показателя в результате совершения сделок. В ходе исследования было также обнаружено, что в случае поглощений показатель EVA выше, чем в случае слияний компаний, но данное различие исчезает при включении в расчеты премий, уплаченных при приобретении. Существующие утверждения о том, что выгоды от слияний и поглощений выше в случае оплаты сделок денежными средствами, и в случае приобретения компаний в связанных отраслях, не нашли своего подтверждения.

В отличие от Юка, Гест и др. [Guest et al., 2010] для оценки эффективности сделок слияний и поглощений в Великобритании в период с 1985 по 1996 гг. использовали метод событий, метод анализа финансовой отчетности на основе доходности собственного капитала (ROE), и метод остаточной стоимости (*residual income valuation method, RIV*), состоящий в сравнении фундаментальной стоимости компаний до и после завершения

сделки. Изучив 303 слияния и поглощения, авторы обнаружили отрицательную реакцию рынка на объявления о сделках слияний и поглощений, рост показателя ROE и отрицательное, но статистически незначимое влияние сделок на фундаментальную стоимость компаний.

В работе Сингха и др. [Singh et al., 2012] эффективность сделок оценивается на основе изменений бухгалтерских показателей и экономической добавленной стоимости (EVA) компаний до и после завершения слияний и поглощений. Анализируя выборку из 17 сделок, инициированных компаниями из Индии, в период с 2005 по 2008 гг. авторы констатируют снижение показателей EVA, ROCE (доходность инвестированного капитала) и EPS (прибыль на акцию) после проведения сделок слияний и поглощений.

На основе рассмотренных исследований можно сделать вывод о том, что в некоторых случаях анализ, построенный на основе моделей экономической прибыли, указывал на разрушение стоимости в результате сделок слияний и поглощений, в то время как анализ на основе традиционных бухгалтерских показателей доказывал эффективность слияний и поглощений. В большинстве рассмотренных работ использовалось сразу несколько методов для оценки успешности сделок слияний и поглощений. Применение различных методов исследования на одной выборке позволяет помимо оценки эффективности выявить взаимоотношения между получаемыми результатами и сопоставить их. Расчет ряда показателей дает возможность получить более полное представление об анализируемой сделке, рассмотреть эффективность исходя из разных ее аспектов, разных точек зрения на результативность объединений бизнесов. Сетхи и Кришнакумар [Sethi, Krishnakumar, 2012] считают, что использование того или иного метода оценки эффективности сделок слияний и поглощений зависит от анализируемого рынка капитала. Авторы отмечают, что методы, используемые на развитых рынках, могут давать ошибочные результаты на развивающихся рынках. В то же время разные методы могут быть нацелены на выявление одних эффектов, не учитывая ряд других. К примеру, метод событий, учитывая изменение рыночных цен акций компаний, игнорирует остальные аспекты сделок, относящиеся к важным измерениям деятельности компании. Таким образом, на основании вышесказанного, можно сделать вывод о том, что использование сразу нескольких методов оценки эффективности сделок позволит с большей точностью провести исследование.

В данной работе мы дополняем существующие исследования по нескольким направлениям. Во-первых, мы изучаем эффективность сделок на основе модели экономической прибыли и сравниваем результаты с выводами, полученными на основе метода анализа финансовой отчетности, в рамках которого изучаем показатели, основанные на денежных потоках, а не прибыли. Во-вторых, мы строим исследование на выборке компаний из стран Западной Европы. В работах, посвященных изучению эффективности сделок слияний и поглощений на данных рынках, использовались, прежде всего, метод событий и метод анализа финансовой отчетности. В-третьих, мы изучаем наиболее поздний временной период из рассмотренных ранее в предыдущих исследованиях.

### **Гипотезы и методология исследования**

Исследование эффективности сделок слияний и поглощений включает в себя три этапа. Во-первых, оценивается операционная эффективность сделок с использованием

метода анализа финансовой отчетности (*accounting studies*) Во-вторых, изучается влияние сделок слияний и поглощений на стоимость компаний в долгосрочном периоде на основе модели экономической прибыли (*economic profit, EP*). В-третьих, анализируется влияние финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг.

Для измерения операционной эффективности сделок слияний и поглощений использовались следующие показатели:

- EBITDA/Sales – отношение прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации к выручке компании;
- (EBITDA – ΔWC)/Sales – отношение разницы прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации и изменения в рабочем капитале к выручке компании;
- EBITDA/BVA – отношение прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации к балансовой стоимости активов компании;
- (EBITDA – ΔWC)/BVA – отношение разницы прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации и изменения в рабочем капитале к балансовой стоимости активов компании.

EBITDA и (EBITDA – ΔWC) были выбраны в качестве прокси-показателя операционного денежного потока<sup>2</sup>, что применяется в большинстве исследований на развитых рынках капитала [Healy et al., 1992; Switzer, 1996; Ghosh, 2001]. В отличие от чистой прибыли данные показатели не зависят от метода учета приобретений и способа финансирования сделки [Healy et al., 1992], поэтому их использование является наиболее целесообразным. В целом, представленные показатели применяются довольно часто, что объясняется их доступностью, а также тем, что на данные показатели в меньшей степени влияют правила ведения бухгалтерского учета [Martynova et al., 2007].

В качестве окна наблюдения был выбран интервал в два года до и после сделки, что, на наш взгляд, является достаточным для выявления эффекта от проведенных сделок. Поскольку рассматриваются сделки между 2002–2009 гг., то охватываемый интервал времени – 2000–2011 гг.

Для оценки эффективности сделок слияний и поглощений в данном исследовании мы проводили сравнение выбранных операционных показателей эффективности, скорректированных на движение отрасли, до и после сделки на четырехлетнем временном интервале (*change model*). Подробное описание данной модели можно найти в работах Хейли и др. [Healy et al., 1992], Швицер [Switzer, 1996], Пауэлл и Старк [Powell, Stark, 2005], Мартыновой и др. [Martynova et al., 2007] и др. Для оценки влияния слияний и поглощений на стоимость компаний на четырехлетнем временном периоде использовался показатель экономической прибыли (EP):

$$(1) \quad EP = CE_{t-1} \cdot (ROCE_t - WACC_t),$$

где  $CE_{t-1}$  – инвестированный капитал на начало периода;  $ROCE$  – доходность инвестированного капитала;  $WACC$  – средневзвешенные затраты на привлечение капитала.

<sup>2</sup> Operating cash flow (операционный денежный поток) = sales (выручка) – cost of goods sold and administrative expenses (себестоимость и административные расходы) + depreciation (амортизация) + good will expenses (гудвилл).



Процесс корректировки на отраслевые тенденции производится по следующей формуле [Yook, 2004]:

$$(2) \quad EP_{i,t}^{ind} = EP_{i,t} - \left( \frac{Industry \ EP_t}{Industry \ CE_{t-1}} \right) \cdot CE_{i,t-1},$$

где  $EP_{i,t}$  – экономическая прибыль  $i$ -ой компании в период времени  $t$ ;  $CE_{i,t-1}$  – инвестированный капитал  $i$ -ой компании в период времени  $t$ ;  $Industry \ EP_t$  – медианное значение экономической прибыли для отрасли, в которой осуществляет свою деятельность  $i$ -ая компания;  $Industry \ CE_{t-1}$  – медианное значение инвестированного капитала для отрасли, в которой осуществляет свою деятельность  $i$ -ая компания.

Основной целью данного исследования является тестирование следующих гипотез.

**Гипотеза 1.** *Сделки слияний и поглощений, инициированные компаниями из развитых стран Западной Европы, способны оказывать влияние на эффективность компаний – участников сделки.*

Следуя результатам ряда эмпирических исследований, указывающих на улучшение финансовых показателей компаний после проведения сделки – Хейли и др. [Healy et al., 1992], Швицер [Switzer, 1996], Гош [Ghosh, 2001], Рамасвами и Вагеляйн [Ramaswamy, Waegelein, 2003], Аджей и Убабуко [Adjei, Ubabuko, 2011], Гест и др. [Guest et al., 2010], – мы также ожидаем рост эффективности компаний, который может достигаться за счет реализации запланированных синергетических эффектов, роста производительности активов и снижения издержек на привлечение факторов производства.

На проведение сделок слияний и поглощений и на их эффективность, несомненно, накладывают отпечаток кризисные явления. Поскольку часть сделок, попавших в нашу выборку, были совершены в период кризиса, мы считаем необходимым уделить данным сделкам отдельное внимание. Как правило, наступление кризиса существенно сжимает рынок корпоративного контроля. Падение стоимости акций компаний ведет к тому, что, с одной стороны, приобрести компанию-цель становится легче, однако в то же время компании стеснены в средствах ввиду падения продаж, ухудшения условий привлечения капитала и необходимости направления части средств на преодоление кризисных явлений.

В данных условиях компании будут более тщательно планировать сделки, что будет способствовать более легкой их интеграции, и в итоге можно ожидать, что эффективность сделок слияний и поглощений будет повышаться. Приобретение компаний, испытывающих проблемы, способно привести к достижению более высокого уровня эффективности также за счет меньшей информационной асимметрии в силу того, что внутренняя «кухня» компании оказывается освещена в большей степени [Hotchkiss, Moodian, 1998]. Чао и др. [Chae et al., 2009] заметили снижение уровня информационной асимметрии для компаний Южной Кореи после кризиса 1997–1998 гг., что теоретически положительно сказывается на оценке сделки и последующей интеграции компаний. Тем не менее кризисные влияния могут существенно отложить достижение операционных и финансовых целей слияния или поглощения. Поэтому в данном исследовании мы ожидаем следующее.

**Гипотеза 2.** *Кризисные явления оказывают влияние на эффективность сделок слияний и поглощений.*

Для проверки гипотез использовался тест Уилкоксона (*Wilcoxon rank sum test*). Данный тест является достаточно популярным методом при оценке эффективности сделок слияний и поглощений [Switzer, 2002; Martynova et al., 2007; Yook, 2004]. Нулевая гипотеза, согласно данному тесту – равенство показателей до и после сделки, т.е. отсутствие каких-либо значимых изменений после проведения сделки слияния/поглощения. Соответственно, альтернативная гипотеза свидетельствует о том, что проведение сделки привело к возникновению значимого изменения в эффективности участвовавших компаний.

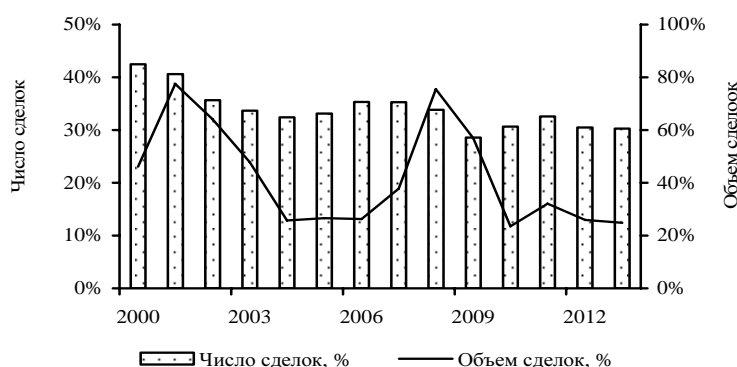
$$H_0 : \mu_{-t} = \mu_t$$

$$H_A : \mu_{-t} \neq \mu_t$$

где  $\mu$  – медиана показателей.

### Формирование выборки исследования

Для проведения исследования нами были выбраны сделки слияний и поглощений, инициированные компаниями из развитых стран Западной Европы. Как видно из рис. 1, доля данных стран в общемировом объеме и количестве сделок слияний и поглощений является достаточно весомой.



**Рис. 1.** Доля сделок слияний и поглощений Западной Европы в общемировом объеме и количестве сделок слияний и поглощений (2000–2013 гг.)

Источник: Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances.

Выборка компаний для изучения эффективности сделок была сформирована посредством информационной базы Bloomberg. При этом были использованы следующие критерии [Healy et al., 1992; Yook, 2000; Hamza, 2009].

- *Страновая принадлежность компании-покупателя.* Рассматривались сделки, в которых компания-покупатель является резидентом одной из развитых стран Западной Европы. В соответствии с классификацией Bloomberg, к данным странам относятся: Австрия, Бельгия, Великобритания, Германия, Греция, Дания, Ирландия, Исландия, Испа-

ния, Италия, Люксембург, Нидерланды, Норвегия, Португалия, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция.

- *Характеристики компаний-участников сделки.* В выборку включались публичные компании, финансовая отчетность которых находилась в открытом доступе и необходимые данные о которых могли быть получены из указанной выше базы данных. Мы контролировали единство стандартов финансовой отчетности. Из рассмотрения исключались фирмы, оперирующие в финансовом секторе, и регулируемые компании, поскольку к ним неприменимы стандартные методы оценки стоимости.

- *Статус сделки.* Рассматривались только завершенные сделки.

- *Размер приобретаемого пакета.* В конечную выборку включались сделки, в результате совершения которых был консолидирован контрольный пакет акций (50% + 1 акция и более), дающий неоспоримое право на управление финансовыми потоками компании. Данное требование необходимо также для выполнения требования о консолидации отчетности, для обеспечения сопоставимости результатов после проведения сделки.

- *Размер сделки.* В выборку включались слияния и поглощения, стоимость которых была выше 50 млн долл.

Результатом использования вышеперечисленных критериев стала выборка из 729 сделок. Далее из данной выборки были исключены сделки, где принимало участие более одного покупателя, а также компании, совершившие сделки слияния/поглощения более одного раза за исследуемый промежуток времени. Данные ограничения сократили количество сделок до 153, которые и составили итоговую выборку исследования.

### Результаты тестирования гипотез

Нами была проведена оценка эффективности сделок слияний и поглощений, инициированных компаниями стран Западной Европы. Мы проводили исследование на полной выборке, включающей 153 сделки слияний и поглощений, а также с разделением выборки на сделки, совершенные до кризиса и в кризисный период. Мы представляем и анализируем результаты, полученные до введения корректировок на отраслевую динамику и с учетом движения отрасли для большей наглядности. Результаты оценки эффективности сделок слияний и поглощений на основе операционных показателей и показателя экономической прибыли представлены в табл. 2, которая содержит медианы разниц соответствующих показателей до и после проведения слияний и поглощений.

Начнем с рассмотрения разниц, не скорректированных на отраслевую динамику. Как видно из табл. 2, показатели, основанные на финансовой отчетности, не позволяют однозначно судить об эффективности сделок слияний и поглощений. Изменения медианных значений  $EBITDA/Sales$  и  $(EBITDA - \Delta WC)/Sales$  являются положительными, в то время как изменения  $EBITDA/BV Assets$  и  $(EBITDA - \Delta WC)/BV Assets$  – отрицательными. Однако полученные результаты являются статистически незначимыми. Значения экономической прибыли свидетельствуют о положительном и статистически значимом (на пяти- и десятипроцентном уровнях значимости) влиянии сделок на стоимость компаний для окон  $[-2; +2]$  и  $[(-2; -1); (+1; +2)]$  соответственно.

**Таблица 2.**

**Результаты оценки эффективности сделок слияний и поглощений,  
инициированных компаниями из Западной Европы,  
на основе операционных показателей и показателя экономической прибыли**

Окно	EP, млн долл.	ЕВITDA/Sales, %	(ЕВITDA – ΔWC)/ Sales, %	ЕВITDA/BV Assets, %	(ЕВITDA – ΔWC)/ BV Assets, %
Разница показателей, нескорректированных на отраслевую динамику					
[-2; +2]	43,7*	0,7	0,8	-0,3	-1,0
[-1; +1]	36,9	0,4	0,8	-0,4	-0,3
[-2; -1] [+1; +2]	58,6*	0,6	0,8	-0,4	-0,9
Разница показателей, скорректированных на отраслевую динамику					
[-2; +2]	7,5*	3,3***	1,8**	3,1***	1,4
[-1; +1]	12,8	1,9***	2,2	1,4**	0,8
[-2; -1] [+1; +2]	20,3'	2,8***	2,3	2,4***	1,0

*Примечание:* \*\*\* – значимость на уровне 1%, \*\* – на уровне 5%, \* – на уровне 10%, ' – на уровне 15%.

*Источник:* расчеты авторов.

Наибольший интерес представляет анализ, основанный на показателях, скорректированных на отраслевую динамику. Результаты, полученные на основе изучения традиционных бухгалтерских показателей, являются согласованными и свидетельствуют о наличии положительных эффектов от сделок слияний и поглощений. Однако найденные значения оказались статистически значимыми, в основном, для показателей, не скорректированных на изменение величины рабочего капитала компаний. Значения экономической прибыли также демонстрируют рост после проведения сделок, однако в случае учета отраслевых тенденций значимость немного ниже и составляет 10% для окна [-2; +2] и 15% для окна [(-2; -1); (+1; +2)]. Полученные результаты свидетельствуют о том, что рост эффективности компаний в результате сделок слияний и поглощений не является следствием отраслевой динамики. Таким образом, мы не можем отвергнуть выдвинутую нами Гипотезу 1. Найденные нами результаты согласуются с выводами Хейли и др. [Healy et al., 1992], Швицер [Switzer, 1996], Гош [Ghosh, 2001] и противоречат результатам Юкка [Yook, 2004], Мартыновой и др. [Martynova et al., 2006], Пападакиса и Таноса [Papadakis, Thanos, 2010] и др.

В табл. 3 представлены результаты тестирования Гипотезы 2, полученные в ходе анализа показателей, основанных на финансовой отчетности компаний.

Таблица 3.

**Результаты оценки влияния мирового финансово-экономического кризиса  
на эффективность сделок слияний и поглощений  
на основе показателей операционной эффективности**

Окно	EBITDA/Sales без поправки на отрасль			EBITDA/Sales с поправкой на отрасль			EBITDA/BV Assets без поправки на отрасль			EBITDA/BV Assets с поправкой на отрасль		
	(1)	(2)	Z value	(1)	(2)	Z value	(1)	(2)	Z value	(1)	(2)	Z value
Разница показателей до и после сделки												
[-2; +2]	3,4	0,4	-2,19**	3,4	3,2	-0,66	0,2	-0,6	-0,43	3,2	2,6	-0,45
[-1; +1]	1,9	0,4	-2,62***	1,9	2,0	-0,46	-0,2	-0,8	-1,72	1,6	0,6	-1,23
[-2; -1] [+1; +2]	2,8	0,3	-2,82***	2,8	2,7	-0,72	-0,2	-0,7	-1,24	2,8	1,1	-0,86
Окно	(EBITDA - ΔWC)/Sales без поправки на отрасль			(EBITDA - ΔWC)/Sales с поправкой на отрасль			(EBITDA - ΔWC)/ BV Assets без поправки на отрасль			(EBITDA - ΔWC)/ BV Assets с поправкой на отрасль		
	(1)	(2)	Z value	(1)	(2)	Z value	(1)	(2)	Z value	(1)	(2)	Z value
Разница показателей до и после сделки												
[-2; +2]	1,0	-0,2	-0,75	1,9	1,2	0,30	-0,8	-1,9	-0,77	1,5	0,8	-0,67
[-1; +1]	1,1	-1,8	-2,06**	2,5	-0,7	-0,78	-0,2	-6,4	-2,24**	1,0	-3,1	-1,29
[-2; -1] [+1; +2]	1,3	-2,2	-1,45'	2,6	1,5	-0,52	-0,5	-4,2	-1,63'	1,2	-0,9	-0,90

Примечание: \*\*\* – значимость на уровне 1%, \*\* – на уровне 5%, \* – на уровне 10%, ' – на уровне 15%.

(1) – сделки, проведенные до кризиса, (2) – сделки, проведенные в кризисный период.

Источник: расчеты авторов.

Как видно из данной таблицы, показатели операционной эффективности компаний до корректировок на отраслевую динамику демонстрируют более высокий рост для сделок, совершенных до кризиса. Результат является значимым (на уровне 1%) только для показателя операционной маржи (EBITDA/Sales) и показателей (EBITDA - ΔWC)/Sales и (EBITDA - ΔWC)/BV Assets на 5-процентном уровне значимости для окна в 1 год. Однако, после проведения корректировок на отраслевую динамику, значимость пропадает для всех вариаций окон. Полученный результат говорит о том, что значимость нескорректированных показателей обусловлена динамикой рынка и не является следствием проведения сделки слияния/поглощения.

В табл. 4 представлены результаты оценки влияния кризиса 2008–2009 гг. на эффективность сделок слияний и поглощений на основе анализа показателя экономической прибыли.

Таблица 4.

**Результаты оценки влияния мирового финансово-экономического кризиса  
на эффективность сделок слияний и поглощений  
на основе показателя экономической прибыли, млн долл.**

Окно	EP без поправки на отрасль			EP с поправкой на отрасль		
	(1)	(2)	Z value	(1)	(2)	Z value
Разница между показателями EP до и после сделки						
[-2; +2]	42,4	78,8	-0,63	4,9	65,8	-0,02
[-1; +1]	40,1	-7,5	-0,79	13,7	5,6	0,15
[-2; -1]						
[+1; +2]	47,3	91,3	0,90	16,1	104,2	1,76*

Примечание: \*\*\* – значимость на уровне 1%, \*\* – на уровне 5%, \* – на уровне 10%.

(1) – сделки, проведенные до кризиса, (2) – сделки, проведенные в кризисный период.

Источник: расчеты авторов.

Результаты, представленные в табл. 4, не позволяют сделать вывод о влиянии кризисных явлений на эффективность сделок слияний и поглощений, что соответствует выдвинутой нами Гипотезе 2. Результаты оказались незначимыми и неустойчивыми. Таким образом, гипотеза о влиянии кризиса на эффективность сделок слияний и поглощений не находит своего подтверждения.

### Выводы

Популярные методы оценки эффективности сделок слияний и поглощений – метод событий (*event study*), основанный на коротких окнах анализа реакции рынка на слияния и поглощения, и метод анализа финансовой отчетности (*accounting studies*) не позволяют судить о создании стоимости компаний-участников сделок слияний и поглощений на долгосрочном временном горизонте. В данном исследовании мы использовали модель экономической прибыли, в основе которой лежит идея о создании стоимости компанией за определенный период, и сопоставили полученные результаты с выводами, сделанными на основе метода анализа финансовой отчетности. Анализируя выборку из 153 сделок слияний и поглощений, инициированными компаниями из развитых стран Западной Европы, мы выявили рост показателей, основанных на данных финансовой отчетности, и рост показателя экономической прибыли компаний вследствие сделок слияний и поглощений. Это свидетельствует о том, что за рассмотренный промежуток времени бизнес на развитых рынках капитала Западной Европы способен добиваться запланированных эффектов синергии и успешно интегрироваться после сделок слияний и поглощений, создавая стоимость и улучшая характеристики операционной деятельности участвующих компаний. Таким образом, при оценивании и планировании сделок слияний и поглощений на развитых рынках капитала Западной Европы, целесообразно закладывать в оценку сделки создание стоимости и рост операционных показателей в перспективе. Немало-

важным при изучении эффективности сделок слияний и поглощений является понимание детерминант эффективности сделок. Выявление факторов, влияющих на результативность сделок, открывает возможности для дальнейших научных поисков в данном направлении.

\* \*

\*

### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Adjei K., Ubabuko K.* The Consequences of Post-Merger & Acquisition Performance in Listed and Non-Listed Companies in Sweden. Lambert Academic Publishing, 2011. P. 1–37.
- Akben-Selcuk E., AltioK-Yilmaz A.* The Impact of Mergers and Acquisitions on Acquirer Performance: Evidence from Turkey // *Business and Economics Journal*. 2011. 22. P. 1–8.
- Bruner R.F.* Applied Mergers and Acquisitions. New Jersey: John Wiley & Sons, 2004.
- Campa J.M., Hernando I.* Shareholder Value Creation in European M&As // *European Financial Management*. 2004. Vol. 10. № 1. P. 47–81.
- Chae J., Chung J-Y., Yang C-W.* Does Information Asymmetry Affect Merger and Acquisitions in an Emerging Market? // *Financial Management Association International (FMA)*. 2009. P. 1–46.
- Chang S-C., Tsai M-T.* Long-run Performance of Mergers and Acquisition of Privately Held Targets: Evidence in the USA // *Applied Economics Letters*. 2013. Vol. 20. № 6. P. 520–524.
- Devos E., Kadapakkam P-R., Krishnamurthy S.* How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies // *The Review of Financial Studies*. 2009. Vol. 22. № 3. P. 1179–1211.
- Eckbo E., Thorburn K.* Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2000. Vol. 35. № 1. P. 1–25.
- Ghosh A.* Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions? // *Journal of Corporate Finance*. 2001. Vol. 7. № 2. P. 151–178.
- Goergen M., Renneboog L.* Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids // *European Financial Management*. 2004. Vol. 10. № 1. P. 9–45.
- Grigorieva S.A., Petrunina T.V.* The Performance of Mergers and Acquisitions in Emerging Capital Markets: New Evidence: Working Papers by NRU Higher School of Economics. Series FE «Financial Economics». 2013. 20. P. 1–34.
- Guest P., Bild M., Runsten N.* The Effects of Takeovers on the Fundamental Value of Acquirers // *Accounting and Business Research*. 2010. Vol. 40. № 4. P. 333–352.
- Hackbarth D., Morellec E.* Stock Returns in Mergers and Acquisitions // *Journal of Finance*. 2008. Vol. 63. № 3. P. 1213–1252.
- Hamza T.* Determinants of Short-term Value Creation for the Bidders: Evidence from France // *Journal of Management and Governance*. 2009. Vol. 15. № 2. P. 157–186.
- Healy P.M., Palepu K.G., Ruback R.S.* Does Corporate Performance Improve after Mergers? // *Journal of Financial Economics*. 1992. Vol. 31. № 2. P. 135–175.
- Hotchkiss E., Mooradian R.* Acquisitions As a Means of Restructuring Firms // *Journal of Financial Intermediation*. 1998. Vol. 7. № 3. P. 240–262.
- Jovanovic B., Braguinsky S.* Bidder Discounts and Target Premia in Takeovers // *American Economic Review*. 2004. Vol. 94. № 1. P. 46–56.
- Kan K., Ohno T.* Merger of Major Banks from the EVA Standpoint // *Public Policy Review*. 2012. Vol. 8. № 5. P. 737–774.

- Kiyamaz H., Baker H.* Short-term Performance, Industry Effects, and Motives: Evidence from Large M&As // *Quarterly Journal of Finance and Accounting*. 2008. Vol. 47. № 2. P. 17–44.
- Leepsa N.M., Mishra C.S.* Wealth Creation through Acquisitions // *Decision*. 2013. Vol. 40. № 3. P. 147–211.
- Loderer C., Martin K.* Corporate Acquisitions by Listed Firms: The Experience of Comprehensive Sample // *Financial Management*. 1990. Vol. 19. № 4. P. 17–33.
- Martynova M., Oosting S., Renneboog L.* The Long-term Operating Performance of European Mergers and Acquisitions // *International Mergers and Acquisition Activity Since 1990, Recent Research and Quantitative Analysis* / ed. by G.N. Gregoriou, L. Renneboog. Esvisier, 2007. Ch. 4. P. 79–116.
- Maquieria C., Megginson W., Nail L.* Wealth Creation versus Wealth Redistributions in Pure Stock-for-stock Mergers // *Journal of Financial Economics*. 1998. Vol. 48. № 1. P. 3–33.
- Moeller S.B., Schlingemann F.P., Stulz R.M.* Wealth Destruction on A Massive Scale? A Study of Acquisition Firm Returns in the Recent Merger Wave // *Journal of Finance*. 2005. Vol. 60. № 2. P. 757–782.
- Moeller S.B., Schlingemann F.P., Stulz R.M.* How Do Diversity of Opinion and Information Asymmetry Affect Acquirer Returns? // *Review of Financial Studies*. 2007. Vol. 20. № 6. P. 2047–2078.
- Papadakis V.M., Thanos I.C.* Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria // *British Journal of Management*. 2010. Vol. 21. № 4. P. 859–873.
- Powell R.G., Stark A.W.* Does Operating Performance Increase Post-takeover for UK Takeovers? A Comparison of Performance Measures and Benchmarks // *Journal of Corporate Finance*. 2005. Vol. 11. № 1–2. P. 293–317.
- Ramaswamy K.P., Waeglein J.F.* Firm Financial Performance following Mergers // *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 2003. Vol. 20. № 2. P. 115–126.
- Roll R.* The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers // *Journal of Business*. 1986. Vol. 59. № 2. P. 197–216.
- Schwert G.W.* Markup Pricing in Mergers and Acquisitions // *Journal of Financial Economics*. 1996. Vol. 41. № 2. P. 153–162.
- Sethi M., Krishnakumar D.* A Review of Methodologies Used to Determine Mergers and Acquisitions' Performance // *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*. 2012. Vol. 6. № 3. P. 75–91.
- Sharma D.S., Ho J.* The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence // *Journal of Business Finance & Accounting*. 2002. Vol. 29. № 1–2. P. 155–200.
- Singh P., Suri P., Sah R.* Economic Value Added in Indian Cross Border Mergers // *International Journal of Business Research*. 2012. Vol. 12. № 2. P. 160–164.
- Sirower M.L., O'Byrne S.F.* The Measurement of Post-Acquisition Performance: Toward a Value-Based Benchmarking Methodology // *Journal of Applied Corporate Finance*. 1998. Vol. 11. № 2. P. 107–121.
- Sudarsanam S.* *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges, an International and Integrated Perspective*. Harlow: FT Prentice Hall, 2003.
- Switzer J.A.* Evidence on Real Gains in Corporate Acquisitions // *Journal of Economics and Business*. 1996. Vol. 48. № 5. P. 443–460.
- Tsung-Ming Y., Hoshino Y.* The Effects of Mergers and Acquisitions on Taiwanese Corporations // *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*. 2000. Vol. 3. № 2. P. 183–199.
- Walker M.* Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring-firm Shareholder Wealth // *Financial Management*. 2000. Vol. 29. № 1. P. 53–66.
- Yeh T.M., Hoshino Y.* Productivity and Operating Performance of Japanese Merging Firms: Keiretsu-related and Independent Mergers // *Japan and the World Economy*. 2002. Vol. 14. P. 347–366.
- Yook K.C.* The Measurement of Post-Acquisition Performance Using EVA // *Quarterly Journal of Business and Economics*. 2004. Vol. 43. № 3–4. P. 67–83.



## The Performance of Mergers and Acquisitions in Developed Capital Markets of Western Europe

Abuzov Rustam<sup>1</sup>, Grigorieva Svetlana<sup>2</sup>

<sup>1</sup> National Research University Higher School of Economics,  
18, Staropimenovskiy lane, Moscow, 127006, Russian Federation.  
E-mail: rmabuzov@gmail.com

<sup>2</sup> National Research University Higher School of Economics,  
26, Shabolovka street, Moscow, 119049, Russian Federation.  
E-mail: svetlanaagrigorieva@gmail.com

The performance of mergers and acquisitions (M&A) is one of the key issues in corporate finance. We contribute to existing literature by examining the performance of M&A deals based on the economic profit model and comparing the results with ones obtained by means of traditional methods – accounting studies. Applying economic profit as an indicator of M&A performance allows us, in contrast to existing studies, to assess the impact of mergers and acquisitions on value of European companies in the long-run. Our study is based on the sample of 153 M&A deals initiated by companies from developed capital markets of Western Europe. Analyzing one of the latest periods, 2000–2011 years, we prove that the performance of combined firms improves subsequent to mergers and acquisitions. We find positive industry-adjusted differences between the post-acquisition and the pre-acquisition performance measures. The difference equals to significant 3,3% for EBITDA/Sales ratio and 3,1% for EBITDA/BV Assets ratio. The economic profit approach demonstrates similar results. Economic profit has increased due to M&A deals by \$7,5 million. The obtained results indicate that companies in developed capital markets of Western Europe are able to achieve planned synergies and integrate successfully improving the operating performance and creating value of the combined firms.

**Key words:** performance of mergers and acquisitions; economic profit; accounting studies; M&A deals; developed capital markets; value creation.

**JEL Classification:** G34.

\* \*  
\*

### References

- Adjei K., Ubabuko K. (2011) *The Consequences of Post-Merger & Acquisition Performance in Listed and Non-Listed Companies in Sweden*. Lambert Academic Publishing, pp. 1–37.
- Akben-Selcuk E., Altok-Yilmaz A. (2011) The Impact of Mergers and Acquisitions on Acquirer Performance: Evidence from Turkey. *Business and Economics Journal*, 22, pp. 1–8.
- Bruner R.F. (2004) *Applied Mergers and Acquisitions*. New Jersey: John Wiley & Son.

- Campa J.M., Hernando I. (2004) Shareholder Value Creation in European M&As. *European Financial Management*, 10, 1, pp. 47–81.
- Chae J., Chung J.-Y., Yang C.-W. (2009) *Does Information Asymmetry Affect Merger and Acquisitions in an Emerging Market?* Financial Management Association International (FMA), pp. 1–46.
- Chang S.-C., Tsai M.-T. (2013) Long-run Performance of Mergers and Acquisition of Privately Held Targets: Evidence in the USA. *Applied Economics Letters*, 20, 6, pp. 520–524.
- Devos E., Kadapakkam P.-R., Krishnamurthy S. (2009) How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies. *The Review of Financial Studies*, 22, 3, pp. 1179–1211.
- Eckbo E., Thorburn K. (2000) Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 1, pp. 1–25.
- Ghosh A. (2001) Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 7, 2, pp. 151–178.
- Goergen M., Renneboog L. (2004) Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids. *European Financial Management*, 10, 1, pp. 9–45.
- Grigorieva S.A., Petrunina T.V. (2013) *The Performance of Mergers and Acquisitions in Emerging Capital Markets: New Evidence*. Working Papers by NRU Higher School of Economics. Series FE «Financial Economics», 20, pp. 1–34.
- Guest P., Bild M., Runsten N. (2010) The Effects of Takeovers on the Fundamental Value of Acquirers. *Accounting and Business Research*, 40, 4, pp. 333–352.
- Hackbarth D., Morellec E. (2008) Stock Returns in Mergers and Acquisitions. *Journal of Finance*, 63, 3, pp. 1213–1252.
- Hamza T. (2009) Determinants of Short-term Value Creation for the Bidders: Evidence from France. *Journal of Management and Governance*, 15, 2, pp. 157–186.
- Healy P.M., Palepu K.G., Ruback R.S. (1992) Does Corporate Performance Improve after Mergers? *Journal of Financial Economics*, 31, 2, pp. 135–175.
- Hotchkiss E., Mooradian R. (1998) Acquisitions As a Means of Restructuring Firms. *Journal of Financial Intermediation*, 7, 3, pp. 240–262.
- Jovanovic B., Braguinsky S. (2004) Bidder Discounts and Target Premia in Takeovers. *American Economic Review*, 94, 1, pp. 46–56.
- Kan K., Ohno T. (2012) Merger of Major Banks from the EVA Standpoint. *Public Policy Review*, 8, 5, pp. 737–774.
- Kiyamaz H., Baker H. (2008) Short-term Performance, Industry Effects, and Motives: Evidence from Large M&As. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 47, 2, pp. 17–44.
- Leepsa N.M., Mishra C.S. (2013) Wealth Creation through Acquisitions. *Decision*, 40, 3, pp. 147–211.
- Loderer C., Martin K. (1990) Corporate Acquisitions by Listed Firms: The Experience of Comprehensive Sample. *Financial Management*, 19, 4, pp. 17–33.
- Martynova M., Oosting S., Renneboog L. (2007) The Long-term Operating Performance of European Mergers and Acquisitions. *International Mergers and Acquisition Activity Since 1990, Recent Research and Quantitative Analysis* (eds. G.N. Gregoriou, L. Renneboog). Evisier, ch. 4, pp. 79–116.
- Maquieria C., Megginson W., Nail L. (1998) Wealth Creation versus Wealth Redistributions in Pure Stock-for-stock Mergers. *Journal of Financial Economics*, 48, 1, pp. 3–33.
- Moeller S.B., Schlingemann F.P., Stulz R.M. (2005) Wealth Destruction on A Massive Scale? A Study of Acquisition Firm Returns in the Recent Merger Wave. *Journal of Finance*, 60, 2, pp. 757–782.
- Moeller S.B., Schlingemann F.P., Stulz R.M. (2007) How Do Diversity of Opinion and Information Asymmetry Affect Acquirer Returns? *Review of Financial Studies*, 20, 6, pp. 2047–2078.
- Papadakis V.M., Thanos I.C. (2010) Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria. *British Journal of Management*, 21, 4, pp. 859–873.
- Powell R.G., Stark A.W. (2005) Does Operating Performance Increase Post-takeover for UK Takeovers? A Comparison of Performance Measures and Benchmarks. *Journal of Corporate Finance*, 11, 1–2, pp. 293–317.

- Ramaswamy K.P., Waagelein J.F. (2003) Firm Financial Performance following Mergers. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 20, 2, pp. 115–126.
- Roll R. (1986) The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of Business*, 59, 2, pp. 197–216.
- Schwert G.W. (1996) Markup Pricing in Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 41, 2, pp. 153–162.
- Sethi M., Krishnakumar D. (2012) A Review of Methodologies Used to Determine Mergers and Acquisitions' Performance. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 6, 3, pp. 75–91.
- Sharma D. S., Ho J. (2002) The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29, 1–2, pp. 155–200.
- Singh P., Suri P., Sah R. (2012) Economic Value Added in Indian Cross Border Mergers. *International Journal of Business Research*, 12, 2, pp. 160–164.
- Srower M.L., O'Byrne S.F. (1998) The Measurement of Post-Acquisition Performance: Toward a Value-Based Benchmarking Methodology. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11, 2, pp. 107–121.
- Sudarsanam S. (2003) *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges, an International and Integrated Perspective*. Harlow: FT Prentice Hall.
- Switzer J.A. (1996) Evidence on Real Gains in Corporate Acquisitions. *Journal of Economics and Business*, 48, 5, pp. 443–460.
- Tsung-Ming Y., Hoshino Y. (2000) The Effects of Mergers and Acquisitions on Taiwanese Corporations. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 3, 2, pp. 183–199.
- Walker M. (2000) Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring-firm Shareholder Wealth. *Financial Management*, 29, 1, pp. 53–66.
- Yeh T.M., Hoshino Y. (2002) Productivity and Operating Performance of Japanese Merging Firms: Keiretsu-related and Independent Mergers. *Japan and the World Economy*, 14, pp. 347–366.
- Yook K.C. (2004) The Measurement of Post-Acquisition Performance Using EVA. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 43, 3–4, pp. 67–83.