

Федеральное государственное бюджетное образовательное  
учреждение высшего профессионального образования  
Санкт-Петербургский государственный университет  
Институт «Высшая школа менеджмента»

## **РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ КОМПАНИЙ, ВЫШЕДШИХ НА IPO**

Выпускная квалификационная работа  
студента 4 курса бакалаврской программы,  
профиль – Финансовый менеджмент  
**Каримова Рената Илнуровича**



Научный руководитель: к. ф. – м. н.,  
**Березинец Ирина Владимировна**

Рецензент: к. ф. – м. н.,  
**Окулов Виталий Леонидович**

Санкт-Петербург

2020

**Заявление о самостоятельном выполнении  
выпускной квалификационной работы**

Я, Каримов Ренат Илнурович, студент 4 курса направления 38.03.02 «Менеджмент» (профиль подготовки – Финансовый менеджмент), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Результативность сделок слияний и поглощений компаний, вышедших на IPO», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной защиты, не содержится элементов плагиата.

Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищённых ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 9.7.1 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».



(Каримов Р. И.)

01.01.2020

## Оглавление

ВВЕДЕНИЕ.....	4
ГЛАВА 1. ТЕОРИТЕЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ПЕРВИЧНОГО ПУБЛИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ И СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ .....	7
1.1 Понятие первичного публичного размещения .....	7
1.2 Понятие сделок по слияниям и поглощениям .....	7
1.3 Основные мотивы выхода на IPO .....	9
1.4 Основные мотивы слияний и поглощений .....	14
1.5 Взаимосвязь мотивов первичного публичного размещения и мотивов слияний и поглощений .....	22
Выводы по первой главе.....	23
ГЛАВА 2. РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ .....	25
2.1 Понятие результативности деятельности компании .....	25
2.2 Подходы к оценке результативности компании .....	25
2.3 Бухгалтерские показатели результативности организации.....	27
2.4 Рыночные показатели результативности .....	35
2.5 Результативность сделок слияний и поглощений .....	39
Выводы по второй главе.....	41
ГЛАВА 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ КОМПАНИЙ, ВЫШЕДШИХ НА IPO.....	43
3.1 Методология и спецификация модели .....	43
3.2 Формирование выборки и описательная статистика.....	51
3.3 Результаты эмпирического исследования.....	65
Выводы по третьей главе.....	70
ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....	71
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ.....	74
ПРИЛОЖЕНИЯ .....	84

## **ВВЕДЕНИЕ**

Компании, выходящие на публичный рынок, получают в свое распоряжение большие суммы денежных средств, которые могут быть использованы для капитальных затрат, исследований и разработки, реализации стратегии роста путем совершения сделок по слияниям и поглощениям [Ritter 1991, Celikyurt et al., 2010]. Некоторые компании предпочитают органический рост, но другие предпочитают расти путем поглощения других компаний.

Последние исследования говорят о том, что новые IPO компании являются очень активными игроками на рынке слияний и поглощений [Hsieh et al., 2011]. 36% всех IPO сопровождаются хотя бы одной сделкой в следующие 3 года [Novakimian et al., 2010]. Эти результаты подтверждают, что получение денежных средств и акций как валюты мотивирует компании совершать сделки по слияниям и поглощениям [Ben Amor, Kooli, 2017].

[Braun, and Fawcett, 2006] опросив 336 CFO, обнаружили, что самым главным стратегическим мотивом для выхода на IPO является получение акций, которые можно использовать для покупки других компаний. Одним из важных драйверов, что заставляет компании совершать сделки – это необходимость в инновациях для быстрого роста, что может быть получено путем поглощения инновационной компании [Bernstein, 2015].

Исследуя результативность компаний, исследователи получают неоднозначные результаты. [Braun et al., 2010] обнаружил, что IPO компании, совершающие сделки по слияниям и поглощениям, менее результативны в долгосрочной перспективе, чем компании, которые не совершают сделок. Однако [Linn & Switzer, 2001, Heron & Lie, 2002] обнаружили улучшение операционной результативности компаний, которые покупали другие компании после выхода на публичный рынок. Несмотря на популярность темы результативности сделок слияний и поглощений компаний, вышедших на IPO, еще не было проведено ни одного исследования российских компаний, что и станет основной темой данной работы. В России ожидается большое количество новых IPO в ближайшие 2 года. Результаты данного исследования могут стать важным руководством при принятии инвестиционных решений инвесторами или решений компаний об использовании привлеченного на IPO капитала.

Цель данной работы заключается в оценке взаимосвязи между результативностью российских компаний, вышедших на IPO, и сделок слияний и поглощений, совершаемых в первый год после выхода на IPO, в первые три года после выхода на IPO и в первые пять лет после выхода на IPO.

Для достижения данной цели были поставлены следующие задачи:

1. Провести обзор литературы, посвященной мотивам для выхода на IPO, мотивам для совершения сделок MпA и взаимосвязи этих мотивов.
2. Проанализировать подходы к оценке результативности компании и выбрать наиболее подходящий подход для достижения цели исследования.
3. Провести эмпирическое исследование, направленное на установление взаимосвязи между результативностью компаний, вышедших на IPO, и сделками слияний и поглощений, совершаемыми в первый год IPO, в первые три года после IPO и в первые пять лет после IPO.
4. Проанализировать результаты эмпирического исследования и сделать на их основе выводы и представить практические рекомендации.

Выборка состоит из 63 российских публичных компаний, которые вышли на IPO в промежутке между 2002 и 2013 годами. Главный вопрос исследования звучит следующим образом: «Имеется ли взаимосвязь между сделками по слияниям и поглощениям, совершенным в первый год, в первые три года, в первые пять лет после выхода на IPO, и результативностью компании?».

Данная работа организована в соответствии с поставленными задачами. В первой главе анализируются мотивы для первичного предложения акций, мотивы для совершения сделок по слияниям и поглощениям и взаимосвязь этих мотивов. Во второй главе представлен анализ подходов к оценке результативности компании и анализ результативности сделок слияний и поглощений. В третьей главе выдвигаются исследовательские гипотезы, выбирается методологии исследования, формируется выборка компаний и сделок слияний и поглощений, проводится анализ описательной статистики и эконометрический анализ с последующей интерпретацией результатов и формирование практических рекомендаций на их основе.

В результате проведенного регрессионного анализа была обнаружена обратная взаимосвязь между операционной результативностью компаний и сделок по слияниям и поглощениям, совершенным в первые три года после выхода на IPO. Есть основания полагать, что рентабельность активов компаний, совершающих сделки по слияниям и поглощениям в первые три года после выхода на IPO, в среднем ниже на 5.5%, чем у компаний, которые не совершали сделок. Также была обнаружена обратная взаимосвязь между сделками слияний и поглощений, совершенными в первые 5 лет после выхода на IPO, и результативностью компаний. Есть основания полагать, что Tobin's Q компаний, совершающих сделки по слияниям и поглощениям в первые пять лет после выхода на IPO, в среднем ниже на 0.288, чем у компаний, которые не совершали сделок. Также есть

основания полагать, что рентабельность активов компаний, совершающих сделки по слияниям и поглощениям в первые пять лет после выхода на IPO, в среднем ниже на 6.1%, чем у компаний, которые не совершали сделок. Сделки слияний и поглощений, совершенные в первые пять лет после выхода на IPO не только снижают операционную результативность, но и негативно сказываются на оценке этих компаний инвесторами. Компании, инвестирующие в органический рост по итогам пяти лет, были более результативны.

# ГЛАВА 1. ТЕОРИТЕЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ПЕРВИЧНОГО ПУБЛИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ И СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Одной из основных причин, почему компании принимают решение о выходе на публичный рынок – это потребность в капитале. Несмотря на то, что эту потребность можно удовлетворить, используя долговые инструменты и частный акционерный капитал, компании выбирают IPO. Возникает вопрос, почему некоторые игроки выходят на публичный рынок, а остальные используют другие способы привлечения капитала?

## 1.1 Понятие первичного публичного размещения

Первичное публичное размещение (от англ. Initial public offering) – это предложение акций неограниченному числу инвесторов. Размещение акций бывает первичным и вторичным. При первичном размещении компания продает новые акции, чтобы привлечь дополнительный капитал. При вторичном размещении существующие инвесторы продают свои акции, чтобы получить денежные средства<sup>1</sup>. В данной работе под IPO будет пониматься исключительно первичное публичное размещение.

В российском законодательстве нет термина первичного публичного размещения, однако в Федеральном законе №39 «О ценных бумагах» есть определение выпуска эмиссионных ценных бумаг, означающим весь выпуск ценных бумаг эмитентом. Также присутствует понятие дополнительного выпуска эмиссионных ценных бумаг, обозначающее дополнительный выпуск ценных бумаг<sup>2</sup>.

## 1.2 Понятие сделок по слияниям и поглощениям

Термин «слияния и поглощения» имеет различную трактовку у российских и зарубежных исследователей. При дословном переводе в английский языка «mergers and acquisitions» имеет значение слияния и поглощения, однако многие авторы разделяют эти два понятия.

Классический учебник Ф. Рида определяет термин «слияние» как присоединение одной корпорации к другой в результате чего последняя перестает существовать. Происходит такой процесс обычно следующим образом: компания «А» присоединяется к

---

<sup>1</sup> 20. Brealey, Richard A., and Stewart Myers. Principles of corporate finance //Tata McGraw-Hill Education, 2000

<sup>2</sup> Федеральный закон №39 «О ценных бумагах»: Закон РФ // Гарант

компании «Б» и право владения объединенной компанией получают как собственники поглощающей компании, так и собственники поглощенной компании. Компания «А» перестает существовать, а компания «Б» получает полное право владения над первой. Автор также рассматривает и термин «поглощение». Он имеет общее обозначение для всех сделок по передаче собственности одной компании другой. Автор также обращается к термину «корпоративная консолидация», которые обозначает слияние двух компаний в одну, в результате чего обе компании перестают существовать, объединяясь в совершенно новую компанию. Акции компаний «А» и «Б» конвертируются в акции компании «В»<sup>3</sup>.

При анализе зарубежным исследований можно обнаружить, что многие авторы не разделяют понятия «слияния» и «поглощения». Они трактуются совместно и охватывают большую часть всех сделок по реструктуризации бизнеса. Российские же исследователи в большинстве случаев разделяют эти понятия, однако некоторые авторы рассматривают термин «слияния и поглощения» совместно. В случае раздельного трактования этих понятий, термин «слияние» обозначает форму реструктуризации бизнеса, при которой образуется новое предприятие, которое получает право владения над всеми объединившимися компаниями. Объединившиеся же компании полностью прекращают свое существование. Термин «поглощение» в данном случае обозначает получения контроля над целевым обществом путем выкупа контролирующей доли акций, предложения менеджменту, предложения акционерам компании. Часто «поглощение» имеет враждебный характер, то есть акции компании выкупаются против воли ее владельцев<sup>4</sup>.

Если обратиться к российскому законодательству, можно обнаружить, что в нем содержится только термин «слияние», которые обозначает одну из форм реорганизации юридических лиц. При реорганизации нескольких компаний образуется новое юридическое лицо, которое получает право владения над компаниями и все обязательства компаний, а объединенные компании прекращают свое существование. При объединении компаний «А», «Б», «В» образуется новое юридическое лицо «Г» = «А» + «Б» + «В», а компании «А», «Б», «В» ликвидируются<sup>5 6 7</sup>.

---

<sup>3</sup> Стенли Фостер Рид. Искусство Слияний и Поглощений / С.Ф. Рид, А.Лажу – 3-е изд. – М.:Альпина Бизнес Букс, 2007. – с.23.

<sup>4</sup> Сердюков, А. В. Особенности трактовки понятия «Слияния и поглощения» в российской бизнес-практике [Электронный ресурс] / А. В. Сердюков // Российские предпринимательство – 2011. – Режим доступа: <https://creativeconomy.ru/lib/6777#html> (дата обращения: 21.03.2020).

<sup>5</sup> Федеральный закон «Об акционерных обществах»: Закон РФ, ст. 16. // Гарант

<sup>6</sup> Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью»: Закон РФ, ст. 52. // Гарант

<sup>7</sup> Маркова И. А. Раскрытие сути понятий «слияние» и «поглощение» в российском законодательстве и зарубежной практике [Электронный ресурс] / И. А. Маркова // Российские предпринимательство – 2011. – Режим доступа: <https://creativeconomy.ru/lib/6777> (дата обращения: 21.03.2020)

Термин «поглощение» никак не упоминается в российском законодательстве, но может трактоваться как синоним враждебного поглощения, при котором право владения над компанией получают без согласия ее владельцев<sup>8</sup>.

Трактование понятие «слияния и поглощения» не всегда совпадает у исследователей из разных стран. Слияния и поглощения могут обозначать как присоединение одной компании к другой, так и акт враждебного получения контроля над компанией-целью. В данной работе основным аспектом всех сделок по реструктуризации является поглощение, сделка по результатам которой компания-поглотитель получает контроль над компанией-целью. В результате такой сделки компания-поглотитель продолжает свое существование, получая права владения на новую компанию. Далее сделки по «слияниям и поглощениям» будут нести собирательный характер всех сделок по получению контроля над компанией целью. Это может быть выкуп всей компании, выкуп контрольной доли акций и другие способы получения контроля.

### **1.3 Основные мотивы выхода на IPO**

#### **Изменение структуры капитала**

Академические теории [Modigliani and Miller, 1963] утверждают, что компании становятся публичными исключительно для получения дополнительного акционерного капитала, что снизит финансовый рычаг компании и повысит ее ценность. С точки зрения [Scott, 1976] выход на IPO также преследует основной целью привлечение капитала для снижения долговой нагрузки.

По мнению [Stiglitz, 1969] использование заемных средств увеличивает риск банкротства и этот риск снижает стоимость компании. Для снижения этих рисков и увеличения стоимости, компания может корректировать свою структуру капитала путем привлечения акционерного капитала. В каждый отдельный момент времени компания может найти оптимальное соотношение собственных и заемных средств, чтобы снизить средневзвешенную стоимость капитала. С точки зрения ценности будущих денежных потоков, средневзвешенная стоимость капитала напрямую взаимосвязана с оценкой компании.

[Kim, 1978] предлагает теорию компромисса, которая объясняет стремление менеджеров привлекать акционерный капитал. В случае, если стоимость этого источника

---

<sup>8</sup> Решетько Н. И. Раскрытие сути понятий «слияние» и «поглощение» в российском законодательстве и зарубежной практике [Электронный ресурс] / Н. И. Решетько, Ю. И. Башкатова // Интернет-журнал «Науковедение» – 2015. – Режим доступа: <https://naukovedenie.ru/PDF/02EVN215.pdf> (дата обращения: 21.03.2020)

финансирования ниже, чем стоимость заемных средств, компания может получить выгоды, которые будут выражаться в сниженной средневзвешенной ставке дисконтирования.

Разные компании считают средневзвешенную ставку дисконтирования по-своему. Оценка ставки для одной компании может быть различной при использовании разных подходов к ее оценке. [Graham and Harvey, 2001] обнаружили, что более 73% финансовых директоров используют CAPM для оценки стоимости акционерного капитала. Несмотря на использование схожих инструментов, компании могут использовать совершенно разные вводные для модели. Если разные подходы имеют разную оценку стоимости капитала, то может возникнуть вопрос, действительно ли средневзвешенная ставка снижается или же причины лежат в подходе к оценке.

Исходя из анализа литературы, можно сделать вывод, что мотив изменения ставки дисконтирования для выхода на публичный рынок напрямую взаимосвязан со средневзвешенной ставкой стоимости капитала. Первичное предложение акций может снизить общую стоимость источников финансирования и привести к увеличению общей стоимости компании.

### **Снижение стоимости привлечения заемных средств**

[Pagano et. al. ,1998], исследуя итальянский рынок IPO, пришли к выводам, что предоставление информации рынку о компании влияет на стоимость заемного капитала. Выходя на публичный рынок, компании снижали свой финансовый леверидж и дополнительно к этому рынок получал более подробную информацию о компании. Банки, имея более полную информацию о деятельности компании, снижали процентные ставки по кредитам, что в дополнение к корректировке структуры капитала снижало стоимость заемных средств благодаря первичному предложению акций. Более того, итальянские компании после выхода на IPO снижали концентрацию заемных средств, занимая у большего количества банков, что также снижало стоимость привлечения кредитов.

Выход на публичный рынок также позволяет усилить свою позицию в переговорах с кредиторами. Предоставляя информацию рынку, компания создает конкуренцию между кредиторами. Если ранее кредитор тратил свои собственные средства для определения кредитного риска компании, тем самым повышая стоимость этих заемных средств, то теперь информация о компании доступна всему рынку и не требует дополнительных затрат на ее сборы и агрегацию. [Rajan, 1992] в своей работе заключает, что последствием выхода на IPO может стать снижение ставок по кредитам, большее предложение заемных средств на рынке, или и то, и другое.

Несмотря на такой эффект от выхода на публичный рынок, [Pagano et al, 1998] все же приходят к заключению, что снижение процентной ставки по кредитам или усиление позиций в переговорах не является мотивом для выхода на IPO. Эти явления являются побочными продуктами выхода на публичный рынок, которые могут принести дополнительную ценность.

### **Переоценка компании (выбор подходящего времени для предложения акций)**

Теория иерархии финансирования компании [Myers and Majluf, 1984] гласит, что компании прибегают к выходу на публичный рынок, если компания больше не имеет внутреннего капитала или доступа к заемным средствам. Акционерный капитал – это наименее предпочтительный способ получить доступ к новым денежным средствам. Привлечение акционерного капитала может быть оправдано только в случае переоценки стоимости компании.

С точки зрения сигнальной теории [Leland and Pyle, 1977] и теории выбора подходящего времени [Schultz, 2003] в основе выбора источника финансирования лежит феномен асимметрии информации. Когда участники рынка имеют доступ к неполной информации, акции при первичном предложении могут быть переоценены. [Ritter, 1991] исследуя долгосрочную результативность компаний, вышедших на IPO, также пришел к выводу, что акции в момент эмиссии часто переоценены.

[Pagano et. al. ,1998] на примере итальянских компаний пришли к заключению, что одним из главных мотивов компаний для эмиссии акций является отношение рыночной стоимости к балансовой стоимости. Увеличение стандартного отклонения отношения рыночной стоимости к балансовой повышает вероятность IPO компаний из одной индустрии на 25%. Такая положительная взаимосвязь отражает высокие потребности в капитале в индустрии с высоким потенциалом роста, выраженным отношением рыночной и балансовой стоимости. Последующее исследование приводит к выводу, что инвестиции и доходность этих компаний снижается. Причиной этого явления является переоценка потенциала компаний.

### **Слияния и поглощения**

[Brau and Fawcett, 2006] подтверждают точку зрения о том, что потребность в денежных средствах для инвестиций не единственный мотив для выхода на IPO. По результатам опроса 336 CFO самым главным мотивом для выхода на публичный рынок стало получение акций для последующего их использования в сделках по слияниям и

поглощениям. Более того, получение рыночной стоимости после выхода на IPO позволяет более эффективно выстраивать стратегию слияний и поглощений, что повышает стоимость компании [Hsieh, Lyandres, Zhdanov, 2011].

[Celikyurt et al., 2007] обнаружили, что большое количество американских компаний совершают сделки по слияниям и поглощениям в скором времени после первичного предложения акций. Более того, количество сделок вскоре после IPO положительно взаимосвязано со степенью неопределенности оценки стоимости компании и рыночной среды.

[Hsieh et al., 2009] пришли к выводу, что компании, чьи акции были переоценены на этапе эмиссии, более склонны совершать сделки по слияниям и поглощениям. Если же стоимость акций ниже, чем ожидаемая, наблюдается обратный эффект, при котором компании менее склонны покупать другие компании.

## **Ликвидность**

Акции непубличных компаний могут торговаться только внутри узкого круга лиц, самостоятельно осуществляющего поиски конкретных акций. На публичном же рынке компания может предложить свои акции всему рынку. Первичное предложение акций резко повышает ликвидность ценных бумаг благодаря постоянным торгам.

[Black and Gilson, 1998] утверждают, что IPO предоставляет венчурным фондам возможность быстро выйти из бизнеса, продав свою долю акций. [Lowry et. al., 2017] утверждает, что после выхода компании на публичный рынок появляется возможность быстрой продажи доли в компании. Частные инвесторы получают ликвидные акции, позволяющие в любой момент продать их на рынке. Эта цель может быть достигнута только путем выхода на публичный рынок.

## **Диверсификация**

Диверсификация является еще одним мотивом для выхода на публичный рынок. IPO позволяет владельцам компании диверсифицировать их владения и повысить ликвидность, продавая акции на вторичном рынке. Владельцы компании, имеющие не диверсифицированный портфель, получают выгоды от выхода компании на IPO. Более того, они готовы получить меньшую цену за акцию на IPO. [Bodnaruk et. al., 2008], исследуя эффект влияния владельцев с наименее диверсифицированным портфелем при выходе на IPO, пришли к выводу, что компании, в структуре владельцев которой есть не диверсифицированные инвесторы, с большей вероятностью выходят на публичный рынок.

Более того, эти инвесторы продают большую часть своих акций на IPO. Также они обнаружили, что степень диверсификации взаимосвязана с недооценкой на IPO.

### **Опционы в качестве вознаграждения**

Достоверная рыночная оценка компании может также использоваться внутри компании. [Holmstrom and Tirole, 1993] утверждают, что акции, торгуемые на публичном рынке, позволяют выстраивать эффективную стратегию компенсации сотрудников. Выход на публичный рынок сопровождается получением независимых оценок своего бизнеса от инвесторов, что становится источником информации для понимания стоимости компании [Grossman and Stiglitz, 1980].

### **Надзор внешних аналитиков и комиссий**

Наличие акций, торгуемых на публичном рынке, сопровождается постоянным надзором комиссией по ценным бумагам и огромным количеством аналитиков и инвесторов, что подтверждает рыночную ценность компании [Lowry, Michaely, and Volkova, 2016]. Более того, надзор повышает репутацию компании, что может создавать дополнительную стоимость [Bradley, Jordan, and Ritter, 2003]. Представленность на рынке также положительно влияет на уверенность потребителей и поставщиков в способности компании продолжать свою деятельность в будущем, что также может положительно влиять на стоимость заемного капитала. Надзор сложно однозначно назвать мотивом для IPO, так как компания не может быть уверена, что после выхода на публичный рынок сразу найдутся аналитик и что они дадут положительную оценку компании.

**Таблица 1.** Резюме мотивов для выхода на IPO

	Мотив	Публичный акционерный капитал	Частный акционерный капитал	Заемные денежные средства
1	Снижение долговой нагрузки	+	+	-
2	Снижение стоимости привлечения заемных средств	+	+	-
3	Переоценка компании	+	+	-
4	Использование акций как валюты для покупки компаний	+	-	-
5	Ликвидность акций	+	-	-

6	Диверсификация владельцев компании	+	+	-
7	Опционы в качестве вознаграждения	+	-	-
8	Надзор внешних аналитиков и комиссий	+	-	-

В таблице 1 представлено резюме всех вышеперечисленных мотивов для выхода на публичный рынок. Большая часть из этих мотивов может быть удовлетворена не только путем первичного предложения акций, но и путем продажи частного акционерного капитала и займа денежных средств. Такие мотивам как переоценка компании, снижение финансового левериджа и диверсификация владельцев компании, удовлетворяет только акционерный капитал. А использование акций как валюты для слияний и поглощений, повышение ликвидности акций, возможность использования опционом для мотивации и получение оценки деятельности другими игроками рынка могут быть удовлетворены только путем публичного предложения акций.

#### 1.4 Основные мотивы слияний и поглощений

Существует множество мотивов для сделок по слияниям и поглощениям. Несмотря на различие в классификации мотивов, основные из них выделяются большинством исследователей и авторов учебников.

Главным стремлением в слияниях и поглощениях является синергия. Синергия – это эффект, которые возникает в результате объединения двух или более компаний в одну. Эффект будет положительным, если сумма объединенной компании превышает сумму стоимостей изолированных компаний, оперирующих по отдельности.

Для начала рассмотрим операционную синергию. Дональд Депамфилис и Джеймс С. Ван Хорн выделяют два вида операционной синергии – экономия за счет масштабов и экономия за счет охвата. Патрик Гохан выделяет третий вид операционной синергии – операционная синергия, увеличивающая доходы. Далее рассмотрим эти виды синергии подробно.

##### Операционная синергия (экономия за счет масштабов)

Экономия за счет масштабов возникает при увеличении масштабов деятельности, что позволяет распределить постоянные затраты на большее количество производимой

продукции. Распределением постоянных затрат приводит к уменьшению стоимости на единицу произведенной продукции. К таким постоянным затратам можно отнести амортизацию, износ оборудования, затраты на ремонт и обслуживание, расходы на уплату процентов по обязательствам, арендные платежи, налоговые расходы и расходы по соблюдению договоров с поставщиками и клиентами. Компания, имеющая значительную величину постоянных затрат, приобретая другую компанию, может выстроить производство таким образом, чтобы увеличить общее количество производимой продукции, используя уже имеющиеся у нее ресурсы (заводы, работники и пр.).<sup>9</sup>

Ван Хорн также упоминает «оггибающую кривую». Смысл этой концепции состоит в том, что при излишнем наращивании производства, общая эффективность будет только снижаться. Существует некая оптимальная точка загрузки мощностей, после которой компания сталкивается с отрицательным эффектом от масштаба. Лучшим образом экономия от масштаба достигается при горизонтальных слияниях и поглощениях<sup>10</sup>

### **Операционная синергия (экономия за счет охвата)**

Экономия за счет охвата возникает при получении возможности производить более разнообразную продукцию, используя имеющиеся производственные мощности и ресурсы. Используя свои навыки и ресурсы, компания начинает производство новой продукции, не прибегая к использованию новых ресурсов. Примером экономии за счет охвата является банковская отрасль, в которой крупные банковские слияния позволяют предлагать более широкий ассортимент продукции. Объединенная компания использует общую базу клиентов для предложения им более широкого ассортимента банковских услуг. Например, помимо кредитных продуктов, компания может предложить услуги по размещению средств и другие услуги для потребительского сегмента (РКО, страхование и другое).<sup>11</sup>

### **Операционная синергия, увеличивающая доходы**

При таком виде синергии увеличение доходов возникает в форме вновь созданного или усиленного имеющегося продукта или услуги. Этот продукт или услуга возникают в результате слияния качеств двух компаний и создают рост доходов. Увеличение доходов может достигаться благодаря совместному маркетингу двух компаний, более широкому

---

<sup>9</sup> Депаффилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007, стр. 25.

<sup>10</sup> Van, H. J. C., Dipchand, C. R., & Hanrahan, J. R. (1978). *Fundamentals of financial management*. Scarborough, Ont: Prentice-Hall of Canada.

<sup>11</sup> Депаффилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007, стр. 26.

ассортименту продукции, использованию репутации одной компании для продвижения другой, совместное использование сбытовых сетей.<sup>12</sup>

Можно заметить, что операционная синергия за счет охвата, описанная Депамлисом и Ван Хоном, имеет сходства с синергией, увеличивающей доходы, описанной Гоханом. В дальнейшей классификации мотивов будут использоваться только первые два вида операционной синергии во избежание дублирования мотивов.

### **Финансовая синергия**

Дональд Депамлис делит финансовую синергию на 3 вида: снижение затрат на привлечение капитала, снижение издержек по сделкам, лучшая увязка инвестиционных возможностей с генерируемыми средствами. Патрик Гохан также упоминает эффект взаимного страхования при рассмотрении финансовой синергии.

К снижению затрат на привлечение капитала может привести отсутствие корреляции между денежными потоками фирм. Если слияние двух компаний снижает волатильность денежных потоков, то можно считать, что компания снизила риски, и это приведет к снижению стоимости привлечения капитала<sup>13 14 15</sup>.

Снижение издержек по сделкам, или же финансовая экономия за счет охвата, достигается за счет снижения затрат на эмиссию ценных бумаг и издержек по сделкам. При эмиссии долговых ценных бумаг, крупная объединенная компания может рассчитывать на ставку ниже, чем изолированные компании. Затраты на эмиссию ценных бумаг объединенной компании также ниже, чем сумма затрат на эмиссию двух изолированных компаний.<sup>16</sup>

Лучшая увязка инвестиционных возможностей с генерируемыми средствами достигается при наличии избыточных денежных средств у одной из объединенных компаний. Компания, которая испытывает недостаток денежных средств использует избыточные денежные потоки компании второй компании, что приводит к снижению общего риска объединенной компании. Например, компания из зрелой отрасли с избыточными потоками денежных средств может приобрести компанию-стартап. Общий

---

<sup>12</sup> Gaughan, Patrick A. Mergers, acquisitions and corporate restructurings / A. Patrick Gohan. - View. 3-t, [perero. the supplementary]. - M. : Publishing house "Alpina Business books, 2007.

<sup>13</sup> Gaughan, Patrick A. Mergers, acquisitions and corporate restructurings / A. Patrick Gohan. - View. 3-t, [perero. the supplementary]. - M. : Publishing house "Alpina Business books, 2007.

<sup>14</sup> Депамлис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007

<sup>15</sup> 90. Levy, Haim, and Marshall Sarnat. "International diversification of investment portfolios." The American Economic Review 60.4 (1970): 668-675.

<sup>16</sup> Депамлис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007

риск компании в глазах инвесторов снизится, что приведет к снижению стоимости привлечения капитала<sup>17 18</sup>.

Эффектом взаимного страхования Патрик Гохан называет снижение риска банкротства объединённой компании, при наличии не абсолютно коррелированных денежных потоков. При неспособности одной из компаний расплатиться с кредиторами, денежные потоки другой компании могут быть использованы для покрытия этих потребностей. Данный эффект имеет сходства с эффектом «снижения затрат на привлечение капитал», описанного Дональдом Депамфилисом<sup>19</sup>.

## Диверсификация

Диверсификация – это стратегия фирмы, при которой приобретаются компании из других, непрофильных отраслей. Диверсификация была один из главных мотивов третьей волны слияний и поглощений в конце 1960-х годов. Целью этой стратегии обычно является расширение ассортимента или выход на новые рынки.<sup>20</sup>

Диверсификация может осуществляться в связанные и несвязные отрасли. Несвязная диверсификация ставится под сомнение со временем третьей волны слияний и поглощений. Большинство из крупных конгломератов были разукрупнены через различные способы реструктуризации. [Anjos, Fracassi, 2018], исследуя технологическую специализацию и снижение уровня диверсификации в фирмах, пришли к выводу, что конгломераты только выигрывают от увеличения специализации внутри отдельных функциональных сегментов что снижает ценность диверсификации в конгломератах.<sup>21</sup>

[Schommer, Richter and Karna, 2019], исследуя изменение уровня диверсификации компаний со временем, также пришли к выводу, что связанная диверсификация имеет значимый положительный эффект на результативность компании, а несвязанная диверсификация, наоборот, значимый негативный эффект. При более детальном исследовании несвязанной диверсификации они обнаружили, что с улучшением среды выбора целей для диверсификации объем несвязанной диверсификации уменьшился. Более того, результативность этих компаний значительно лучше, чем десятилетием ранее.

---

<sup>17</sup> Депамфилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007

<sup>18</sup> Nielsen, James F., and Ronald W. Melicher. "A financial analysis of acquisition and merger premiums." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 8.2 (1973): 139-148.

<sup>19</sup> Gaughan, Patrick A. *Mergers, acquisitions and corporate restructurings* / A. Patrick Gohan. - View. 3-t, [perero. the supplementary]. - М. : Publishing house "Alpina Business books, 2007.

<sup>20</sup> Gaughan, Patrick A. *Mergers, acquisitions and corporate restructurings* / A. Patrick Gohan. - View. 3-t, [perero. the supplementary]. - М. : Publishing house "Alpina Business books, 2007.

<sup>21</sup> Депамфилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007

## **Рыночное могущество**

Достижение рыночного могущества подразумевает получение лидирующих позиций на рынке, что позволит устанавливать свои цены на продукцию. Получить такой контроль над рынком можно путем горизонтальных слияний. Несколько крупных компаний, которые когда-то участвовали в ценовой конкуренции между собой, объединяются в одну монопольную компанию, которая способна воздействовать на рынок. Конечно, на практике существует антимонопольное законодательство, но данный мотив может быть причиной сделки при слиянии, которое в результате не приведет к значительной доле рынка этой компании на определенном рынке.

[Fathollahi, Harford and Klasa, 2019], исследуя взаимосвязь между уровнем сходства продукта и силой конкуренции на рынке, пришли к выводу, что IPS (industry product similarity) объясняет активность в горизонтальных слияниях в отрасли. Чем больше IPS, а следовательно сила конкуренции, тем больше доходность акций поглощающей компании и компании-цели в момент объявления о сделке. Более того, слияния в индустриях с высоким IPS приводит к повышению цен и негативной реакции со стороны покупателей и поставщиков. Эти выводы подтверждают мотивацию компаний совершать горизонтальные сделки для снижения конкуренции и повышению своего «рыночного могущества».

## **Корректировка стратегии**

Часто компании активно участвуют в сделках по слияниям и поглощениям, чтобы быстро приспособиться к изменившимся условиям. Двумя важными факторами, по причине которых изменяются условия, являются регулирование в отрасли и технический прогресс.<sup>22</sup>

Большое количество сделок по слияниям и поглощениям совершается в отраслях, где изменились нормы регулирования. К отраслям, в которых ослабели нормы регулирования, можно отнести финансовые услуги, здравоохранение, коммунальное хозяйство, средства массовой информации, телекоммуникации, оборонная промышленность. [Milherin and Boone, 2000] обнаружили, что активность в слияниях и поглощениях в 1980-х – 1990-х годах намного выше в отраслях, в которых были ослаблены нормы регулирования.

Ослабление государственного регулирования приводит к росту конкуренции. Например, раньше кабельная связь была преимущественно монопольной. После

---

<sup>22</sup> Депаффилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007

ослабления влияния государства начала появляться конкуренция в отрасли. Маленькие игроки в попытках конкурировать с крупными бывшими прибегают к слияниям и поглощениям, чтобы повысить свою общую результативность и покрытие связью.<sup>23</sup>

Появление новых технологий также может в корне изменить ситуацию в отрасли или же создать совсем новую отрасль, которая раньше не существовала. Например, появление мобильной связи в корне изменило ситуацию в кабельной отрасли. Еще большие перемены в мире принесло появление интернета. Компании, которые когда-то предоставляли услуги кабельной связи, вынуждены подстраиваться под новые технологии, чтобы иметь возможность конкурировать с новыми игроками. Зачастую новые технологии возникают в маленьких новых компаниях, и крупные игроки могут попросту купить компанию, выкупив таким образом и новые прорывные технологии.<sup>24</sup>

### **Самоуверенность управляющих**

Гипотеза самоуверенности (англ. “hubris”) была предложена Ричардом Роллом. Она основывается на высокомерии и самоуверенности управляющих, что может объяснить сделки по слияниям и поглощениям. Получение синергии и других экономических выгод не является приоритетом в этой гипотезе. Основной мотив слияния и поглощений – это собственные мотивы менеджеров. Самоуверенные управляющие склонны платить премию за компании, которые уже получили оценку на рынке. Они считают, что их завышенная оценка является верной и что рынок недооценил компанию-цель.

Сделку по слияниям и поглощениям можно объяснить этой теорией в случае, если акции поглощающей компании падают в цене сразу после получения рынком информации о сделке. Также должен произойти рост цен акций компании-цели, так как поглощающая компания собирается заплатить большую премию. Рост стоимости компании-цели больше, чем абсолютное значение падения стоимости поглощающей компании (с учетом затрат на поглощение).<sup>25</sup>

Когда мотивом для сделки становится самоуверенность управляющих, объявление о сделке зачастую приводит к падению стоимости акций. [Wang, 2018], изучая последствия раскрытия информации о сделках в период с 1980 по 2012 год в США, пришел к выводу, что самоуверенные управляющие сталкиваются со значительными потерями от сделок с

---

<sup>23</sup> Депаффилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007

<sup>24</sup> Депаффилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007

<sup>25</sup> Gaughan, Patrick A. Mergers, acquisitions and corporate restructurings / A. Patrick Gohan. - View. 3-t, [perero. the supplementary]. - М. : Publishing house "Alpina Business books, 2007.

чистым эффектом в -12.61% доходности акций в день объявления о сделке. Основными причинами для таких потерь является необходимость в абсорбировании потерь в стоимости и в уплате премии компании-цели.

### **Покупка недооцененных активов (коэффициент q)**

Расширяя свою деятельность, компания может приобрести активы, необходимые для начала деятельности в новой отрасли/на новом рынке. Также компания может получить необходимые ей активы путем покупки другой компании, у которой имеются необходимые основные средства. Если рыночная стоимость компании ниже затрат на замещение ее активов (коэффициент  $q$  Тобина меньше 1), то это является выгодной сделкой для поглощающей компании. Эта теория объясняет значительную часть сделок по слияниям и поглощениям, произведенным в 1970-е годы, когда в США был очень высокий уровень инфляции. Рыночная стоимость компаний в те годы была ниже их балансовой стоимости. Стоимость замещения активов также была выше их балансовой стоимости. Такая ситуация на рынке способствовала росту количества сделок, целью которых была покупка недооцененных активов.<sup>26</sup>

### **Улучшение управления**

Многие компании прибегают к слияниям и поглощениям с целью улучшить управление целевой компанией. Менеджеры уверены, что могут намного лучше управлять ресурсами и активами компании, что приведет к росту стоимости компании на рынке. Такая уверенность в себе зачастую приводит к уплате большой премии за компанию-цель.

Особенно крупные компании могут иметь такой мотив в сделках по покупке маленьких компаний. Небольшие стартапы обычно управляются самими основателями, что дает повод задуматься об их управленческих способностях. Эти маленькие компании очень быстро развиваются, особенно если они предлагают какой-то уникальный продукт или услугу. По мере роста компания сталкивается с расширением своих распределительных сетей, пересмотром маркетинговой стратегии. Управление крупной компанией требует определенных управленческих навыков и компетенций, которых может не хватать начинающему предпринимателю, управляющему быстрорастущим стартапом. Крупные

---

<sup>26</sup> Депаффилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007

компания как раз могут предложить такую экспертизу и обеспечить последующий рост развивающейся компании.<sup>27</sup>

Исследуя мотивы в сделках, сложно определить, какие сделки мотивируются именно желанием улучшить управление. Почти всегда компания имеет ряд мотивов, которые в совокупности побуждают их совершить поглощение. Эти трудности не позволяют провести исследование этого фактора, как мотива для покупки компаний, с чем связано проведение малого количества исследований на эту тему.<sup>28</sup>

### **Построение империи**

Еще одним мотивом для участия в сделках по слияниям и поглощениям может быть желание менеджеров увеличивать стоимость компании. Вознаграждение многих менеджеров зависит напрямую от размера компании, которая находится в их управлении. Менеджеры могут совершать совершенно не целесообразные сделки с целью увеличить общую стоимость поглощающей компании<sup>29</sup>. Хотя стоимость фирмы и растет, ее финансовые результаты при таком мотиве могут быть отрицательными. Более того, вознаграждение менеджеров зависит не только от размера компании, но от множества других факторов, в том числе результативности с точки зрения финансовых показателей.<sup>30</sup>

### **Налоговый мотив**

Налоговые мотивы могут быть двух типов. Первый тип – это простые налоговые льготы, которые может получить поглощающая компания. Они возникают в случае, если компания-цель на протяжении долгого времени получала убытки. Эти убытки могут быть в будущем использованы объединенной компанией для экономии на налоговом вычете. [Gilson, Scholes and Wolfson, 1988] теоретически обосновали целесообразность поглощения компании ради налоговых льгот. Такая форма налоговых льгот может быть ключевым мотивом для небольшой доли всех совершаемых сделок.

Вторым типом налогового мотива является отражение сделки по поглощению, как не облагаемой налогом. Зачастую этот фактор может быть решающим при принятии решения о продаже компанией-целью.

---

<sup>27</sup> Gaughan, Patrick A. Mergers, acquisitions and corporate restructurings / A. Patrick Gohan. - View. 3-t, [perero. the supplementary]. - M. : Publishing house "Alpina Business books, 2007.

<sup>28</sup> Gaughan, Patrick A. Mergers, acquisitions and corporate restructurings / A. Patrick Gohan. - View. 3-t, [perero. the supplementary]. - M. : Publishing house "Alpina Business books, 2007.

<sup>29</sup> Mueller, Dennis C. "A theory of conglomerate mergers." The Quarterly Journal of Economics 83.4 (1969): 643-659.

<sup>30</sup> Lewellen, Wilbur G., and Blaine Huntsman. "Managerial pay and corporate performance." The American Economic Review 60.4 (1970): 710-720.

## **1.5 Взаимосвязь мотивов первичного публичного размещения и мотивов слияний и поглощений**

В США проходит наибольшее количество IPO на протяжении долгих лет, что стало причиной детального рассмотрения рынка США многими исследователями. [Brau and Fawcett, 2006] провели большое исследование, в результате которого было проанализировано 336 интервью финансовых директоров компаний США. Компании были выбраны из отраслей, которые выходили на IPO в 2000-е годы. Целью данного исследования была проверка теоретических аспектов IPO, касающихся мотивов, правильного выбора времени выхода на публичный рынок, недооценки, выбора андеррайтера и других. Выводы данного исследования не сходятся с теоретическими аспектами IPO.

Как ни странно, главным мотивом выхода на публичный рынок финансовые директора 336 компаний назвали возможность осуществления поглощений других компаний, будучи публичной компанией. Во многих работах, посвященных мотивам выхода на IPO, такой мотив как слияния и поглощения не был представлен вообще.

[Celikyurt, 2010] также принимает точку зрения, что поглощения являются основным мотивом для выхода на публичный рынок. Совершая IPO, компания получает дополнительные денежные средства для покупки других компаний, может использовать свои акции для совершения сделок. Исследуя выбор IPO американских компаний с 1985 по 2004 год, он обнаружил, что новые публичные компании очень активны в поглощениях в течение 5 лет после IPO. Эти компании начинают совершать сделки сразу после выхода на публичный рынок. 30% компаний из выборки совершили хотя бы одну сделку в самый первый год. В течение 5 лет хотя бы одну сделку совершили 77% компаний из выборки. Более того, они совершали очень крупные сделки, сумма которых в среднем равнялась 41% от их рыночной стоимости. Типичная IPO компания в среднем имела значительно большие расходы на поглощения, чем на капитальные затраты и исследования и разработку.

Существует несколько причин, почему компаниям необходимо совершить IPO перед поглощением. Гипотеза обратной связи с рынком говорит, что IPO помогает осуществить слияние. Частные фирмы обычно менее прозрачны в отношении информации о своей результативности, что является показателем неопределённости в отношении их истинной ценности. Согласно модели [Hsieh et al, 2011], компания, заинтересованная в осуществлении поглощения, может оценить свою стоимость, став публичной. Кроме того, ценность фирмы становится очевидной и для потенциальной цели поглощения, что позволяет обеим фирмам оценить эффект синергии более эффективно. Гипотеза времени рынка также свидетельствует о влиянии IPO на M&A активность компании. Исследование [Brau and

Fawcett, 2006] подчеркивает использование акций компаний для оплаты потенциальных поглощений: планируя поглощение, совершая IPO фирма выпускает публично торгуемые акции. [Novakimian and Hutton, 2010] утверждают, что основным мотивом выхода компании на IPO является дальнейшее поглощение. Это подтверждает увеличение активности сделок, среди фирм, недавно ставших публичными. Изучение выборки интернет-компаний IPO в конце 1990-х годов [Schultz and Zaman, 2001] документирует возросшее количество приобретений после IPO. В течение трех лет фирмы IPO проводят больше сделок и сделок более высокой стоимости.

В качестве примера влияния IPO на M&A рассматривается всем известная компания Google. После выхода на IPO она значительно изменила свою стратегию по слияниям и поглощениям. Будучи закрытой компанией, она избегала сделок в целом, но, когда стала публичной, ее поведение сильно изменилось. После выхода на IPO в 2004 году и до 2008 года она приобрела 33 компании общей стоимостью более 3.1 миллиарда долларов, что составляет 283% от средств полученных от первичного предложения акций.

## **Выводы по первой главе**

В первой главе были рассмотрены основные мотивы для первичного публичного предложения и сделок слияний и поглощений. Основным общим мотивом для IPO является привлечение денежных средств для последующего роста. Данная цель может быть достигнута не только путем IPO, но и путем привлечения заемных денежных средств и частного акционерного капитала. Существует ряд мотивов, которым отвечает исключительно публичное предложение акций. Во-первых, это получение ликвидных акций, которые в будущем могут быть использованы как средство для покупки других компаний. Во-вторых, компания получает возможность привязывать деятельность своих менеджеров к курсу акций компании, выдавая опционы в качестве вознаграждения. И наконец, компания автоматически становится целью пристального внимания аналитиков и других контролирующих органов, что может сыграть на руку компании.

В качестве мотивов слияний и поглощений в первую очередь стоит выделить синергетический эффект, что почти всегда и является целью любой сделки слияний и поглощений. Синергия может быть как операционной, так и финансовой. Помимо этих видов синергетического эффекта, в главе также рассмотрены мотивы, которые связаны с получением различных типов выгод: диверсификация, налоговый мотив, покупка активов и другие. К этому списку добавляются мотивы, обоснованные поведенческими финансами, такие как построение империи и самоуверенность управляющих.

В заключение главы проводится кросс-анализ IPO и слияний и поглощений. Существует множество работ, подтверждающих, что эти два понятия зачастую очень тесно связаны. Компании выходят на публичный рынок, чтобы получить денежные средства и ликвидные акции для последующих сделок по слияниям и поглощениям. Самым интересным фактом является то, что академические работы не рассматривают мотив слияний и поглощений для выхода на IPO как наиболее вероятный, однако генеральный директор крупных компаний утверждают, что как раз слияния и поглощения являются наиболее важным мотивом для первичного публичного предложения.

## **ГЛАВА 2. РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ**

### **2.1 Понятие результативности деятельности компании**

В данном исследовании анализируется результативность деятельности компаний, которые совершают сделки по слияниям и поглощениям в первые годы после выхода на публичный рынок. Прежде чем переходить к анализу результативности сделок по слияниям и поглощениям, нужно понять, как определяется результативность компании.

В англоязычной литературе встречается термин “firm performance”, который при переводе на русский язык означает «производительность», «эффективность».

[Santos and Brito, 2012] определяют такой термин, как эффективность организации, который покрывает все аспекты, касающиеся функционирования организации, а именно отсутствия внутренних ошибок, вовлечение в законную деятельность приобретение ресурсов и достижение поставленных целей. Данный термин охватывает слишком много аспектов деятельности организации, что требует выделение из этих активностей тех, что относятся непосредственно к результативности. Автор также определяет бизнес-результативность или результативность компании, которая покрывает операционную и финансовую результативность деятельности компании, анализ которой и является целью данного исследования

### **2.2 Подходы к оценке результативности компании**

Российские исследователи придерживаются разделения организационной эффективности и результативности организации. [Габец, 2015] использует комплексный подход к оценке, который включает в себя два блока: объективные экономические показатели и субъективные социально психологические показатели.

К объективным экономическим показателям автор относит:

1. **Результативность.** Данный показатель определяет степень достижения поставленной компанией цели.
2. **Производительность.** Данный показатель определяет соотношение затраченных ресурсов и степень достижения цели компании.
3. **Продуктивность.** Показатель, определяющий качество и количество продукции, которую произвела компания.
4. **Рентабельность.** Это показатель рентабельности компании, который оценивает всю цепочку создания ценности.

5. Экологичность. Эффективность в данном случае оценивается с точки зрения соответствия требованиям к ведению бизнеса.
6. Энергоемкость. Минимизация затрат на использование ресурсов в производстве продукции.

К субъективным социально психологическим показателям относятся:

1. Трудовая, духовная и общественная активность сотрудников. Данный показатель оценивает личностное развитие работников, их стремление к творчеству.
2. Удовлетворенность трудовой деятельностью. Показатель для оценки удовлетворенностью работой и рабочим местом.
3. Относительная стабильность организации. В данном показателе оценивается как сама организация, так и стабильность команды сотрудников.
4. Межличностные отношения. Взаимодействие персонала и слаженность коллектива в целом.

Данная классификация проводит четкую границу между эффективностью всей организации и финансовой результативностью. Если к первой относится все, что происходит в компании, то вторая рассматривается только с точки зрения операционной деятельности и ее результатов.

[Santos and Brito, 2012], анализируя показатели результативность компании, выделили 9 измерений, в которых может проводиться оценка результативности. Они не только определяют измерения, но и выделяет конкретные показатели для оценки результативности в каждом из измерений. В таблице ниже представлены эти измерения и показатели для каждого измерения:

**Таблица 2.** Измерения и индикаторы оценки результативности

<b>Измерение</b>	<b>Выбранный для оценки индикатор</b>
Прибыльность	Return on Assets (ROA), EBTIDA margin, return on investment (ROI), Net income/Revenues, return on equity (ROE), Economic value added (EVA)
Рыночная ценность	Earnings per share (EPS), Увеличение цены акции, Дивидендная доходность, Волатильность цены акции, Добавленная рыночная стоимость (market value / equity), Tobin's q (market value / replacement value of assets)
Рост	Рост доли рынка, Рост активов, Рост чистой выручки, Рост чистой прибыли, Рост количества сотрудников

Удовлетворение персонала	Оборачиваемость, Инвестиции в обучение и развитие сотрудников, Политика выплаты заработной платы и бонусов, карьерные планы, организационный климат, удовлетворенность постоянных сотрудников
Экологическая результативность	Количество проектов для улучшения окружающей среды, уровень выбросов в атмосферу, использование перерабатываемых материалов, уровень переработки и повторного использования, количество судебных разбирательств
Социальная результативность	Количество работников из числа меньшинств, количество социальных и культурных проектов, количество судебных разбирательств с сотрудниками, клиентские и регулирующие органы

Анализируя подходы к оценке результативности организации российскими и зарубежными исследователями, можно выделить группы факторов, которые оценивают непосредственно финансовую результативность. В классификации [Габец, 2015] к этим измерениям относятся такие объективные экономические показатели как результативность, производительность, рентабельность. В классификации [Santos and Brito, 2012] к таким показателям относятся прибыльность и рыночная ценность.

Эти показатели можно объединить в два блока, которые могут оценить результативность с точки зрения бухгалтерских показателей и рыночных показателей, которые принято использовать для оценки финансовой результативности компании. Далее будет подробно рассмотрен каждый из двух блоков<sup>31</sup>

## 2.3 Бухгалтерские показатели результативности организации

### Рентабельность инвестиций (ROI)

$$ROI_t = \frac{Earning_t}{Investments_{t-1}}$$

<sup>31</sup> Березинец И.В., Ильина Ю.Б., Черкасская А.В. Структура совета директоров и финансовая результативность российских открытых акционерных обществ // Вестник СПбГУ, 2013. Сер. Менеджмент. Вып. 2

Где  $Earning_t$  – это величина прибыли компании за период времени  $t$ , которая включает в себя доходы от основной деятельности компании и процентные доходы, так как активы компании спонсируются как акционерами, так и заемными средствами,

$Investments_{t-1}$  – величина инвестиций за период времени  $t-1$

Показатель ROI отражает величину эффекта, выраженного в денежном потоке, от инвестиций, за счет которых этот эффект был получен. Сегодня этот критерий оценки результативности редко используется компаниями для оценки капитальных инвестиций. Компании используют этот показатель для оценивания рентабельности имеющихся в портфеле бизнесов.<sup>32</sup>

В качестве примера можно рассмотреть фармацевтическую отрасль. Компании этой отрасли, успешно занимающиеся своим бизнесом, кажутся более результативными с точки зрения показателя ROI. Причиной этому является завышенная оценка показателя из-за наличия крупных нематериальных инвестиций, таких как инвестиции в исследование и разработку. Многие бухгалтеры фармацевтических компаний попросту не включают эту статью в баланс.<sup>33</sup>

Компании с большим показателем ROI в реальности могут быть и не такими результативными. Они могут иметь большое количество скрытых активов, которые не включены в баланс. Кроме фармацевтической отрасли, крупные скрытые активы могут иметь компании из телекоммуникационной отрасли, производители электроники и вычислительной техники, производители программного обеспечения, компании из химической отрасли.

### **Доходность собственного капитала (ROE)**

ROE является одним из наиболее часто применимых и принимаемых во внимание показателей [Rappaport, 1986]. Рентабельность собственного капитала измеряет эффективность компании с точки зрения собственников, кроме того, [Monteiro, 2006] утверждает, что ROE – основополагающий показатель, который оценивают инвесторы. Показатель ROE лежит в основании факторной модели Дюпон, является обязательным к внедрению в качестве ключевого показателя эффективности в публичных компаниях [Stowe et al., 2002; Firer et al., 2004], что объясняет его широкое использование. Рентабельность собственного капитала широко применима для исследований, при которых результативность организаций оценивается с точки зрения благополучия ее акционеров

---

<sup>32</sup> 10. Brealey, Richard A., and Stewart Myers. Principles of corporate finance //Tata McGraw-Hill Education, 2000

<sup>33</sup> 10. Brealey, Richard A., and Stewart Myers. Principles of corporate finance //Tata McGraw-Hill Education, 2000

[Baysenger, Butler, 1985]. Более того, [Larcker et al., 2007], [Brown, Caylor, 2009] подтверждают существование значимой связи между качеством практик корпоративного управления и результативностью компании, измеряемой при помощи ROE.

Несмотря на удобство использования показателя ROE, некоторые исследователи указывают на его несостоятельность. Модель Дюпон связывает изменение рентабельности собственного капитала с изменением других факторов, однако исследование [Rapaport, 1986] показывает, что рост показателя ROE может не приводить к увеличению стоимости акций. Кроме того, показатель оборачиваемости активов, как один из факторов ROE, является подверженным инфляции, что ведет к его повышению даже в тех случаях, если не наблюдалось более эффективное использование активов. Значительным недостатком использования ROE является тот факт, что компании в некоторых случаях искусственно завышают данный показатель с помощью увеличения финансового рычага и обратного выкупа акций [Hagel III, Brown, Davison, 2009].

$$ROE_t = \frac{Net\ Income_t}{Equity_{t-1}}$$

Где  $Net\ Income_t$  – это величина чистой прибыли компании за период времени t,  
 $Equity_{t-1}$  – акционерный капитал компании за период времени t-1

Показатель ROE позволяет оценить доходность инвестиций, которые были сделаны в прошлом. Данный показатель подвержен влиянию структуры капитала компании, так как отражает доходность инвесторов, учитывая только денежные средства, оставшиеся после уплаты всех обязательств перед кредиторами. Большой показатель ROE означает, что компания способна привлекать рентабельные инвестиции.<sup>34</sup>

Показатель ROE можно разложить по формуле Дюпона для более детального рассмотрения составляющих этого показателя:

$$ROE_t = \frac{Net\ Income_t}{Equity_{t-1}} = \frac{EBIT_t - tax_t - interest_t}{Equity_{t-1}}$$

$$= \frac{Assets_{t-1}}{Equity_{t-1}} * \frac{Sales_t}{Assets_{t-1}} * \frac{EBIT_t - tax_t}{Sales_t} * \frac{EBIT_t - tax_t - interest_t}{EBIT_t - tax_t}$$

Где  $EBIT_t$  – операционная прибыль за период t,  
 $tax_t$  – уплаченный налог за период t,

---

<sup>34</sup> "Corporate finance" Berk, J. B., & DeMarzo, P. M. (2011). Corporate finance. Boston, MA: Prentice Hall

$interest_t$  – проценты к уплате за период  $t$ ,

$Assets_{t-1}$  – величина активов за период  $t-1$ ,

$Sales_t$  – величина продаж за период  $t$

При таком разложении можно выделить следующие составляющие доходности собственного капитала: отношение активов к собственному капиталу отражает долговую нагрузку компании, а именно долю активов, принадлежащих акционерам; отношение продаж к активам помогает определить, насколько эффективно компания распоряжается активами для генерации выручки; отношения операционной прибыли после уплаты налогов к продажам определяет маржинальность операционной прибыли после уплаты налогов компании; последний множитель отражает то, насколько процентные расходы снижают показатель чистой прибыли.<sup>35</sup>

### **Доходность активов (ROA)**

Доходность активов связана с показателями фундаментальной оценки компании и используется для оценки краткосрочной оперативной результативности [Волков, Никулин, 2009]. ROA позволяет учитывать активы, которые использует компания для поддержания своей деятельности, и определять, является ли достаточно сильной отдача от использования данных активов. ROA помогает лицам, принимающим управленческие решения, делать фокус на активах, которыми компания управляет наиболее хорошо [Hagel III, Brown, Davison, 2009]. Рентабельность активов широко изучена в рамках исследований, оценивающих взаимоотношения структуры совета директоров и финансовых показателей компаний из разных отраслевых сфер. Исследование [Hsu, Wu, 2013], где ROA используется в качестве зависимой переменной, показало, что компании с большим значением доходности активов являются менее склонными к банкротству.

Несмотря на преимущества использования ROA, использование показателя доходности активов имеет свои недостатки. [de Wet, 2006] отмечает, что ROA может завышаться искусственным путем с помощью изменений в учетной политике компаний. [Damodaran, 2007] указывает на то, что при расчете данного показателя возникает следующее несоответствие: балансовая стоимость активов компании включает в себя ее денежные средства, в то же время, чистая прибыль не включает в себя доход, полученный на эти денежные средства.

---

<sup>35</sup> Brealey, Richard A., and Stewart Myers. Principles of corporate finance //Tata McGraw-Hill Education, 2000

$$ROA_t = \frac{Earnings_t}{Assets_{t-1}}$$

Где  $Earnings_t$  – это величина прибыли компании за период времени  $t$ ,

$Assets_{t-1}$  – это величина активов за период времени  $t-1$

Данный показатель оценивает доходность активов вне зависимости от того, за счет каких источников они были профинансированы. Он подвержен влиянию решений компании в вопросах ценообразования, инвестиций, продуктовой стратегии, что позволяет использовать его как меру операционной эффективности компании. Показатель ROA имеет преимущество перед показателем ROE, так как он менее чувствителен к величине долга компании.

Недостатком ROA является то, что он чувствителен к величине рабочего капитала. Например, одинаковое увеличение в дебиторской и кредиторской задолженности, что в свою очередь увеличит величину активов, приведет к тому, что показатель ROA уменьшится.<sup>36</sup>

В результате разложения показателя ROA на составляющие множители получается следующее равенство:

$$ROA_t = \frac{Sales_t}{Assets_{t-1}} * \frac{EBIT_t - tax_t}{Sales_t}$$

Где  $EBIT_t$  – операционная прибыль за период  $t$ ,

$tax_t$  – уплаченный налог за период  $t$ ,

$Assets_{t-1}$  – величина активов за период  $t-1$ ,

$Sales_t$  – величина продаж за период  $t$

Два множителя показателя доходности активов отражают результативность активов, генерирующих прибыль, и маржинальность операционной прибыли после уплаты налогов, соответственно. Если компания хочет увеличить доходность своих активов, ей нужно либо повышать эффективность своих активов, либо увеличивать маржинальность. В условиях жесткой конкуренции усилить оба этих показателя будет сложно. Для увеличения маржинальности, компания может осуществить вертикальную интеграцию для снижения затрат, но это может стать результатом снижения эффективности активов из-за отсутствия опыта ведения нового бизнеса в портфеле.<sup>37</sup>

<sup>36</sup> Corporate finance" Berk, J. B., & DeMarzo, P. M. (2011). Corporate finance. Boston, MA: Prentice Hall

<sup>37</sup> Brealey, Richard A., and Stewart Myers. Principles of corporate finance //Tata McGraw-Hill Education,

Недостаток чувствительности ROA к величине рабочего капитала нивелирует показатель доходности инвестированного капитала.

Существует несколько модификаций показателя доходности активов. Они различаются в зависимости от того, как именно оцениваются активы компании. Это могут быть совокупные активы, операционные активы и чистые активы. Рассмотрим далее каждый из этих показателей.

### **Рентабельность совокупных активов (ROTA)**

Показатель ROA может быть модифицирован исходя из того, как определены активы организации. Первый подход – расчёт RONA, исходит из того, что активы определяются как все активы организации <sup>38</sup>.

$$ROTA_t = \frac{EBIT_t * (1 - tax\ rate_t)}{Total\ Assets_{t-1}}$$

Где  $EBIT_t * (1 - tax\ rate_t)$  – это операционный доход после уплаты налогов,

$Total\ Assets_{t-1}$  – совокупные активы компании

Данный показатель отражает доходность всех активов компании, которая соответствует величине активов в балансе компании. Ряд работ [Бернстайн, 1996; Ковалев, 2002; Damodaran, 1996]) указывает на то, что главным недостатком данного показателя является его подверженность различным источникам финансирования, таким как задолженность перед кредиторами. Он не позволяет рассмотреть эффективность управления рабочим капиталом с точки зрения управления одним целым.

Определение доходность компании через чистые активы позволяет учитывать управление рабочим капиталом компании, так как активы очищаются от кредиторской задолженности.

---

<sup>38</sup> Волков Д. Л., Никулин Е. Д. Операционная эффективность и фундаментальная ценность собственного капитала организации // Вестн. С.-Петербур. ун-та. Сер. Менеджмент. 2009. Вып. 1. С. 63–92

## Рентабельность чистых активов (RONA)

$$RONA_t = \frac{EBIT_t * (1 - tax\ rate_t)}{Net\ Assets_{t-1}}$$

Где  $EBIT_t * (1 - tax\ rate_t)$  – это операционный доход после уплаты налогов,

$Net\ Assets_{t-1}$  – чистые активы компании за период t-1.

Данный показатель также может обозначаться как ROIC – доходность инвестированного капитала, ROC – доходность совокупного капитала, ROCE – доходность задействованного капитала.

Показатель RONA рассмотрен в большом количестве работ, посвященных операционной результативности и финансовому анализу компании [Ковалев, Волоков, 2009, Ковалев, 2002; Hawawini, Viallet, 2007]. Несмотря на то, что показатель RONA нивелирует недостатки показателя ROTA, в нем все же нельзя выделить операционная или финансовую результативность, поскольку показатель дохода отражает как операционные доходы, так и процентные доходы. Несмотря на это, показатель RONA частично нивелирует влияние структуры капитала на результативность, так как учитывает только чистые активы компании в знаменателе.

Третий показатель оценивает доходность чистых операционных активов.

## Рентабельность чистых операционных активов (RNOA)

Указанные замечания к использованию показателей преодолевается при помощи использования третьего подхода к оценке активов компании.

$$RNOA_t = \frac{EBI_{t\ adj}}{Net\ Operating\ Assets_{t-1}}$$

Где  $EBI_{t\ adj}$  – это скорректированная на величину разницы между процентами к уплате и процентами к получению

$Net\ Operating\ Assets_{t-1}$  – чистые операционные активы компании за период t-1

[Penman, 2001; Koller, Goedhart, Wessels, 2005] указывали на то, что данный показатель результативности организации позволяет разделить операционную и финансовую деятельность компании. Последний подход к оценке активов указывает на необходимость проведения факторного анализа влияния рентабельности по финансовой и операционной

деятельности компании на общую рентабельности организации. Чистые операционные активы в данном случае определяются как разница между операционными активами и операционными обязательствами.

### **Рентабельность продаж (ROS)**

$$ROS_t = \frac{Earnings_t}{Sales_t}$$

Где  $Earnings_t$  – это показатель прибыли компании за период  $t$ ,

$Sales_t$  – величина продаж компании за период времени  $t$

Показатель рентабельности продаж позволяет оценить результативность компании с точки зрения маржинальности продаж. Этот показатель позволяет оценить какую долю занимают затраты в выручке, то есть оценивает, сколько денежных единиц прибыли генерирует одна денежная единица продаж компании. [Кузнецов и др., 2013] называет ROS одним из наиболее ключевых показателей при оценке уровня прибыльности организации. Кроме того, статья [Griffin, Mahon, 1997] включает показатель в число наиболее широко применимых показателей, приравнивая данный метод оценки ROA и ROE.

К плюсам использования показателя ROS относится возможность оценки компании на операционном уровне, учет операционных и процентных расходов для дальнейшего сравнения компаний, а также неподверженность показателя к манипуляциям во внутренних статьях отчетности.

Недостатками использования рентабельности продаж для оценки является отсутствие признанной нормы ROS, необходимо сравнивать организации между собой и по среднему показателю для отрасли. В отличие от показателей рентабельности активов и доходности собственного капитала, ROS не включает в себя структуру капитала.

### **Экономическая добавленная стоимость (EVA)**

$$EVA = Invested\ Capital_{t-1} * (ROIC_t - WACC_t),$$

Где  $Invested\ Capital_{t-1}$  – инвестированный капитал

$ROIC_t$  – доходность инвестированного капитала

$WACC_t$  – средневзвешенная стоимость капитала компании

С помощью показателя экономической добавленной стоимости можно оценить прирост ценности акционеров с точки зрения инвестированного в компанию капитала [Брейли, Майерс, 2000]. Главным преимуществом экономической добавленной стоимости является включение в показатель затрат на капитал. Поскольку данный показатель включает в себя весь капитал компании, он оценивает результативность компании в целом, а не только отдельных видов деятельности компании. Использование EVA позволяет нивелировать случайности при установлении цены на акцию [Stewart, 1991]. Основным недостатком использования показателя является трудность проводимых расчетов ввиду отсутствия информации по средневзвешенной стоимости капитала компаний.

Данный показатель может использоваться для оценки результативности отдельных бизнесов в портфеле компании, на основе чего можно принимать решения о том, как распределить денежные средства среди бизнес-единиц.<sup>39</sup> Кроме того, EVA применяется для оценки эффективности высшего менеджмента в компаниях [Ehrbar, 1999], [Cordeiro, Kent Jr., 2001].

## 2.4 Рыночные показатели результативности

Рыночные показатели результативности компании могут использоваться для оценки публичных компаний, которые имеют торгующиеся на рынке акции. Рыночные показатели позволяют оценить результативность компании с точки зрения инвестора и ценности, которую компания создаст для него, поскольку они включают в себя оценку будущих денежных потоков компании, которые отражают эффективность компании. Более того, рыночные показатели могут давать более чистую оценку, поскольку нивелируют какое-либо влияние на результативность со стороны компании, такое как манипуляции с прибылью и другие махинации. Рынок оценивает всю информацию доступную инвесторам и отражает ее в справедливой стоимости акций компании.

Несмотря на это, рыночные показатели могут отражать не реальную результативность компании, а лишь ожидания инвесторов о будущем благополучии компании.

Наиболее распространенным показателем для оценки рыночной результативности компании является коэффициент Tobin's Q.

---

<sup>39</sup> 10. Brealey, Richard A., and Stewart Myers. Principles of corporate finance //Tata McGraw-Hill Education, 2000

## Коэффициент Tobin's Q

Этот показатель отражает взаимосвязь между рыночной стоимостью компании и ее восстановительной стоимостью [Hall, 1993]. Он отражает оценку того, насколько эффективно распоряжается своими активами для создания ценности для инвестора. Q Тобина является востребованным показателем для оценки финансовой результативности компании в случаях, выявляющих связь между финансовой результативностью организации и структурой корпоративного управления [Berger, Ofek, 1995].

Основным недостатком использования данного показателя является сложность применения, а также большая затратность, связанная с большим количеством необходимых данных и приложенных вычислительных усилий [Chung, Pruitt, 1994].

Первоначально предложенная [Lucas, 1967] формула имеет следующий вид:

$$Tobin's Q_t = \frac{\text{Рыночная стоимость компании}_t}{\text{Восстановительная стоимость активов}_t}$$

Теоретическая модель предполагала, что организация, стремящаяся к максимизации своей прибыли, должна осуществлять инвестиционные решения после изменения рыночной стоимости капитала. В случае превышения рыночной ценности компании бухгалтерской, для организации целесообразно осуществить ряд инвестиций для выравнивания своего баланса. В обратном случае компании необходимо сократить текущие капиталовложения. Поскольку оценить восстановительную стоимость компании довольно трудно, исследователи используют модификацию формулы Тобина, в которой в знаменателе используется балансовая стоимость активов компании:

$$Tobin's Q_t = \frac{Market\ Value\ Equity_t + Book\ Value\ Debt_t}{Total\ Assets_t}$$

Где *Market Value Equity<sub>t</sub>* – это рыночная стоимость компании, рассчитанная как стоимость акции на количество акций в обращении

*Book Value Debt<sub>t</sub>* – балансовая стоимость долга компании

*Total Assets<sub>t</sub>* – балансовая стоимость совокупных активов компании

Коэффициент Тобина больший 1 означает, что компания создает ценность для инвесторов и результативно руководит имеющимися активами. То есть компания, используя свои активы, генерирует большую ценность, чем стоимость ее активов. Если коэффициент равен единице, то компания оценена рынком по своему номиналу, если

коэффициент меньше единицы, то инвесторы не ожидают создания ценности от компании. Низкое значение коэффициента сигнализирует о неэффективном управлении компанией менеджментом [Damodaran, 2002].

### **Добавленная рыночная стоимость (MVA)**

Данный показатель характеризует финансовую деятельность организации с позиции ее добавленной ценности, генерируемой для акционеров. Данный показатель оценивают совокупную деятельность фирмы, так как в показателе рыночной стоимости капитала и в показателе инвестированного компанией капитала отражаются все направления деятельности компании. Также, как и коэффициент Тобина, данный показатель может использоваться для оценки решений, принятых менеджментом компании, поскольку отражает создание добавленной этими решениями стоимости.

Одним из способов вычисления MVA является разность между рыночной ценностью компании и ее капиталом [Stewart III, 1990]:

$$MVA = \text{Рыночная стоимость капитала}_t - \text{Инвестированный капитал}_t$$

Положительные значения данного показателя означают, что стоимость компании превышает сумму капитала, использованного для финансирования этой стоимости. Отрицательное значение показателя сигнализирует о том, что компания “убавила” некоторое количество ценности из инвестиций своих акционеров.

Положительными аспектами использования MVA является включение в данный показатель возможности измерять относительный успех организации при создании ценности для своих инвесторов. Относительных успех в данном случае измеряется через управление и распределение дефицитных ресурсов. Добавленная рыночная стоимость позволяет оценить прибыль акционеров, а также само качество управления активами компании [Stewart, 1996]. Также плюсом использования MVA является включение в данный показатель не только будущих генерируемых потоков средств, но и инвестированного капитала и долга организации [Hillman, Keim, 2010]. MVA эффективно используется вместе с показателем TRS, дополняя сравнение результативности с рыночными ожиданиями оценкой будущей результативности компании в отношении осуществленных инвестиций, измеряемых в абсолютных величинах [Dobbs, Koller, 2005].

Основным недостатком использования MVA является сложность вычислений и расчетов.

### Совокупный доход акционеров (TSR)

Данный показатель оценивает результативность компании с точки зрения ее рыночной стоимости. Он позволяет измерить рост цен акций, а также дивиденды, выплаченные за год, в сравнении с ценой акции на начало периода.

В знаменателе находится разница в цене акции, которая отражает капитализированную доходность акционера и дивиденды, что отражает дивидендную доходность.

$$TSR_t = \frac{\text{Цена акции}_{t1} - \text{Цена акции}_{t0} + \text{Дивиденды}_{t1}}{\text{Цена акции}_{t0}} * 100\%$$

TSR будет принимать положительные значения при увеличении свободного денежного потока организации или же при росте цен на акции.

Положительными аспектами использования TSR является его широкая распространённость в процессе принятия инвестиционных решений. Он является единственным показателем эффективности обязательным к использованию публичными компаниями. TSR позволяет организации выстроить эффективную мотивационную систему для высшего менеджмента компании [Bender, Moir, 2016]. Показатель используется в исследованиях корпоративного управления, как фактор, влияющий на смещение руководящих лиц [Gregory-Smith, Thompson, Wright, 2009], а также как фактор определения размера вознаграждения менеджмента компании [Abowd, 2016].

Основным недостатком использования TSR является тот аспект, что совокупный доход акционеров не отражает операционной или финансовой эффективности бизнеса, а лишь оценку со стороны инвесторов на рынке. С другой стороны, если стоимость акции отражает всю имеющуюся информацию на рынке, то этот показатель будет оценивать общую эффективность ведения бизнеса. TSR не позволяет объективно учесть риск, который берет на себя компания при принятии решений. Акции компании, принимающей решения с высокой степенью риска, будут иметь большую доходность вследствие более волатильного свободного денежного потока и цен на сами акции. Совокупный доход акционеров является зависимым от ожиданий инвесторов, что предполагает его расчетливое использование высшим менеджментом компании [Deelder, Goedhart, Agrawal, 2008].

## Прибыль на акцию (EPS)

Еще одним показателем, который используется для измерения результативности компании, является прибыль на акцию [Hoshino, 2002; Kumar, Bansal, 2008]. Показатель позволяет оценить долю заработанной компанией чистой прибыли после уплаты налогов и привилегированных дивидендов, которая распределяется на каждого акционера компании<sup>40</sup>. Вычисляется показатель по следующей формуле:

$$EPS_t = \frac{\text{Чистая прибыль}_t - \text{Дивиденды на привилегированные акции}_t}{\text{Количество акций в обороте}_t}$$

Прибыль на акцию является одной из самых важных детерминант стоимости акции, поскольку напрямую отражает денежные потоки инвестору. Кроме того, показатель является одним из компонентов расчета показателя price-to-earnings [Besely, 2006].

Существует 5 типов прибыли на акцию. Отчетная прибыль на акцию, которая рассчитывается на основе бухгалтерской отчетности компании; текущая прибыль на акцию, которая включает в себя только стабильные денежные потоки, исключая скачки в финансовых показателях компании; формальная прибыль на акцию, в расчет которой включаются прибыли и затраты, которые подходят определенным критериям расчета показателя; однострочная прибыль на акцию – показатель, который компания использует в своих пресс-релизах, которая могла быть рассчитана в том числе внешними аналитиками; денежная прибыль на акцию, в расчета которой используется прибыль до вычета налогов, процентов и амортизации (ЕБИТДА)<sup>41</sup>.

## 2.5 Результативность сделок слияний и поглощений

В первой главе при анализе основных мотивов сделок слияния и поглощений были выделены главные драйверы для покупки компаний. В первую очередь компании задумываются о потенциальном синергетическом эффекте, которые можно получить от поглощения другой компании. Этот эффект может быть как операционным, так и финансовым. Несмотря на ожидания менеджеров получить синергии, зачастую компании не получают какой-либо ценности от сделки, а наоборот разрушают ценность компании. То есть ценность объединенной компании становится меньше суммы ценностей двух изолированных компаний. К таким последствиям обычно приводит излишняя уверенность

---

<sup>40</sup> Khan, Tahsan Rahman, et al. "How earning per share (EPS) affects on share price and firm value." (2014).

<sup>41</sup> Khan, Tahsan Rahman, et al. "How earning per share (EPS) affects on share price and firm value." (2014).

управляющих в том, что они смогут успешно интегрировать новую компанию в свои операции. Однако это оказывается сложнее, чем кажется. Решение о покупке компании – это лишь маленький шаг в сторону получения синергии. Самый важный этап в сделках – это интеграция двух компаний после сделки. Этот этап может растянуться во времени на многие месяцы и года.

Существует несколько подходов к оценке результативности сделок слияний и поглощений. Как и оценка результативности компании, результативность может оцениваться при помощи бухгалтерских показателей результативности и рыночных показателей результативности. При оценке сделки оценивается не ее изолированная результативность, а влияние сделки на результативность компании.

Исследуя операционную результативность сделок по слияниям и поглощениям, авторы приходили к неоднозначным результатам. [Bonaventura et. al., 2018] исследуя результативность сделок слияний и поглощений компаний, вышедших на IPO, обнаружили, что между сделками и результативностью, выраженной рентабельностью активов, присутствует статистически значимая прямая взаимосвязь. [Nicholsona, Salaberb, Cao 2015] в свою очередь обнаружили, что сделки слияний и поглощений отрицательно влияют на операционный показатель ROA. Авторы работ также приходили к выводам об отсутствии взаимосвязи между операционной результативностью и сделками слияний и поглощений [Rashid, Naeem, 2017]. Наряду с ROA, авторы исследований результативности MnA также используют и другие операционные показатели: ROE (рентабельность собственного капитала), ROS (рентабельность продаж) [Al-Hroot, 2016, Rashid, Naeem, 2017]. Несмотря на широту используемых финансовых показателей, рентабельность активов является наиболее часто используемым инструментом в оценке результативности сделок слияния и поглощений [Meeks G., 1981].

Для анализа рыночной результативности сделок слияний и поглощений чаще всего исследователи используют показатель кумулятивной сверхдоходности (cumulative abnormal return) [Benson et al, 2014, Bhagat, Malhotra, Zhu, 2011]. Этот показатель оценивает реакцию рынка на объявление о сделке. Основным недостатком данного метода является тот факт, что кумулятивная доходность никак не учитывает синергии, которые могут возникнуть после интеграции двух компаний. Помимо краткосрочной реакции рынка исследователи также оценивают долгосрочную реакцию, используя показатель buy and hold abnormal return (BHAR). По сути, этот метод является аналогом CAR, но оценивает реакцию на событие в большем промежутке времени. Такой метод используется в том числе в исследованиях результативности сделок слияний и поглощений компаний, вышедших на IPO [Yu and Wen, 2015].

Для оценки рыночной результативности авторы также часто используют показатель Tobin's Q. Этот показатель также очень часто используется, поскольку позволяет оценить не только рыночную составляющую результативности, выраженную в стоимости компании, а также учитывает бухгалтерский показатель совокупной величины активов. Tobin's Q использовался для оценки результативности сделок слияний и поглощений в недавних исследованиях [Hejazi, Ghanbari and Alipour, 2016].

Помимо упомянутых выше финансовых показателей исследователи также прибегают к использованию роста компании, как прокси результативности [Gomes et al, 2013; Gugler et al, 2013]. Поскольку рост компании – это изменение ее размера или финансового показателя, исследователи используют различную базу для оценки роста. Наиболее часто используемым показателем является выручка фирмы. Помимо выручки исследователи также измеряют рост через увеличение количества сотрудников или же совокупных активов компании.

## **Выводы по второй главе**

В третьей главе был проведен анализ показателей результативности компании. Существует две основных группы показателей результативности: бухгалтерские и рыночные. Первые оценивают непосредственно операционную результативность компании, а вторые учитывают рыночную оценку компании для измерения результативности. Далее в главе была отдельно проанализирована результативность сделок по слияниям и поглощениям. Поскольку результативность сделки оценивается как эффект на результативность компании, в следующей главе понятия результативности сделки слияний и поглощений и влияние сделки слияний и поглощений на результативность компаний будут использоваться как синонимы.

Анализ результативности и проведенных исследований на тему результативности сделок слияний и поглощений позволил выделить финансовые показатели, которые большего всего подойдут для последующего использования. Как видно из анализа результатов предыдущих работ, исследователи приходят к разным результатам, в том числе при использовании одного и того же показателя результативности. Для полноты исследования и анализа с точки зрения операционной результативности и рыночной результативности в работе будут использованы обе группы показателей, бухгалтерский и рыночный. В качестве бухгалтерского показателя была выбрана рентабельность активов (ROA), поскольку является наиболее часто используемым показателем и наименее подвержен различным предубеждениям. Для оценки рыночной результативности был выбран показатель Tobin's Q. Он является одним из самых популярных показателей не

только для оценки результативности сделок слияний и поглощений, но и для оценки финансовой результативности компаний в целом.

## ГЛАВА 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ КОМПАНИЙ, ВЫШЕДШИХ НА IPO

### 3.1 Методология и спецификация модели

Преыдущие исследования результативности сделок по слияниям и поглощениям использовали бухгалтерские или рыночные показатели для оценки долгосрочной результативности компаний [Zollo and Meier, 2008]<sup>42</sup>. Поскольку сделки по слияниям и поглощениям могут влиять как на операционные денежные потоки, так и на стоимость компании, исследование влияния сделок на результативность будет проводиться с использованием бухгалтерского показателя результативности и рыночного показателя результативности.

Для исследования операционной результативности наиболее подходящим показателем является ROA, или рентабельность активов. Показатель позволяет определить ценность, создаваемую для компании через операционные денежные потоки. В работах, посвященных результативности сделок по слияниям и поглощениям после выхода на IPO, используя доходность активов, исследователи также получали неоднозначные результаты. Компании, которые совершают сделки по слияниям и поглощениям с целью диверсификации, не имеют различий в операционной результативности по сравнению с компаниями, которые не совершают сделок по слияниям и поглощениям в первый год после выхода на публичный рынок [Giuduci, 2018]. В исследовании [Bonaventura et. al., 2018] авторы пришли к выводу, что компании, совершавшие сделки по слияниям и поглощениям после выхода на публичный рынок, имели более высокие показатели результативности по сравнению с компаниями, которые их не совершали.

[Bonaventura et. al., 2018] пришли к выводу, что сделки по слияниям и поглощениям, совершенные в первый год после выхода на публичный рынок не являются основным драйвером снижения результативности компании, а наоборот повышают операционную результативность компании.

Для оценки результативности при помощи рыночного показателя в исследовании будет использоваться показатель Tobin's Q. Данный показатель и рыночная добавленная стоимость являются наиболее распространенными инструментами для оценки результативности деятельности компании [Al-Matari E., Al-Swidi A., Bt Fadzil F., 2014].

---

<sup>42</sup> Zollo M, Meier D. 2008. What is M&A performance? *Academy of Management Perspectives* 22: 55–77.

В работах, посвященные исследованию результативности сделок по слияниям и поглощениям компаний, вышедших на IPO, были обнаружены неоднозначные результаты взаимосвязи рыночной результативности и наличия сделок по слияниям и поглощениям. [Brau, Couch and Sutton, 2012] в своем исследовании выявили, что компании, совершающие сделки по слияниям и поглощениям в первый год после выхода на IPO, имели доходность на 30% меньше, чем компании, которые не совершали сделок в первый год после выхода на публичный рынок. Однако [Yu and Wen, 2015], исследуя сделки по слияниям и поглощениям тайваньских компаний, пришли к выводу, что компании, совершающие сделки в первые 5 лет после выхода на IPO, более результативны через 3 и через 5 лет после выхода на публичный рынок.

На основе анализа литературы, посвященной результативности сделок по слияниям и поглощениям после выхода на публичный рынок, были выдвинуты следующие гипотезы относительно результативности сделок:

*H1: Результативность компаний, завершивших хотя бы 1 сделку M&A в первый год после выхода на IPO, ниже в году сделки, чем компаний, ее не заключавших.*

*H2: Результативность компаний, завершивших хотя бы 1 сделку M&A в первые 3 года после выхода на IPO, ниже в году последней сделки, чем компаний, ее не заключавших.*

*H3: Результативность компаний, завершивших хотя бы 1 сделку M&A в первые 5 лет после выхода на IPO, ниже в году последней сделки, чем компаний, ее не заключавших.*

### 3.1.1 Регрессионная модель с рыночным показателем результативности

Для исследования результативности сделок по слияниям и поглощениям с использованием рыночного показателя результативности была выбрана модель вида:

$$Tobin's Q_{it} = \beta_0 + \gamma_1 MnA_{it} + \beta_1 Proceeds_{t0} + \beta_2 Leverage_{it-1} + \beta_3 Size_{it-1} + \beta_4 CapEx_{it-1} + \gamma_2 Crisis_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Где *Tobin's Q<sub>it</sub>* – это величина показателя Tobin's Q в момент времени t,

*MnA<sub>it</sub>* – это бинарная переменная, принимающая «1», если компания заключала сделки по слияниям и поглощениям в период времени t0-ti, и «0», если не заключала,

*Proceeds<sub>t0</sub>* – это величина денежных средств, привлеченных на IPO,

*Leverage<sub>it-1</sub>* – долговая нагрузка компании, выраженная отношением долга компании в период времени t-1 к совокупным активам в период времени t-1,

*Size<sub>it-1</sub>* – размер компании в период времени t-1, рассчитанный как натуральный логарифм совокупных активов компании в период времени t-1,

$CapEx_{it-1}$  – капитальные затраты компании, выраженные через отношение капитальных затрат в период времени t к совокупным активам в период времени t

$Crisis_{it}$  – бинарная переменная, принимающая значение 1, если наблюдение произведено в кризисный год,

$\beta_0, \beta_0, \beta_0, \beta_0, \gamma_1, \gamma_1$  – неизвестные параметры,

$\varepsilon_{it}$  – случайная величина, обозначающая неучтенные в модели факторы.

В качестве зависимой переменной используется рыночный показатель Tobin's Q, поскольку он является наиболее распространенной мерой рыночной результативности и тесно связан с благосостоянием акционеров компании. В качестве независимых переменных были выбраны: наличие сделок по слияниям и поглощениям, величина денежных средств привлеченных на IPO, долговая нагрузка компании, размер компании, капитальные затраты, кризисные года.

### 3.1.1 Регрессионная модель с бухгалтерским показателем результативности

Для исследования результативности сделок по слияниям и поглощениям с использованием бухгалтерского показателя результативности была выбрана модель вида:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \gamma_1 MnA_{it} + \beta_1 Proceeds_{t0} + \beta_2 Leverage_{it-1} + \beta_3 Size_{it-1} + \beta_4 CapEx_{it-1} + \gamma_2 Crisis_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Где  $ROA_{it}$  – это величина показателя ROA в момент времени t,

$MnA_{it}$  – это бинарная переменная, принимающая «1», если компания заключала сделки по слияниям и поглощениям в период времени t0-ti, и «0», если не заключала,

$Proceeds_{t0}$  – это величина денежных средств, привлеченных на IPO,

$Leverage_{it-1}$  – долговая нагрузка компании, выраженная отношением долга компании в период времени t-1 к совокупным активам в период времени t-1,

$Size_{it-1}$  – размер компании в период времени t-1, рассчитанный как натуральный логарифм совокупных активов компании в период времени t-1,

$CapEx_{it-1}$  – капитальные затраты компании, выраженные через отношение капитальных затрат в период времени t к совокупным активам в период времени t

$Crisis_{it}$  – бинарная переменная, принимающая значение 1, если наблюдение произведено в кризисный год,

$\beta_0, \beta_0, \beta_0, \beta_0, \gamma_1, \gamma_1$  – неизвестные параметры,

$\varepsilon_{it}$  – случайная величина, обозначающая неучтенные в модели факторы.

В качестве зависимой переменной используется рентабельность активов компании, как показатель операционной результативности компании. В качестве независимых переменных были выбраны: наличие сделок по слияниям и поглощениям, величина денежных средств привлеченных на IPO, долговая нагрузка компании, размер компании, капитальные затраты, кризисные года.

### 3.1.1 Описание переменных модели

#### Зависимые переменные

#### Коэффициент Tobin's Q

Данный коэффициент несет в себе следующий смысл – это отношение рыночной стоимости физических активов к стоимости их замещения. Поскольку стоимость замещения активов не может быть рассчитана с использованием доступных данных, в знаменателе используется величина активов компании:

$$Tobin's Q_{ij} = \frac{MVE_{it} + Debt_{it}}{TA_{it}}$$

Где  $MVE_{it}$  – это ценность собственного капитала, посчитанная как стоимость акции компании, умноженная на количество акций в обращении на момент времени  $t$ ,

$Debt_{it}$  – балансовая стоимость долга компании на момент времени  $t$ ,

$TA_{it}$  – балансовая стоимость активов компании на момент времени  $t$ .

Показатель Tobin's Q отражает созданную экономическую ценность для инвестора, если рыночная стоимость активов превышает их стоимость замещения. Если отношение равно 1, то компания торгуется по своей номинальной стоимости. Если отношение меньше 1, то это является сигналом для инвестора о том, что компания не создает экономической ценности.

Для быстрорастущей компании рыночный показатель может увеличиваться намного более быстрыми темпами, чем бухгалтерские показатели рентабельности. Но также может происходить обратное, когда крупная компания, которая имеет высокие бухгалтерские доходности, имеет низкую результативность по рыночным показателям [Mukhopadhyay and Chakraborty, 2017].

В данном исследовании будет исследована результативность IPO компаний с помощью показателя Tobin's Q через 1, через 3 года и через 5 лет после выхода на публичный рынок [Zollo and Meier, 2008, Ellis et al., 2011, Hasja, Liou and Ellstrand, 2019, Ben Amor and Kooli, 2016, Trujillo, Garcia-Morales, Kabaritti and Anderon, 2019].

### **Доходность активов (ROA)**

Рентабельность активов служит мерой оценки исторической результативности компании и является показателем, который оценивает фирму в ретроспективе [Mukhopadhyay and Chakraborty, 2017]. Компании с более высоким показателем рентабельности активов создают больше ценности инвесторам [Titman et al., 2004]. Более того, этот показатель оценивает как доходность компании, так и ее эффективность в целом [Skousen et al., 2009].

Доходность активов рассчитывается по следующей формуле:

$$RoA_{ij} = \frac{EBIT_{it}}{TA_{it-1}}$$

Где  $EBIT_{it}$  – операционный доход компании за период времени  $t$ ,

$TA_{it-1}$  – величина активов компании за период  $t-1$

В данном исследовании данный показатель будет использоваться для оценки бухгалтерской доходности, вызываемой исключительно внутренним ростом. Исследования, посвященные результативности компаний, часто используют данный показатель как один из основных факторов [Mukhopadhyay and Chakraborty, 2017, Michaelides, Tsionas, Konstantakis, Xidonas, 2019]

### **3.1.2 Независимые переменные**

#### **Влияние сделок по слияниям и поглощениям (модель 1,2)**

Для отслеживания различий в результативности компаний, вышедших на IPO и совершавших сделки по слияниям и поглощениям, от компаний, вышедших на IPO и не совершавших сделки по слияниям и поглощениям, будет использована бинарная переменная. Переменная принимает значение «1», если компания заключала хотя бы одну сделку по слияниям и поглощениям в период оценки результативности компании и значение «0», если не заключала ни 1 сделки.

Например, при оценке результативности компании через 3 года после выхода на публичный рынок бинарная переменная будет принимать значение «1», если компания за 3 года после первичного предложения заключила хотя бы одну сделку. Идентичный подход используется в аналогичных исследованиях результативности сделок по слияниям и поглощениям компаний, вышедших на IPO [Ben Amor and Kooli, 2017, Yu and Wen, 2015, Giuduci, 2018].

## **Величина денежных средств, привлеченных на IPO**

При анализе результативности сделок по слияниям и поглощениям компаний, вышедших на IPO, одним из главных факторов, влияющим на последующие слияния и поглощения, является величина денежных средств, которые компания получила при размещении акций на публичном рынке. Привлеченные средства компания может использовать как для внутреннего роста через инвестиции в капитальные затраты и исследования и разработку, так и для неорганического роста путем реструктуризации. Компании, которые привлекают больше средств на IPO, зачастую могут совершить несколько сделок по покупке компаний в течение первых лет после выхода на публичный рынок [Ben Amor and Kooli, 2017]. Более того, компании с большим капиталом, привлеченным на IPO, совершают сделки по слияниям и поглощениям чаще, чем компании, которые привлекли относительно небольшое количество денежных средств. Величина денежных средств, полученных от первичного предложения, положительно взаимосвязана с количеством сделок, совершенных в первые годы после первичного предложения [Celikyurt et. al., 2010]. Несмотря на подобные результаты исследований, авторы схожих статей пришли к выводу, что денежные средства являются далеко не самым важным фактором в результативности IPO компаний [Novakimian and Hutton, 2010, Yu and Wen, 2015].

В данном исследовании величина денежных средств, привлеченных на IPO будет вычисляться следующим образом:

$$Proceeds_{t_0} = Ln(Proceeds_{t_0})$$

Где  $Proceeds_{t_0}$  – это величина денежных средств, привлеченных при первичном публичном предложении акций

Идентичный подход используется в большинстве исследований на тему результативности сделок по слияниям и поглощениям компаний, вышедших на IPO [Bonavetura et. al., 2018, Ben Amor and Kooli, 2017, Yu and Wen, 2015, Ben Amor and Kooli, 2016].

## **Финансовый леверидж**

Долг компании влияет непосредственно на ее рыночную ценность [Hall and Hall, 1993]. Величина долга также является мерой риска компании и, следовательно, негативно

влияет на результативность фирмы [Hejazi, Ghanbari and Alipour, 2016]. Компании, которые используют нераспределенную прибыль вместо долга имеет более высокие показатели результативности [Alipour et al., 2015]. Прокси переменная для обремененности долгом может быть вычислена как отношение величины долга к рыночной капитализации [Fatemi et al. 2017], как отношение долга к цене собственного капитала [Wang et al. 2014] и как отношение долга к активам, как показатель корпоративного долга компании [Kim and Bettis, 2013, Kwon 2018, Tampakoudis and Anagnostopoulou. 2020]. В данном исследовании будет использовано отношение долга к балансовой стоимости компании в соответствии с последними исследованиями.

$$Lev_{ij} = \frac{Debt_{it}}{TA_{it}}$$

Где  $Debt_{it}$  – балансовая стоимость долга компании в момент времени t,

$TA_{it}$  – Балансовая стоимость активов компании в момент времени t

В исследованиях результативности сделок по слияниям и поглощениям используется идентичный подход. [Bonaventura et. al., 2018] также используют балансовую стоимость долга, нормированную на совокупные активы компании, в качестве показателя финансового левериджа.

### **Размер компании (модель 1)**

Размер компании может значительно влиять на будущие темпы роста компании, поскольку операционная результативность крупных компаний может быть выше благодаря имеющимся ресурсам и опыту [Majundar, 1997, Cooley and Quadrini, 2001]. Размер компании может также сказывать и на эффективности интеграции компаний после сделки [Huang, Zhu and Brass, 2016].

В качестве прокси переменной используются такие показатели как выручка, число сотрудников компании и балансовая стоимость активов. Первые два показателя сильно подвержены влиянию внешних факторов со стороны рынка, которые нивелируются при использовании балансовой стоимости активов компании в качестве показателя для размера компании.

Размер компании в данном исследовании будет определяться как натуральный логарифм балансовой стоимости активов [Alipour, 2012, Heimeriks and Duysters, 2007, Kim and Bettis, 2013]:

$$Size_{ij} = Ln(TA_{it})$$

Где  $TA_{it}$  – это балансовая стоимость активов компании в момент времени  $t$

[Bonavetura et. al., 2018, Guidici, 2017] также используют величину совокупных активов компании как прокси размера в исследованиях результативности сделок по слияниям и поглощениям компаний, вышедших на IPO.

## Размер компании (модель 2)

Поскольку во второй модели результативность оценивается при помощи бухгалтерского показателя, а именно ROA, использовать величину активов как прокси размера не корректно, так как между зависимой и независимой переменной присутствует функциональная зависимость. Чтобы исключить из модели зависимость, в качестве прокси размера компании можно использовать число сотрудников компании или величину ее выручки. Поскольку в исследования результативности сделок по слияниям и поглощениям в качестве прокси размера используется выручка компании, было принято решение использовать именно этот финансовый показатель [Brau, Couch and Sutton, 2012].

Выручка компании представлена следующей формулой:

$$Size_{ij} = Ln(Sales_{it})$$

Где  $Sales_{it}$  – это выручка компании за период времени  $t$

## Капитальные затраты

Капитальные затраты напрямую связаны с результативностью компании [Kim and Bettis, 2013], что позволяет контролировать эффекты на уровне каждой компании. Это статья затрат влияет на рост компании и на совершаемые ей инвестиции, что, в свою очередь положительно влияет на стоимость компании [Aguir and Aguir, 2020]. [Yang, Yu, Zhang and Zhou, 2019] не обнаружили значимого влияния капитальных затрат на результативность компании, однако отмечают, что это может происходить по причине того, что инвестиции в капитальные затраты одинаково увеличивают как рыночную стоимость, так и балансовую стоимость.

Капитальные затрат будут оцениваться как отношение капитальных затрат к величине совокупных активов компании:

$$CapEx_{ij} = \frac{Capital\ Expenditures_{it}}{TA_{it}}$$

Где  $Capital\ Expenditures_{it}$  – это величина капитальных затрат компании за год  $t$ ,  
 $TA_{it}$  – Балансовая стоимость активов компании в момент времени  $t$

[Bonaventura et. al., 2018] используют такой же подход, нормируя величину капитальных затрат на величину совокупных активов компании. Капитальные затраты являются одним из ключевых факторов внутреннего роста компании. Большие инвестиции во внутренний рост ассоциируются с лучшей долгосрочной результативностью компании [Jain and Kini, 2008].

## **Кризис**

Кризис в стране может сильно повлиять на результативность компаний и точки зрения рыночной оценки, и с точки зрения операционной результативности. Для того, что оценить влияние кризисов 1998 года и 2008 года, в модель была добавлена бинарная переменная, при помощи которой можно будет оценить взаимосвязь между кризисными годами и результативность, в том числе оценить направление взаимосвязи.

## **3.2 Формирование выборки и описательная статистика**

### **3.2.1 Формирование выборки**

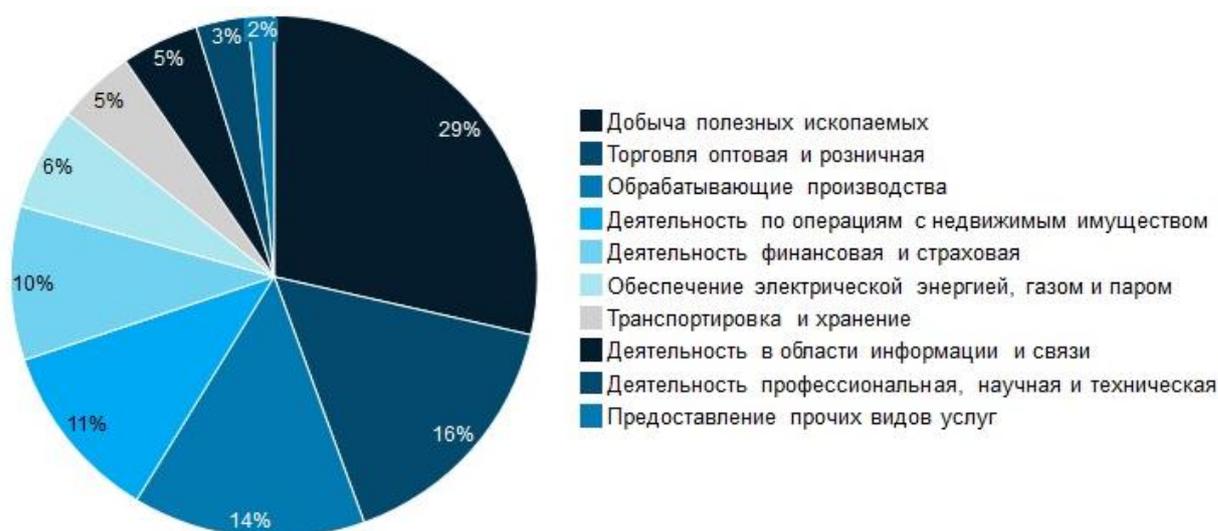
При формировании выборки были использованы следующие источники данных:

1. База данных Zephyr Burau Van Dijk для сбора данных о сделках IPO в России и сделках по слияниям и поглощениям IPO компаний
2. Thompson Reuters Datastream для сбора данных о финансовых показателях соответствующих компаний
3. Годовые финансовые отчеты компаний

В работе проводится исследование результативности IPO компаний России, которые совершают сделки по слияниям и поглощениям в первые 5 лет после выхода на IPO. Формирование выборки происходила путем сбора информации обо всех публичных компаниях России, которые совершили первичное предложение акций в период с 2002 года по 2013 год. Такой период времени обоснован тем, что исследование оценивает взаимосвязь сделок по слияниям и поглощениям выхода на IPO и результативностью всех российских компаний в целом, а не только определенного периода, который может быть подвержен влиянию внешних факторов, влияющих на результаты исследования и последующую интерпретацию результатов.

Учитывая, что целью исследования является оценка результативности IPO компаний России, выборка составлялась исключительно по компаниям, которые реализовывали первичное предложение на российских биржах, которые в 2011 году были объединены в биржевой холдинг Московская Биржа. Это связано в первую очередь с тем, что показатели результативности, которые имеют одной из составляющих рыночный индикатор, могут быть подвержены разной реакции со стороны инвестором из разных стран, что скажется на результатах исследования.

Для полноты исследования был наложен ряд критериев, по которым отбирались компании для выборки. Во-первых, компании должна проводить первичное публичное предложение на российской бирже. Во-вторых, компания должна существовать минимум 5 лет после выхода на IPO. После удаления этих фирм в выборке осталось 63 российских компаний, совершавших IPO с 2002 по 2013 год. В выборке присутствуют компании из разных отраслей, классификация которых производилась по общероссийскому классификатору видов экономической деятельности (ОКВЭД). Структура по отраслям получилась следующая: 29% компаний из отрасли «Добыча полезных ископаемых», 16% «Торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспортных средств и мотоциклов», 14% «Обрабатывающие производства», 11% «Деятельность по операциям с недвижимым имуществом», 10% «Деятельность финансовая и страховая», 6% «Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха», 5% «Транспортировка и хранение», 5% «Деятельность в области информации и связи», 3% «Деятельность профессиональная, научная и техническая», 2% «Предоставление прочих видов услуг».



*Рис 1. Распределение компаний по отраслям*

Всего компаниями из выборки было совершено 63 IPO с 2002 по 2013 год. Количество сделок и частота сделок по годам представлены в таблице:

**Таблица 3.** Количество сделок и частота IPO в России по годам

<b>Год</b>	<b>Количество</b>	<b>Частота</b>
2002	1	2%
2003	1	2%
2004	4	6%
2005	3	5%
2006	9	14%
2007	20	32%
2008	4	6%
2009	2	3%
2010	8	13%
2011	6	10%
2012	1	2%
2013	4	6%

Как видно из таблицы, самыми активными периодами для публичного первичного предложения в выборке были года 2006-2007. В этот период вышли на IPO 29 из 63 компаний, что составляет 46% всей выборки. Действительно, этот период был самым активным на рынке IPO в России. Компании размещали акции не только на российских биржах, но и на зарубежных.

Для исследования были выбраны сделки по слияниям и поглощениям, которые осуществлялись в первые 5 лет после выхода на публичный рынок. Фильтрация сделок происходила по нескольким критериям. Во-первых, поглощающая компания должна получить контролируемую долю в компании, либо выкупить ее полностью. Если компания не получает полный контроль над целевой компанией, то общей интеграции компаний может и не произойти, из-за чего не будет достигнут синергетический эффект. Во-вторых, сумма сделки должна превышать 5% от величины совокупных активов компании. Если сделка имела совсем незначительный размер, то компания более вероятно не получит каких-либо выгод, которые отразятся на ее финансовых результатах. В-третьих, все сделки должны иметь статус «завершенная», так как в будущем сделка может и не состояться, если еще не была завершена. В конечной выборке сделок 7 компаний совершали сделки по слияниям и поглощениям в первый год после выхода на публичный рынок. Во второй год

таких компаний было уже 8, с третьего по пятый год сделки по слияниям и поглощениям совершали 10 компаний.

Обзор сделок представлен в таблице:

**Таблица 4.** Обзор выборки сделок поглощений для отобранных компаний

Год	Количество сделок	Суммарная стоимость сделок	Частота сделок
2003	7	\$ 37400 000	18%
2004	3	\$ 38418 582	8%
2006	4	\$ 460757 905	10%
2007	11	\$ 469740 502	28%
2008	5	\$ 175199 707	13%
2009	4	\$ 377361 000	10%
2010	5	\$ 416493 236	13%
2014	1	\$ 30000 000	3%
<b>Всего</b>	<b>40</b>	<b>\$ 2 005 370 932</b>	<b>100%</b>

Можно заметить, что имеются схожие с IPO тенденции в сделках по слияниям и поглощениям компаний, которые вошли в выборку. Наибольшее число сделок приходится на 2007 год. Общая стоимость сделок также самая большая в 2007 году. Суммарная стоимость сделок по слияниям и поглощениям за весь период исследования для отобранных компаний составила 2 миллиарда долларов США.

Также стоит рассмотреть сделки по слияниям и поглощениям в разрезе ежегодной активности с момента выхода на IPO. Важно понимать, как компании вовлекаются в сделки по поглощениям других компаний с момента публичного предложения и получения больших сумм денежных средств в свое распоряжение. Обзор сделок в разрезе количества лет после выхода на публичный рынок представлены в таблице:

**Таблица 5.** Обзор сделок от года выхода на IPO

Год после выхода на IPO	Количество сделок	Суммарная стоимость сделок	Частота сделок
Первый год (t1)	17	\$ 609 771 354	43%
Второй год (t2)	7	\$ 320 617 719	18%
Третий год (t3)	8	\$ 567 361 570	20%
Четвертый год (t4)	2	\$ 59 509 243	5%

Пятый год (t5)	6	\$ 448 111 046	15%
<b>Всего</b>	<b>40</b>	<b>\$ 2 005 370 932</b>	<b>100%</b>

В компаниях выборки наблюдается самая высокая активность в сделках по слияниям в первый год после выхода на публичный рынок. 43% сделок было совершено в первый же год. Суммарная стоимость сделок также была самой большой в первый год после выхода на IPO. Эти результаты соответствуют проделанным ранее исследованиям по компаниям других стран. Получив деньги на публичном рынке, компания может сразу использовать их для покупки других компаний. Также компания может использовать свои акции в качестве валюты для оплаты сделок.

В выборе также присутствуют компании, совершавшие более одной сделки в году. Наибольшее количество компаний, совершавших более 1 сделки, наблюдается в самом первом году после выхода на публичный рынок. Более того, в выборке присутствует компания, которая совершила 7 сделок в первый же год после публичного предложения.

Анализ неоднократных поглотителей представлен в таблице:

**Таблица 6.** Анализ компаний, совершавших более 1 сделки в каждом году

Год после выхода на IPO	Компаний, совершивших более 1 сделки в году	Максимальное количество завершённых сделок в году	Среднее количество сделок на компанию, совершавшую сделки
Первый год (t1)	3	7	2.4
Второй год (t2)	2	2	1.4
Третий год (t3)	2	4	2
Четвертый год (t4)	0	0	0
Пятый год (t5)	2	3	3
<b>Всего</b>	<b>9</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Анализ выбранных компаний и сделок по слияниям и поглощениям показывает, что фирмы действительно активно поглощают другие компании, начиная с первого года. Более того, на российском рынке есть компании, которые совершают более одной сделки ежегодно. Предварительные результаты анализа выборки позволяют провести параллель с другими исследованиями на данную тему. Действительно, можно предположить, что сделки по слияниям и поглощениям являются одним из самых важных драйверов публичного предложения. Помимо большого количества денежных средств, привлекаемых от инвесторов, компании также получают в свое распоряжение ликвидные акции, которые можно легко использовать в качестве валюты для покупки других компаний.

### 3.2.1 Описательная статистика

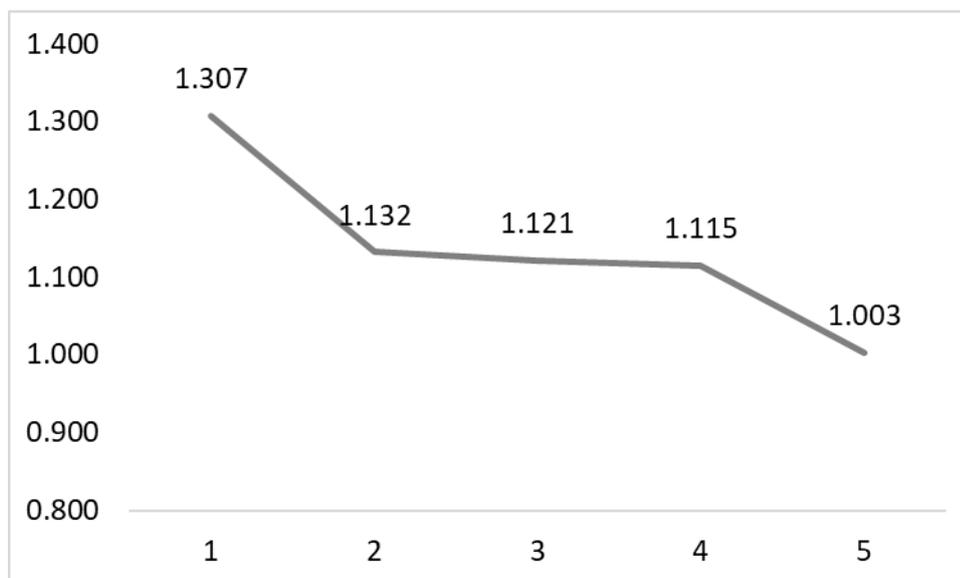
В таблице ниже представлена описательная статистика всех переменных для всей выборки компаний. Поскольку исследование результативности проводится в кратко, средне и долгосрочной перспективе, описательная статистика будет также представлена в каждый из пяти лет наблюдений.

**Таблица 7.** Описательная статистика всей выборки компаний

Название переменной	Год после выхода на IPO	Количество наблюдений	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум
<b>Tobin's Q</b>	1	63	1.307	0.850	0.107	4.230
	2	63	1.132	0.797	0.110	4.064
	3	63	1.121	0.707	0.078	4.086
	4	63	1.115	0.639	0.149	2.774
	5	63	1.003	0.594	0.189	3.001
<b>ROA</b>	1	63	0.064	0.104	-0.281	0.333
	2	63	0.061	0.106	-0.282	0.310
	3	63	0.069	0.081	-0.114	0.236
	4	63	0.065	0.090	-0.142	0.385
	5	63	0.055	0.083	-0.325	0.293
<b>Proceeds</b>	0	63	22.792	1.582	18.891	26.385
<b>Leverage</b>	1	63	0.282	0.177	0.000	0.780
	2	63	0.285	0.202	0.000	1.091
	3	63	0.298	0.222	0.000	1.188
	4	63	0.319	0.234	0.000	1.107
	5	63	0.323	0.248	0.000	1.105

<b>Size (Активы)</b>	1	63	17.747	1.824	13.308	22.067
	2	63	17.927	1.861	13.616	21.998
	3	63	18.094	1.894	13.621	22.171
	4	63	18.276	1.925	13.621	22.632
	5	63	18.326	1.988	13.819	22.721
<b>Size (Продажи)</b>	1	63	17.150	1.752	9.862	20.617
	2	63	17.317	1.793	10.564	20.884
	3	63	17.453	1.786	11.176	20.820
	4	63	17.597	1.789	11.347	21.067
	5	63	17.631	1.950	11.524	21.368
<b>CapEx</b>	1	63	0.089	0.084	0.001	0.418
	2	63	0.086	0.091	0.000	0.493
	3	63	0.069	0.055	0.000	0.231
	4	63	0.066	0.058	0.000	0.318
	5	63	0.056	0.053	0.000	0.276
<b>MnA</b>	1	63	0.111	-	0.000	1.000
	2	63	0.127	-	0.000	1.000
	3	63	0.159	-	0.000	1.000
	4	63	0.159	-	0.000	1.000
	5	63	0.159	-	0.000	1.000
<b>Crisis</b>	1	63	0.0794	-	0.000	1.000
	2	63	0.2222	-	0.000	1.000
	3	63	0.0794	-	0.000	1.000
	4	63	0.0794	-	0.000	1.000
	5	63	0.0317	-	0.000	1.000

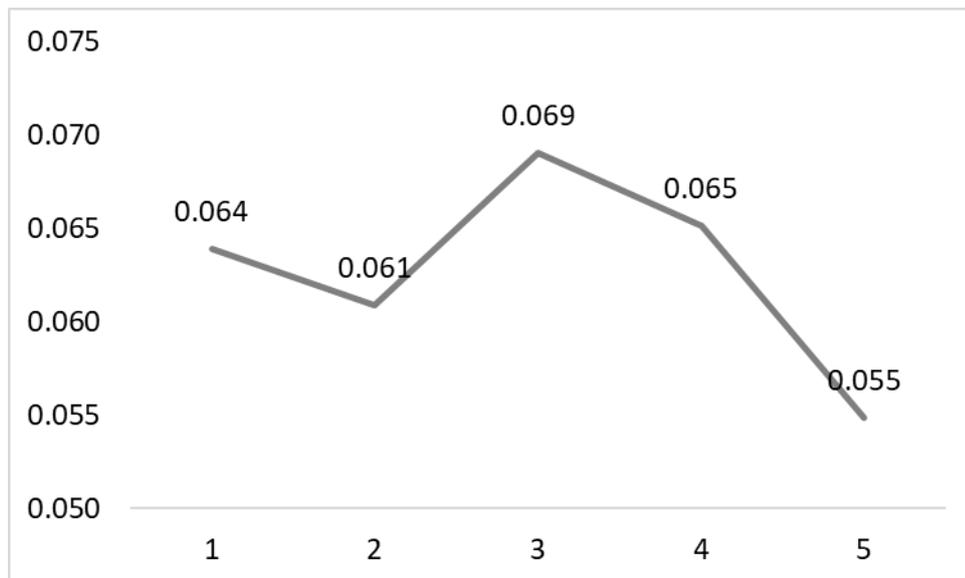
На графике ниже представлена динамика показателя Tobin's Q в 1-5 год наблюдения компаний:



**Рис 2.** Динамика среднего Tobin's Q для всей выборки компаний в 1-5 года после выхода на IPO

На протяжении всех 5 лет после выхода на IPO компании имели величину показателя Tobin's Q больше единицы, что говорит о том, что компании торговались выше своей балансовой стоимости. В первый год после первичного предложения компании имели самый высокий показатель Tobin's Q, который равнялся 1.3. В следующий же год после первичного предложения этот показатель падает и остается более стабильным на протяжении следующих трех лет. Величина показателя значительно уменьшается на 5 год наблюдений. Падение спустя 5 лет может происходить по разным причинам, но если отдельно проанализировать первый год, то можно предположить, что, ожидания инвесторов относительно российских компаний были более высокими по сравнению с последующими годами. Возможно, на второй год после публичного предложения компании продемонстрировали плохие финансовые результаты, что сказалось на ожиданиях инвесторов относительно будущих денежных потоков.

Далее на графике представлена динамика операционного показателя ROA за все 5 лет после первичного публичного предложения:



**Рис 3.** Динамика среднего ROA для всей выборки компаний в 1-5 года после выхода на IPO

При анализе операционного показателя не прослеживается схожих с рыночным показателем трендов. В первый год компании имели доходность активов в среднем 6.4%. В следующий год показатель остается примерно на том же уровне, но на третий год он значительно прирастает. В четвертый и пятый год наблюдается нисходящий тренд операционного показателя.

Размер компании выражен натуральным логарифмом от совокупных активов компании. С каждым годом средняя величина активов компаний увеличивалась. Одним из важнейших факторов влияющим на рост, является привлечение денежных средств на IPO. Компании инвестируют в основные средства, тем самым наращивая свои размеры, выраженные в величине активов. Продажи компаний из выборки также росли на протяжении всех 5 лет после IPO.

При анализе долговой нагрузки также можно обнаружить, что наблюдается положительный тренд. С каждым годом величина долга компаний увеличивается, что соответствует предыдущим работам на тему первичного публичного предложения. Публичной компании доступно больше источников долгового капитала, поскольку она публично раскрывает свою отчетность и основную деятельность, что позволяет найти большее количество источников долга.

Наибольшая величина инвестиций в капитальные затраты была произведена в первые два года после публичного предложения. Начиная с 3 года, компании снизили инвестиции в капитальные затраты. В первую очередь это связано с привлеченными на IPO денежными средствами, которые используются для внутреннего роста в первые годы.

Относительно бинарных переменных можно лишь сказать, что в кризисные для российской экономики время было произведено от 3% до 22% всех наблюдений в

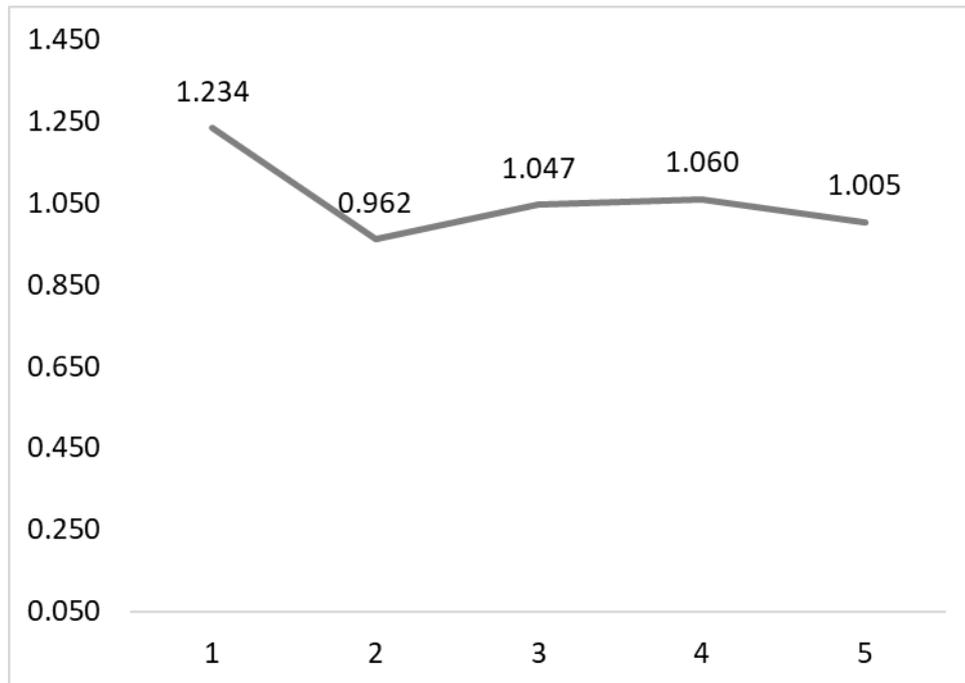
зависимости от года. Наблюдения, в которых происходит оценка влияния сделок по слияниям и поглощениям, составили от 11% до 16% от всех наблюдений в зависимости от года наблюдения.

Далее рассмотрим выборку компаний, которые не совершали сделки поглощений в первые 5 лет после выхода на публичный рынок.

**Таблица 8.** Описательная статистика выборки компаний, не совершавших поглощений в первые 5 лет после IPO

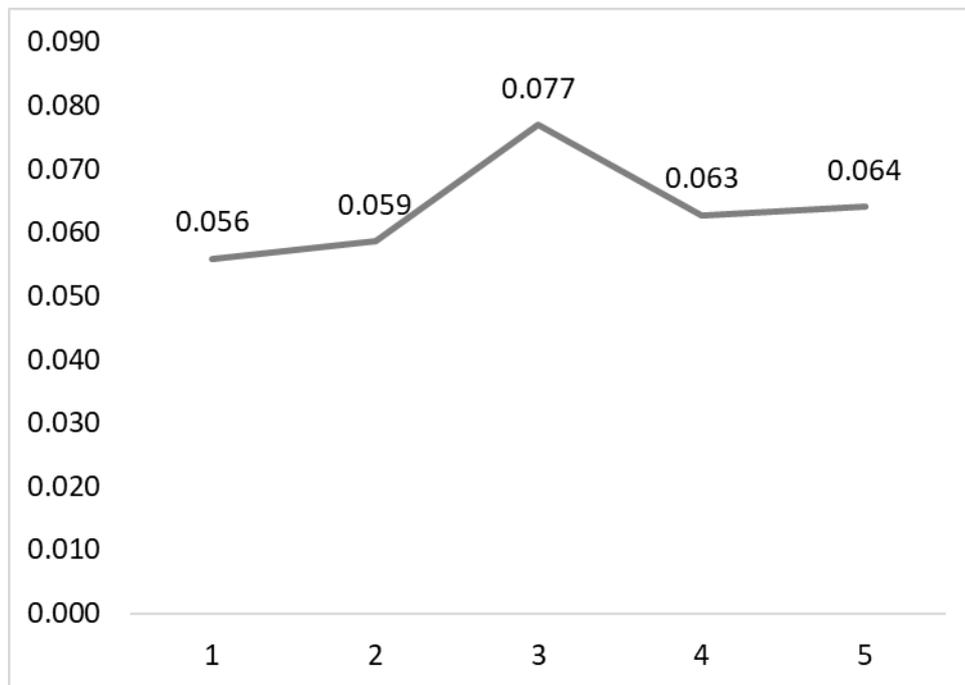
Название переменной	Год после выхода на IPO	Количество наблюдений	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум
<b>Tobin's Q</b>	1	53	1.234	0.832	0.107	3.429
	2	53	0.962	0.558	0.110	2.562
	3	53	1.047	0.627	0.078	2.740
	4	53	1.060	0.606	0.149	2.455
	5	53	1.005	0.552	0.189	3.001
<b>ROA</b>	1	53	0.056	0.098	-0.281	0.333
	2	53	0.059	0.096	-0.282	0.310
	3	53	0.075	0.087	-0.114	0.236
	4	53	0.063	0.088	-0.142	0.385
	5	53	0.064	0.065	-0.036	0.293
<b>Proceeds</b>	0	53	22.792	1.582	18.891	26.385
<b>Leverage</b>	1	53	0.285	0.184	0.000	0.780
	2	53	0.276	0.208	0.000	1.091
	3	53	0.303	0.240	0.000	1.188
	4	53	0.331	0.240	0.000	1.107
	5	53	0.331	0.242	0.000	1.105
<b>Size (Активы)</b>	1	53	17.791	1.816	13.308	22.067
	2	53	18.020	1.805	13.616	21.998
	3	53	18.195	1.807	13.621	22.171
	4	53	18.397	1.867	13.621	22.632
	5	53	18.446	1.943	13.819	22.721
<b>Size (Продажи)</b>	1	53	17.079	1.799	9.862	19.777
	2	53	17.275	1.816	10.564	20.143
	3	53	17.423	1.807	11.176	20.026
	4	53	17.595	1.806	11.347	20.204
	5	53	17.681	1.922	11.524	20.568

<b>CapEx</b>	1	53	0.089	0.093	0.001	0.418
	2	53	0.089	0.103	0.001	0.493
	3	53	0.065	0.055	0.001	0.231
	4	53	0.062	0.063	0.001	0.318
	5	53	0.051	0.055	0.000	0.276



**Рис 4.** Динамика среднего Tobin's Q для компаний, не совершавших поглощений в 1-5 год после выхода на IPO

Для компаний, не совершавших сделок по слияниям и поглощениям, наблюдаются схожие тренды с общей выборкой компаний. Величина Tobin's Q в первый год была самой высокой, затем снижается во второй год и далее растет до 4 года, незначительно снижаясь лишь в 5 год. Важно отметить, что во второй год компании, не совершавшие сделок, в среднем торговались ниже своей балансовой стоимости.



**Рис 5.** *Динамика среднего ROA для компаний, не совершавших поглощений в 1-5 год после выхода на IPO*

Операционный же показатель компаний, не совершавших сделки по поглощениям, представлен трендом положительным. В первый год компании имели среднюю доходность активов 5.6%. Далее наблюдается рост со скачком в 3 год после публичного предложения. После падения в четвертый год показатель доходности активов снова вырастает в пятый год относительно четвертого.

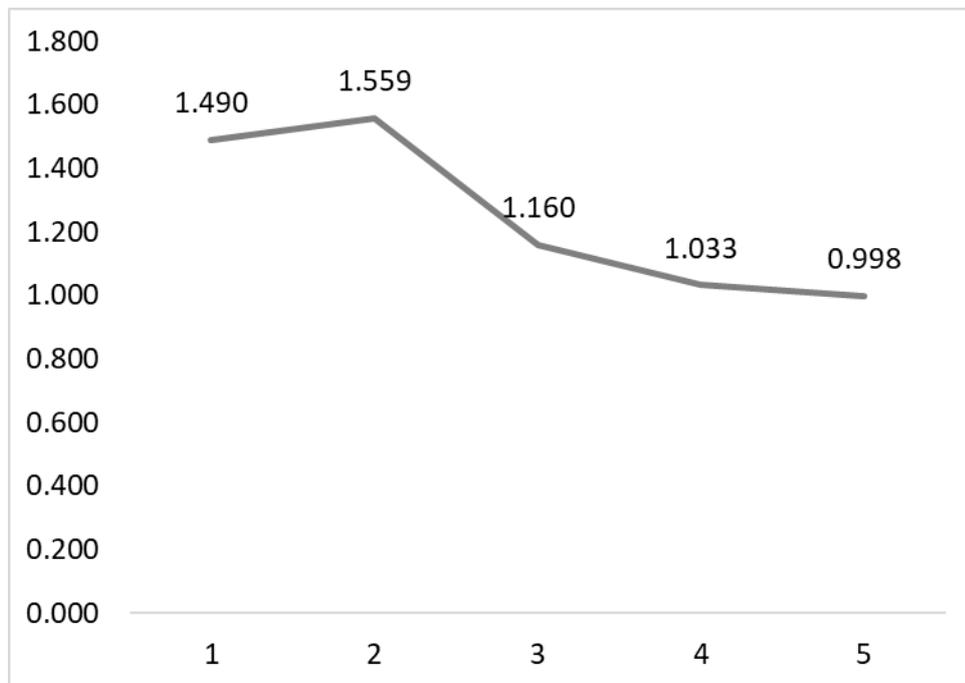
Независимые переменные незначительно отклоняются от всей выборки. Мы также можем наблюдать схожие тренды в росте размера компании, измеряемого величиной совокупных активов и выручки.

Далее рассмотрим описательную статистику компаний, совершавших сделки по слияниям и поглощениям в первый год после выхода на IPO.

**Таблица 9.** *Описательная статистика для компаний, совершавших сделки по слияниям и поглощениям*

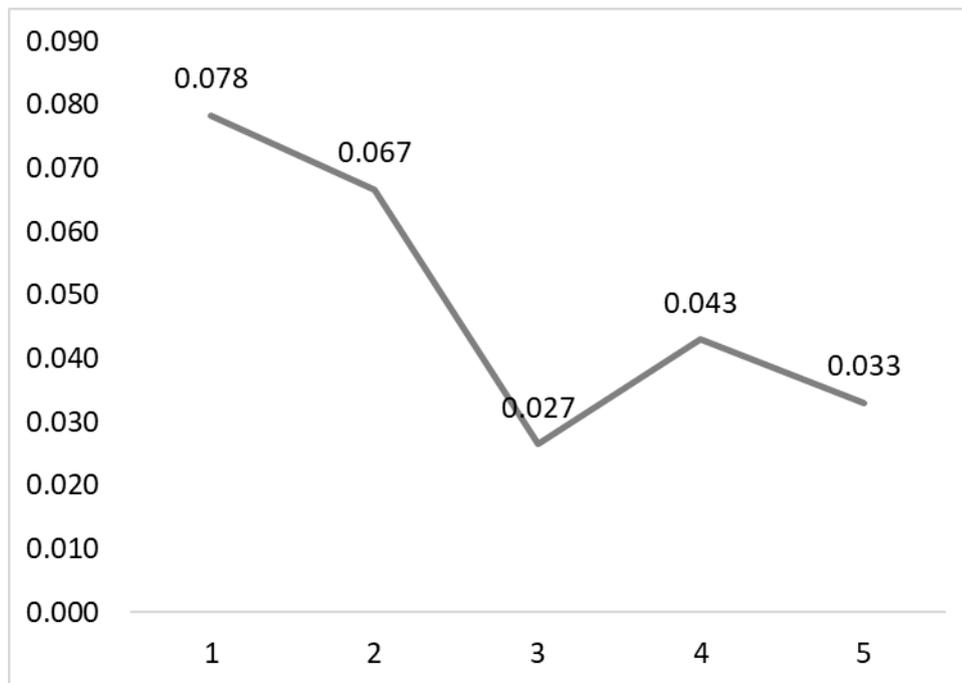
Название переменной	Год после выхода на IPO	Количество наблюдений	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум
Tobin's Q	1	10	1.490	0.892	0.445	4.230
	2	10	1.559	1.115	0.355	4.064
	3	10	1.160	0.941	0.175	4.086
	4	10	1.033	0.526	0.204	1.970
	5	10	0.998	0.673	0.221	2.448

<b>ROA</b>	1	10	0.078	0.117	-0.233	0.277
	2	10	0.067	0.133	-0.268	0.288
	3	10	0.027	0.087	-0.114	0.189
	4	10	0.063	0.106	-0.141	0.310
	5	10	0.033	0.115	-0.325	0.184
<b>Proceeds</b>	0	10	22.792	1.582	18.891	26.385
<b>Leverage</b>	1	10	0.274	0.165	0.035	0.561
	2	10	0.307	0.188	0.002	0.742
	3	10	0.380	0.209	0.008	0.709
	4	10	0.390	0.261	0.005	0.851
	5	10	0.303	0.267	0.000	1.072
<b>Size (Активы)</b>	1	10	17.639	1.892	14.913	21.331
	2	10	17.694	2.030	14.805	21.545
	3	10	18.097	2.581	13.621	21.647
	4	10	18.246	2.616	13.621	21.831
	5	10	18.031	2.123	14.321	21.949
<b>Size (Продажи)</b>	1	10	17.326	1.664	13.956	20.617
	2	10	17.423	1.780	13.944	20.884
	3	10	17.242	2.557	11.176	20.820
	4	10	17.353	2.590	11.347	21.067
	5	10	17.511	2.066	13.670	21.368
<b>CapEx</b>	1	10	0.087	0.063	0.001	0.218
	2	10	0.080	0.053	0.000	0.189
	3	10	0.071	0.057	0.000	0.218
	4	10	0.076	0.066	0.000	0.207
	5	10	0.068	0.046	0.001	0.140



**Рис 6.** Динамика среднего Tobin's Q для компаний, совершивших поглощения в 1-5 год после выхода на IPO

Рыночный показатель для поглощающих компаний значительно выше в первый и второй года. Можно предположить, что это связано с активной деятельностью в сделках по слияниям и поглощениям. Покупая другие компании, инвесторы получают сигнал о том, что может ожидать потенциальный синергетический эффект от сделок. К третьему году возрастающий тренд сменяется резким падением показателя, но не ниже балансовой стоимости. С третьего года компании продолжали торговаться выше балансовой стоимости, однако ситуация изменяется к пятому году, когда средняя величина Tobin's Q становится ниже единицы. Инвесторы оценивают компанию ниже величины ее совокупных активов. Исходя из анализа литературы по схожим исследованиям, можно предположить, что это связано с активной стратегией поглощений. Вместо инвестиций в капитальные затраты и исследования, компании предпочитают инвестировать в покупку других компаний, что может разрушать стоимость, если синергетический эффект не получен.



**Рис 7.** Динамика среднего ROA для компаний, совершивших поглощения в 1-5 год после выхода на IPO

Операционный показатель рентабельности активов также выше в первый и второй года. Однако в третий год можно наблюдать резкое падение средней рентабельности активов, тогда как у компаний, не поглощающих другие компании, этот показатель растет. Несмотря на небольшой рост к четвертому году, рентабельность активов снова снижается в пятый год после первичного предложения.

Относительно независимых переменных можно отметить, что поглощающие компании имели большую долговую нагрузку со второго по четвертый год по сравнению с компаниями, которые не совершали никаких сделок.

### 3.3 Результаты эмпирического исследования

Исследование проводится и использование Tobin's Q как показателя рыночной результативности компаний, а показатель ROA измеряет операционную результативность.

Для исследования были выбраны периоды в 1, 3 и 5 лет после IPO. Период в год оценивает краткосрочный эффект от сделок, трехлетний период – среднесрочный и пятилетний – долгосрочный эффект от поглощений. [Yu and Wen, 2015] также оценивали кумулятивный показатель наличия сделок по слияниям и поглощениям. В их работе оценивается эффект от сделок через 3 и через 5 лет, а бинарная переменная, как и в данном исследовании, принимает значение «1», если компания совершила хотя бы одну сделку по слияниям и поглощениям за 3 и 5 лет, соответственно. Помимо среднесрочного и

долгосрочного эффекта, в данной работе будет также исследован и краткосрочный эффект через 1 год после IPO. Исследования на данную тему также оценивают эффект от сделок, совершенных только в первый год после первичного публичного предложения. В работе будет в том числе применена идентичная логика для оценки краткосрочного эффекта.

Результаты регрессионного анализа представлены в таблице:

**Таблица 10.** Результаты регрессионного анализа

Зависимая переменная	Tobin's Q			ROA		
	1	3	5	1	3	5
Год после IPO (t)						
$MnA_{[t0;ti]}$	0.3472	0.1043	-0.287**	0.0006	-0.055**	-0.061*
$Proceeds_{t0}$	0.2627***	0.0658	0.0562	0.0088	0.0074	0.0116
$Leverage_{t-1}$	0.1064	0.2924	0.2961	-0.131**	-0.080*	-0.195**
$Size_{t-1}$ (Активы)	-0.253**	-0.144*	-0.062*	-	-	-
$Size_{t-1}$ (Продажи)	-	-	-	-0.012*	-0.014*	-0.017
$CapEx_{t-1}$	2.5893***	2.0769*	3.6441***	0.3513**	0.2037*	0.4516**
$Crisis_t$	-0.868***	0.0143	0.3954	-0.100**	0.0206	-0.026
$\beta_0$	2.1048***	2.5470***	1.1263*	0.1832***	0.2426**	0.2897
N	63	63	63	63	63	63
p-value	0.000	0.036	0.000	0.007	0.009	0.018
R <sup>2</sup>	0.411	0.269	0.292	0.361	0.280	0.221

Значимость переменных на уровне значимости 1%, 5% и 10% отмечаются как \*\*\*, \*\* и \*, соответственно.

Все модели построены с использованием ошибок устойчивых к гетероскедастичности. Мультиколлинеарность во всех моделях отсутствует.

#### Модели с зависимой переменной Tobin's Q

Модели, построенные для оценки результативности сделок по слияниям и поглощениям через год, три года и пять лет статистически значимы. В первую очередь стоит отметить, что переменная, отслеживающая взаимосвязь между результативностью, оцениваемой рыночным показателем, и сделками по слияниям и поглощениям оказалась статистически не значима через год и через 3 года после первичного публичного

предложения. Это говорит о том, что гипотеза о наличии взаимосвязи между результативностью компании и сделок по слияниям поглощениям, совершенным в первые 3 года, не принимается при использовании рыночного показателя. Большинство сделок по слияниям и поглощениям было заключено в первый год после IPO, однако ни через год, ни через 3 года эффекта на Tobin's Q не наблюдается.

Статистически значимый эффект от сделок проявляется только на пятый год. В среднем, компании, завершившие хотя бы одну сделку по слияниям и поглощениям в первые 5 лет после IPO, имеют показатель Tobin's Q на 0.287 ниже, чем компании, которые не совершали сделок в первые 5 лет.

Величина денежных средств, привлеченных на IPO, статистически значима только в первый год. В среднем, увеличение натурального логарифма величины привлеченных средств на единицу, увеличивает показатель Tobin's Q на 0.2627. Такие выводы соответствуют теоретической базе и предыдущим исследованиям. Получая большие средства в первый год после IPO, компании оцениваются инвесторами выше, так как компании имеют потенциал роста за счет этих средств. Через 3 и через 5 лет привлеченные на IPO средства не имеют статистически значимой взаимосвязи с результативностью, так как они могут быть израсходованы в первый же год.

Переменная, отслеживающая долговую нагрузку компаний, не значима ни в один из трех лет исследования. На основе этого можно сделать вывод об отсутствии взаимосвязи между долговой нагрузкой и результативностью, измеряемой рыночным показателем. Инвесторы не закладывают большой риск в оценку компаний с внушительными долгом, но и не оценивают компании с долговой нагрузкой выше других.

Размер компании имеют отрицательную взаимосвязь с результативностью компании в первый, третий и пятый год. В среднем, в первый год увеличение натурального логарифма величины активов уменьшает показатель Tobin's Q на 0.253. В третий и пятый год эффект от размера ниже, но все еще отрицательный. По мере увеличения активов российской компании ее результативность снижается, поскольку увеличение размера компании усложняет и сложность управления ей. Более того, с увеличением размера компании снижается ее гибкость, что может сказаться на ожиданиях инвестора о будущем росте и результативность компании. Маленькие же компании имеют больше возможностей для роста, а следственно более высокую оценку инвесторов. К таким же результатам пришли [Hejazi, Ghanbari and Alipour, 2016] при оценке результативность компании, используя показатель Tobin's Q.

Инвестиции в капитальные затраты имеют положительную взаимосвязь с результативностью компаний в первый, третий и пятый год. В среднем, в первый год

увеличение отношения капитальных затрат к совокупным активам на единицу увеличивает показатель Tobin's Q на 2.5893. На пятый год эффект на Tobin's Q самый высокий – 3.6441. Это связано с тем, что компании, которые имеют высокие капитальные инвестиции, сигнализируют о том, что компания готова и способна осуществлять долгосрочные прибыльные инвестиционные проекты. [Mukhopadhyay and Chakraborty, 2017, Bonaventura et. al., 2018] также обнаружили положительную взаимосвязь между капитальными инвестициями и результативностью компании.

Переменная кризиса статистически значима только в первый год. В среднем, в наблюдениях, совершенных в кризисные периоды, показатель Tobin's Q был на 0.868 ниже, чем в наблюдениях, совершенных в стабильные годы экономики.

### Модели с зависимой переменной ROA

В модели результативности с использованием бухгалтерского показателя результативности, заключение сделок по слияниям и поглощениям имеет статистически значимый эффект не только в пятый год, как с рыночным показателем, но в третий год. В среднем, в третий год компании, заключающие сделки по слияниям и поглощениям в первый три года, имели доходность активов на 5.5% ниже, чем компании, которые сделок не заключали. В пятый год негативный эффект проявляется еще сильнее – доходность активов у поглощающих компаний на 6.1% ниже, чем у компаний, не завершавших сделки в первые пять лет. В первый год исследования статистически значимого эффекта не наблюдается.

Переменная величины денежных средств, привлеченных на IPO, статистически не значима во все 3 года исследования. Можно сделать вывод об отсутствии взаимосвязи между привлеченным на IPO капиталом и операционной результативностью компании. Если в модели с рыночным показателем есть эффект в первый год, который объясняется различием в оценке компаний, то в данном случае денежные средства не могут резко улучшить операционную результативность компании.

Долговая нагрузка имеют статистически значимую взаимосвязь с операционным показателем результативности во все 3 года. В среднем, увеличение показателя долговой нагрузки на единицу уменьшает операционную результативность компании на 13.1%, 8%, 19.5% в первом, третьей и пятом году, соответственно. Долговая нагрузка может никак не повлиять на оценку компании инвесторами, однако большой долг негативно сказывается на операционной результативности компании.

Размер компании имеет отрицательную статистически значимую взаимосвязь с размером компании в первый и третий год. В среднем, в первый год увеличение

натурального логарифма продаж снижало рентабельность активов на 1.2% (1.4% для третьего года). Результаты соответствуют результатам исследования результативности, используя рыночный показатель.

Капитальные затраты положительно и статистически значимо взаимосвязаны с результативностью. В среднем, увеличение переменной капитальных затрат на единицу увеличивало рентабельность активов на 35.13%, 20.37% и 45.16% в первый, третий и пятый год, соответственно. Результаты соответствуют результатам модели с рыночным показателем. Инвестиции в капитальные затраты являются одним из самых важных драйверов дальнейшего роста компании.

Переменная кризиса статистически значима только в первый год. В среднем, в наблюдениях, совершенных в кризисные периоды, показатель ROA был на 10% ниже, чем в наблюдениях, совершенных в стабильные годы экономики.

Далее можно сделать выводы относительно поставленных исследовательских гипотез:

*H1: Результативность компаний, завершивших хотя бы 1 сделку M&A в первый год после выхода на IPO, ниже через в год сделки, чем компаний, ее не заключавших.*

***Гипотеза H1 отклонена***

В исследовании не было обнаружено статистически значимой взаимосвязи между сделками по слияниям и поглощениям и результативностью компаний в первый год после выхода на IPO. Вполне возможно, что завершённые сделки еще не успели отразиться на операционных показателях результативности и на оценке инвесторов. Для реализации синергетического эффекта нужно больше времени, большую часть которого занимает интеграция нескольких компаний.

*H2: Результативность компаний, завершивших хотя бы 1 сделку M&A в первые 3 года после выхода на IPO, ниже в году последней сделки, чем компаний, ее не заключавших.*

***Гипотеза H2 принята***

Для принятия или отклонения данной гипотезы требуется сделать вывод относительно вклада в исследовательскую гипотезу каждой из моделей. При оценке результативности с использованием рыночного показателя не было обнаружено статистически значимой взаимосвязи между результативностью и сделки по поглощениям. Однако модель с операционным показателем дала однозначные результаты относительно этой взаимосвязи. Операционный показатель отражает результативность ведения основной деятельности бизнеса, что в свою очередь отражается на оценке компании и ее результативности с точки зрения рыночных показателей. Эффект может проявиться раньше

на бухгалтерском показателе, чем на рыночном, так как инвесторы при снижении доходности могут все еще ожидать улучшения результатов в будущем и отражать этой в оценке. Следовательно, отдается приоритет операционному показателю, и вторая гипотеза принимается

*НЗ: Результативность компаний, завершивших хотя бы 1 сделку M&A в первые 5 лет после выхода на IPO, ниже в году последней сделки, чем компаний, ее не заключавших.*

#### ***Гипотеза НЗ принята***

В данном случае обе модели дали вполне однозначные результаты. Присутствует статистически значимая и отрицательная взаимосвязь между результативностью компании (рыночной и операционной) и сделками по слияниям и поглощениям, совершенным в первые 5 лет после выхода на IPO.

### **Выводы по третьей главе**

В этой главе проводится эмпирическое исследование, соответствующее заявленной цели и задачам. Глава покрывает ряд основных блоков проведения исследования: выдвижение гипотезы, разработка методологии, формирование выборки, описательная статистика и регрессионный анализ.

Сначала производится постановка гипотез на основе проанализированной литературы. Были выдвинуты 3 гипотезы о наличии обратной взаимосвязи между результативностью компании и сделок слияний и поглощений, совершаемых в первый год, в первый три года и в первые 5 лет после первичного публичного размещения. Далее разрабатывается методология исследования. Она включает в себя выбор модели, обоснование модели, подробное объяснение каждой включаемой переменной и методологию ее расчета. После этого производится формирование выборки. Далее производится анализ выборки и ее описание. В конце главы проводится регрессионный анализ.

Главным выводом третьей главы является ответ на вопрос о наличии взаимосвязи между сделками слияний и поглощений и результативностью компаний. На основе регрессионного анализа было выявлено, что взаимосвязь между сделками, совершенными в первый год, и результативностью компаний, вышедших на IPO, отсутствует, но присутствует обратная взаимосвязь между сделками слияний и поглощений, завершенных в первые три года, первые пять лет и результативностью компаний, вышедших на IPO. Проверка данных гипотез позволила достигнуть цели исследования и ответить на главный вопрос данной работы.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Главной целью исследования является оценка взаимосвязи между сделками по слияниям и поглощениям и результативностью компаний, вышедших на IPO, а также оценка направления этой взаимосвязи. Все поставленные в начале исследования задачи были выполнены.

В первой части проведен анализ мотивов для первичного предложения акций, в том числе проведен анализ актуальной литературы на эту тему. Также в первой главе проводится анализ мотивов для совершения сделок по слияниям и поглощениям. В завершении главы анализируется взаимосвязь этих мотивов. Основным выводом первой главы является обоснование слияний и поглощений как мотива для выхода на IPO. На основе анализа литературы были сделаны выводы о том, что слияния и поглощения действительно являются один из самых важных факторов для первичного публичного размещения.

Во второй главе анализируются различные подходы к оценке результативности компании. Они были разделены на бухгалтерские показатели и на рыночные показатели. Помимо этого, в главе также проводится анализ результативности сделок слияний и поглощений. Результативность сделок слияний и поглощений не оценивается изолировано. Их результативность стоит рассматривать как эффект на результативность всей компании. Основным выводом второй главы стал выбор показателей результативности, наиболее подходящих для исследования результативности сделок слияний и поглощений компаний, вышедших на IPO.

В третьей главе проводится эмпирическое исследование, направленное на исследование взаимосвязи между сделками по слияниям и поглощениям в первый год после IPO, в первые три года после IPO, в первые пять лет после IPO и результативностью компаний. На основе анализа были сделаны следующие выводы:

Первая гипотеза о наличии обратной взаимосвязи между сделками слияний и поглощений, завершенных в первый год после выхода на IPO, и результативностью компаний была отклонена. Нет оснований полагать, что компании, совершающие сделки в первый год, менее результативны, чем компании, которые их не совершают. Причиной отсутствия взаимосвязи может служить тот факт, что компания-поглотитель не успела интегрировать деятельность новой компании в свою основную деятельность, что никак не сказалось ни на операционной результативности, ни на рыночной результативности.

Вторая гипотеза о наличии обратной взаимосвязи между сделками слияний и поглощений, завершенных в первые три года после выхода на IPO, и результативностью компаний была принята. Гипотеза была принята на основе модели с операционным

показателем результативности. В модели с рыночным показателем переменная, отслеживающая эффект от сделок, была не значима. Есть основания полагать, что рентабельность активов компаний, совершающих сделки по слияниям и поглощениям в первые три года после выхода на IPO, в среднем ниже на 5.5%, чем у компаний, которые не совершали сделок. Одной из причин наличия взаимосвязи между операционной результативностью и сделок и отсутствием их взаимосвязи с рыночной результативностью может быть задержка реакции рынка на разрушение стоимости. Компания, совершив сделки, не получила синергетического эффекта за первые три года и ухудшила операционные показатели, однако инвесторы все еще ожидают улучшения деятельности совместной компании и отражают это в ее рыночной оценке.

Третья гипотеза о наличии обратной взаимосвязи между сделками слияний и поглощений, завершенных в первые пять лет после выхода на IPO, и результативностью компаний была принята. Гипотеза была принята на основе модели с операционным показателем результативности и на основе модели с рыночным показателем результативности. Есть основания полагать, что Tobin's Q компаний, совершающих сделки по слияниям и поглощениям в первые пять лет после выхода на IPO, в среднем ниже на 0.288, чем у компаний, которые не совершали сделок. Также есть основания полагать, что рентабельность активов компаний, совершающих сделки по слияниям и поглощениям в первые пять лет после выхода на IPO, в среднем ниже на 6.1%, чем у компаний, которые не совершали сделок. Можно сделать вывод, что сделки по слияниям поглощениям, совершенные в первые пять лет после выхода на IPO не только снижают операционную результативность, но и негативно сказываются на оценке этих компаний инвесторами. Компании, инвестирующие в органический рост по итогам пяти лет, были более результативны

Рекомендации будут разделены на рекомендации инвесторам и рекомендации компаниям.

Во-первых, инвесторам, которые покупают акции у компаний при публичном первичном размещении следует активно следить за деятельностью компании в сделках по слияниям и поглощениям в первые годы после IPO. Если компания уже в первый год поглотила другую компанию, то можно ожидать, что к третьему году операционная результативность компании будет ниже, чем у компаний без сделок. Более того, долгосрочные инвестиции в IPO компании, которые совершают сделки, будут хуже, чем долгосрочные инвестиции в компании, которые используют свободные средства для органического роста. К пятому году рыночная ценность поглощающих компаний будет ниже, чем у компаний, которые сделки не совершают. Во-вторых, при покупке акций IPO

компаний на вторичном рынке стоит детально анализировать все возможные варианты и отдавать предпочтения инвестициям в фирмы, которые растут только органически. Можно полностью исключить потенциально плохие инвестиции, купив акции той компании, которая не совершала сделок слияний и поглощений.

Компаниям стоит более детально рассматривать мотив слияний и поглощений при принятии решения об IPO. Если компания собирается проводить первичное публичное размещение, принимая во внимание только этот мотив, то в среднем она может ожидать снижение операционной результативности через 3 года и снижение рыночной оценки через 5 лет, если будет совершать сделки по слияниям и поглощениям сразу после IPO. Компании стоит рассмотреть другие источники привлечения денежных средств для покупки других компаний, если сделка необходима. Это можно сделать путем привлечения заемного капитала или путем привлечения частного акционерного капитала. Если же компания вышла на IPO и рассматривает решение о поглощении другой компании, то ей стоит инвестировать в органический рост. Привлеченные при первичном публичном размещении средства следует использовать для инвестиций в капитальные затраты или же в инвестиции в исследования и разработку, что как минимум не разрушит стоимость и не снизит операционную результативность компании.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. A. Hovakimian & I. Hutton (2010) Merger-motivated IPOs, *Financial Management* 39 (4), 1547–1573.
2. Aguir, Aguir. “Director and officer liability protection and firm value: Unintended consequences”. Aguir, W Aguir. *Finance Research Letters* 32 (C)
3. Al-Hroot, Y. A. The impact of mergers on financial performance of the Jordanian industrial sector // *International Journal of Management & Business Studies*, 2016. 6(01).
4. Alipour, Mohammad, Mir Farhad Seddigh Mohammadi, and Hojjatollah Derakhshan. "Determinants of capital structure: an empirical study of firms in Iran." *International Journal of Law and Management* (2015).
5. Alipour, Mohammad. (2011). The Effect of Intellectual Capital on Firm Performance: An Investigation of Iran Insurance Companies. *Measuring Business Excellence*. 16. 53-66. 10.1108/13683041211204671.
6. Al-Matari, Ebrahim Mohammed, Abdullah Kaid Al-Swidi, and Faudziah Hanim Bt Fadzil. "The measurements of firm performance's dimensions." *Asian Journal of Finance & Accounting* 6.1 (2014): 24.
7. Amor, Salma Ben & Kooli, Maher, 2017. "Intended use of proceeds and post-IPO performance," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Elsevier, vol. 65(C), pages 168-181.
8. Amor, Salma Ben, and Maher Kooli. "Do acquisitions affect IPO long-run performance? Evidence from single vs. multiple acquirers." *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 40 (2016): 63-79.
9. Amy J. Hillman and Gerald D. Keim *Strategic Management Journal* Vol. 22, No. 2 (Feb., 2001), pp. 125-139.
10. Anjos, Fernando and Fracassi, Cesare, *Technological Specialization and the Decline of Diversified Firms* (2018). *Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA)*, 53 (4), pp. 1581-1614.
11. Audretsch, D. B., Segarra, A., & Teruel, M. (2014). Why not all young firms invest in R&D. *Small Business Economics*.
12. Baysinger, B.D. & Butler, H.N., 1985. Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1, 101-124.
13. Bender, R. and Moir, L. (2006). Best practice in setting executive pay in the UK encourage 'good' behaviour? *Corporate Governance*, 67, 1, pp. 75– 91.

14. Bengt Holmstrom and Jean Tirole "Market Liquidity and Performance Monitoring." *Journal of Political Economy*, 1993, vol. 101, issue 4, 678-709
15. Benson B., Davidson W. III, Davidson T.R. and Hongxia Wang. Do busy directors and CEOs shirk their responsibilities? Evidence from mergers and acquisitions// *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 2014.
16. Berger, Philip G., and Eli Ofek. "Diversification's effect on firm value." *Journal of financial economics* 37.1 (1995): 39-65.
17. Bernard Black and Ronald J. Gilson "Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets." *Journal of Financial Economics*, 1998, vol. 47, issue 3, 243-277
18. Besley, S. and Brigham, F. (2006) *Essential of Managerial Finance*. THOSON:South-Western
19. Bhagat, S., Malhotra, S., Zhu, P. C. Emerging country cross-border acquisitions: Characteristics, acquirer returns and cross-sectional determinants.// *Emerging Markets Review*. 2011
20. Bodnaruk, A., Kandel, E., Massa, M., & Simonov, A. (2008). Shareholder Diversification and the Decision to Go Public. *Review of Financial Studies*, 21(6), 2779-2824.
21. Bonaventura, Matteo, et al. "DOES POST-IPO M&A ACTIVITY AFFECT FIRMS' PROFITABILITY AND SURVIVAL?." *Journal of Financial Management, Markets and Institutions* 6.01 (2018): 1850005.
22. Boone, A. L., Floros, I. V., & Johnson, S. A. (2016). Redacting Proprietary Information at the Initial Public Offering. *Journal of Financial Economics*, 120(1), 102-123.
23. Brau, J. C. and Fawcett, S. E. (2006) 'Initial public offerings: An analysis of theory and practice', *Journal of Finance*, 61(1), 399-436.
24. Brau, James C., Robert B. Couch, and Ninon K. Sutton. "The desire to acquire and IPO long-run underperformance." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 47.3 (2012): 493-510.
25. Brealey, Richard A., and Stewart Myers. *Principles of corporate finance* //Tata McGraw-Hill Education, 2000
26. Brown, Lawrence D., and Marcus L. Caylor. "Corporate governance and firm operating performance." *Review of quantitative finance and accounting* 32.2 (2009): 129-144.

27. Celikyurt, U.; M. Sevilir; and A. Shivdasani. "Going Public to Acquire: The Acquisition Motive for IPOs." *Journal of Financial Economics*, 96 (2010), 345–363.
28. Celikyurt, Ugur & Shivdasani, Anil & Sevilir, Merih. (2007). Going Public to Acquire: The Acquisition Motive for IPOs. *SSRN Electronic Journal*. 10.2139/ssrn.1070856.
29. Chung, Kee H., and Stephen W. Pruitt. "A simple approximation of Tobin's q." *Financial management* (1994): 70-74.
30. Cooley, Thomas F., and Vincenzo Quadrini. "Financial markets and firm dynamics." *American economic review* 91.5 (2001): 1286-1310.
31. Cordeiro, James & Jr, Kent. (2001). Do EVA™ Adopters Outperform their Industry Peers? Evidence from Security Analyst Earnings Forecasts. 19.
32. Corporate finance" Berk, J. B., & DeMarzo, P. M. (2011). *Corporate finance*. Boston, MA: Prentice Hall
33. Damodaran, Aswath (1996), *Investment Valuation*, John Wiley and Sons, New York.
34. Damodaran, Aswath. (2007). Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications. *SSRN Electronic Journal*. 10.2139/ssrn.1105499.
35. Daniel J. Bradley Bradford D. Jordan Jay R. Ritter "The Quiet Period Goes out with a Bang." *The Journal of Finance* 2003, vol. 58, n. 1, pp. 1-36.
36. De Villiers, Johann. "The distortions in economic value added (EVA) caused by inflation." *Journal of Economics and Business* 49.3 (1997): 285-300.
37. De Wet, JHvH, and John Henry Hall. "An analysis of strategic performance measures of companies listed on the JSE securities exchange South Africa:: management." *South African Journal of Economic and Management Sciences* 9.1 (2006): 57-71.
38. Dinesh Hasija, Ru-Shiun Liou, Alan Ellstrand. 2019. Navigating the New Normal: Political Affinity and Multinationals' Post-Acquisition Performance. *Journal of Management studies*, 2019.
39. Dobbs, Richard, and Timothy Koller. "Measuring long-term performance." *The McKinsey Quarterly* 16 (2005): 17-27.
40. Ehrbar, Al, Stewart, Bennet G. (1999), "The EVA Revolution", *Journal of Applied Corporate Finance*, 12.2, pp. 18–31.

41. Ellis, K., Michaely, R., & O'Hara, M. (2000). When the Underwriter Is the Market Maker: an Examination of Trading in the IPO Aftermarket. *The Journal of Finance*, 55(3), 1039-1074.
42. Fatemi, Ali & Glaum, Martin & Kaiser, Stefanie. (2017). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*. 38. 10.1016/j.gfj.2017.03.001.
43. Fathollahi, Maryam, Jarrad Harford, and Sandy Klasa. "Anticompetitive effects of horizontal acquisitions: the impact of within-industry product similarity." Available at SSRN 3242427 (2019).
44. Fernandez P. 2002. Valuation methods and shareholder value creation, San Diego, CA: Academic Press
45. Franco Modigliani and Merton H. Miller "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction." *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 3 (Jun., 1963), pp. 433-443
46. Gaughan, Patrick A. Mergers, acquisitions and corporate restructurings / A. Patrick Gohan. - View. 3-t, [perero. the supplementary]. - M. : Publishing house "Alpina Business books, 2007.
47. Gilson, Ronald J., Myron S. Scholes, and Mark A. Wolfson. "Taxation and the dynamics of corporate control: The uncertain case for tax-motivated acquisitions." *Knights, raiders, and targets: The impact of the hostile takeover* 271 (1988): 271-299.
48. Giudici, Giancarlo & Bonaventura, Matteo, 2018. "The impact of M&A strategies on the operating performance and investments of European IPO firms," *Journal of Economics and Business*, Elsevier, vol. 95(C), pages 59-74.
49. Gomes, E., Angwin, D.N., Weber, Y., Tarba, S.Y. Critical success factors through the mergers and acquisitions process: revealing pre- and post-M&A connections for improved performance.// *Thunderbird International Business Review*. 2013
50. Graham, John R., and Campbell R. Harvey. "The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field." *Journal of financial economics* 60.2-3 (2001): 187-243.
51. Grant, J. "Foundations of Economic Value Added. Frank J. Fabozzi Associates: New Hope, PA." (1997).
52. Griffin, Jennifer J., and John F. Mahon. "The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research." *Business & society* 36.1 (1997): 5-31.

53. Gugler, K., Mueller, D.C., Weichselbaumer, M. The determinants of merger waves: an international perspective.// *Journal of Economics and Business*. 2013
54. Hagel, John, J. Brown, and Lang Davison. "Measuring the forces of long-term change: The 2009 shift index." *Deloitte Center for the Edge* (2009): 29.
55. Hall, Bronwyn H., 1993. "The Value of Intangible Corporate Assets: An Empirical Study of the Components of Tobin's Q," Department of Economics, Working Paper Series qt44x548gq, Department of Economics, Institute for Business and Economic Research, UC Berkeley.
56. Hasija, Dinesh, Ru-Shiun Liou, and Alan Ellstrand. "Navigating the New Normal: Political Affinity and Multinationals' Post-Acquisition Performance." *Journal of Management Studies* (2019).
57. Hawawini G., Viallet C. *Finance for Executives: Managing for Value Creation*. Mason, OH: Thomson, 2007.
58. Hayne Leland and David H Pyle "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation." *Journal of Finance*, 1977, vol. 32, issue 2, 371-87
59. Heimeriks, Koen & Duysters, Geert & Vanhaverbeke, Wim. (2007). Learning Mechanisms and Differential Performance in Alliance Portfolios. *Strategic Organization*. 5. 373–408. 10.1177/1476127007083347.
60. Heimeriks, Koen H., and Geert Duysters. "Alliance capability as a mediator between experience and alliance performance: An empirical investigation into the alliance capability development process." *Journal of Management Studies* 44.1 (2007): 25-49.
61. Hejazi, Rezvan & Ghanbari, Mehrdad & Alipour, Mohammad. (2016). Intellectual, Human and Structural Capital Effects on Firm Performance as Measured by Tobin's Q. *Knowledge and Process Management*. 23. 10.1002/kpm.1529.
62. Hong, Daehyoung, and Stephen S. Rappaport. "Traffic model and performance analysis for cellular mobile radio telephone systems with prioritized and nonprioritized handoff procedures." *IEEE transactions on Vehicular Technology* 35.3 (1986): 77-92.
63. Hoshino, The performance of corporate mergers in Japan.// *Journal of Business Finance & Accounting*. 1982
64. Hovakimian, A. and Hutton, I. (2010) 'Merger-Motivated IPOs', *Financial Management*, 39(4), 1547-1573.
65. Hsieh, J., Lyandres, E. and Zhdanov, A. (2011) 'A theory of merger-driven IPOs', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(5), 1367-1405

66. Huang, Zhi & Zhu, Hong & Brass, Daniel. (2016). Cross-Border Acquisitions and the Asymmetric Effect of Power Distance Value Difference on Long-Term Post-Acquisition Performance. *Strategic Management Journal*. forthcoming. 10.1002/smj.2530.
67. Huang, Zhi, Hong Zhu, and Daniel J. Brass. "Cross-border acquisitions and the asymmetric effect of power distance value difference on long-term post-acquisition performance." *Strategic Management Journal* 38.4 (2017): 972-991.
68. J. C. Brau & S. E. Fawcett (2006) Evidence on what CFOs think about the IPO process: Practice, theory, and managerial implications, *Journal of Applied Corporate Finance* 18 (3), 107–117.
69. J. Hsieh, E. Lyandres & A. Zhdanov (2011) A theory of merger-driven IPOs, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 46 (5), 1367–1405.
70. Jain, Bharat A., Narayanan Jayaraman, and Omesh Kini. "The path-to-profitability of Internet IPO firms." *Journal of Business Venturing* 23.2 (2008): 165-194.
71. James C. Brau Stanley E. Fawcett "Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice" *The Journal of Finance* 2006, vol. 61, no. 1, pp. 399-436.
72. James H. Scott "A Theory of Optimal Capital Structure." *Bell Journal of Economics*, 1976, vol. 7, issue 1, 33-54
73. Khan, Tahsan Rahman, et al. "How earning per share (EPS) affects on share price and firm value." (2014).
74. Kim, Changhyun, and Richard A. Bettis. "Cash is surprisingly valuable as a strategic asset." *Strategic Management Journal* 35.13 (2014): 2053-2063.
75. Kim, E. Han. "A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity." *The journal of Finance* 33.1 (1978): 45-63.
76. Koller T., Goedhart M., Wessels D. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc., 2005.
77. Kumar, S., Bansal, L.K. The impact of mergers and acquisitions on corporate performance in India// *Management Decision*. 2008
78. Kwon, Ohsung, Sangmin Lim, and Duk Hee Lee. "Acquiring startups in the energy sector: a study of firm value and environmental policy." *Business Strategy and the Environment* 27.8 (2018): 1376-1384.
79. Larcker, David F., Scott A. Richardson, and Irem Tuna. "Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance." *The accounting review* 82.4 (2007): 963-1008.
80. Levy, Haim, and Marshall Sarnat. "International diversification of investment portfolios." *The American Economic Review* 60.4 (1970): 668-675.

81. Lewellen, Wilbur G., and Blaine Huntsman. "Managerial pay and corporate performance." *The American Economic Review* 60.4 (1970): 710-720.
82. Ljungqvist, A., Marston, F., & Wilhelm, W. J. (2009). Scaling the Hierarchy: How and Why Investment Banks Compete for Syndicate Co-Management Appointments. *Review of Financial Studies*, 22(10), 3977-4007.
83. Lowry, M., Michaely, R., & Volkova, E. (2016). Information Revelation Through Regulatory Process: Interactions Between the SEC and Companies Ahead of the IPO.
84. Lucas, 1967. R.E. Lucas Jr. Adjustment Costs and the Theory of Supply. *The Journal of Political Economy*, 75 (1967), pp. 321-334. Google Scholar. Lucas, 1978.
85. Lyandres, Evgeny and Zhdanov, Alexei and Hsieh, Jim, A Theory of Merger-Driven IPOs (2011). *Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA)*, Vol. 46, pp. 1367-1405, 2011.
86. Majluf, Nicholas S. and Stewart C. Myers. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, 1984, pp. 187-221.
87. Majumdar, Sumit. (1997). The Impact of Size and Age on Firm-Level Performance: Some Evidence from India. *Some evidence from India. Rev. Ind. Organ.* 12. 10.1023/A:1007766324749.
88. Meeks G. *Disappointing Marriage: A Study of the Gains From Merger* // Cambridge University Press // 1977.
89. Monteiro, A. (2006), „A quick guide to financial ratios’. *The Citizen, Moneyweb Business Insert*, 6, 3.
90. Mueller, Dennis C. "A theory of conglomerate mergers." *The Quarterly Journal of Economics* 83.4 (1969): 643-659.
91. Mukhopadhyay, Tanmoy, et al. "A critical assessment of Kriging model variants for high-fidelity uncertainty quantification in dynamics of composite shells." *Archives of Computational Methods in Engineering* 24.3 (2017): 495-518.
92. Mulherin, J. Harold, and Audra L. Boone. "Comparing acquisitions and divestitures." *Journal of corporate finance* 6.2 (2000): 117-139.
93. Nicholsona, Salaberb, Cao. Long-term performance of mergers and acquisitions in ASEAN countries // *Research in International Business and Finance*, 2016. 36.
94. Nielsen, James F., and Ronald W. Melicher. "A financial analysis of acquisition and merger premiums." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 8.2 (1973): 139-148.

95. Pagano, M., F. Paneta, and L. Zingales "Why do companies go public?: An empirical analysis." *The Journal of Finance* 1998, vol. 53, no. 1, pp. 27-64.
96. Paul Schultz "Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs." *The Journal of Finance* 2003, vol. 28, no. 2, pp. 483-517.
97. Penman S. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. N. Y.: McGraw-Hill, 2001.
98. R. Heron & E. Lie (2002) Operating performance and the method of payment in takeovers, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 37 (1), 137–155.
99. Raghuram Rajan "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt." *Journal of Finance*, 1992, vol. 47, issue 4, 1367-400
100. Rappaport, Alfred. *Creating shareholder value: the new standard for business performance*. Free press, 1986.
101. Rashid, Naeem. Effects of mergers on corporate performance: An empirical evaluation using OLS and the empirical Bayesian methods // *Borsa Istanbul Review*, 2017. 17(1).
102. Ritter, J. R. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 46(1), 3-27.
103. S. Ben Amor & M. Kooli (2016) Do acquisitions affect IPO long-run performance? Evidence from single vs. multiple acquirers
104. S. Bernstein (2015) Does going public affect innovation? *The Journal of Finance* 70 (4), 1365–1403.
105. S. C. Linn & J. A. Switzer (2001) Are cash acquisitions associated with better post combination operating performance than stock acquisitions? *Journal of Banking & Finance* 25 (6), 1113–1138.
106. Sanford J. Grossman and Joseph E. Stiglitz "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets." *The American Economic Review*, Vol. 70, No. 3 (Jun., 1980), pp. 393-408
107. Santos, J.B. and Brito, L.A. (2012) Towards a Subjective Measurement Model for Firm Performance. *Brazilian Administration Review*, 9, 95-117.
108. Schommer, Monika, Ansgar Richter, and Amit Karna. "Does the Diversification–Firm Performance Relationship Change Over Time? A Meta-Analytical Review." *Journal of Management Studies* 56.1 (2019): 270-298.
109. Schultz, P. and Zaman, M. (2001) 'Do the individuals closest to internet firms believe they are overvalued', *Journal of Financial Economics*, 59(3), 347-381.

110. Shane A. Corwin and Paul Schultz "The Role of IPO Underwriting Syndicates: Pricing, Information Production, and Underwriter Competition." *Journal of Finance*, 2005, vol. 60, issue 1, 443-486
111. Shleifer, Andrei, and Robert W Vishny. 2003. "Stock Market Driven Acquisitions." *Journal of Financial Economics* 70 (3): 295-311.
112. Skousen, Christopher J., Kevin R. Smith, and Charlotte J. Wright. "Detecting and predicting financial statement fraud: The effectiveness of the fraud triangle and SAS No. 99." *Advances in Financial Economics* 13.1 (2009): 53-81.
113. Soohyung Kim; Hoontaek Seo; Tompkins, Daniel L. "The Effects of Capital Infusions after IPO on Diversification and Cash Holdings." *Journal of Accounting & Finance* (2158-3625) . 2016, Vol. 16 Issue 1, p124-133. 10p.
114. Stewart III, G. Bennett. "Announcing the Stern Stewart Performance 1,000: A New Way of Viewing Corporate America." *Journal of applied corporate finance* 3.2 (1990): 38-59.
115. Stewart, G. B. (1990). *The Quest for Value: the EVA management guide*, Harper Business, New York.
116. Stiglitz, Joseph E. "A re-examination of the Modigliani-Miller theorem." *The American Economic Review* 59.5 (1969): 784-793.
117. Stowe, John D and Association for Investment Management and Research *Analysis of equity investments : valuation*. Association for Investment Management and Research, Charlottesville, Va, 2002.
118. Tampakoudis, Ioannis, and Evgenia Anagnostopoulou. "The effect of mergers and acquisitions on environmental, social and governance performance and market value: Evidence from EU acquirers." *Business Strategy and the Environment* (2020).
119. Titman, Sheridan, KC John Wei, and Feixue Xie. "Capital investments and stock returns." *Journal of financial and Quantitative Analysis* 39.4 (2004): 677-700.
120. Van, H. J. C., Dipchand, C. R., & Hanrahan, J. R. (1978). *Fundamentals of financial management*. Scarborough, Ont: Prentice-Hall of Canada.
121. Volkov, Dmitry L., and Yegor D. Nikulin. "Operating Efficiency and the Company's Fundamental Value of Equity." (2009).
122. Wang, I. Kim, et al. "The interdependency of cash flow rights and voting rights on post-acquisition value." *Asia Pacific Management Review* (2020).
123. Wang, Wenyu. "Bid anticipation, information revelation, and merger gains." *Journal of Financial Economics* 128.2 (2018): 320-343.

124. Yang, Zhenyi, et al. "Policy uncertainty exposure and market value: Evidence from China." *Pacific-Basin Finance Journal* 57 (2019): 101178.
125. Yu, Jean, and Shioh-Ying Wen. "Merger and Acquisitions of IPO firms in Taiwan." *Journal of Applied Finance and Banking* 5.3 (2015): 145.
126. Zollo M, Meier D. 2008. What is M&A performance? *Academy of Management Perspectives* 22: 55–77.
127. Березинец И.В., Ильина Ю.Б., Черкасская А.В. Структура совета директоров и финансовая результативность российских открытых акционерных обществ // *Вестник СПбГУ*, 2013. Сер. Менеджмент. Вып. 2
128. Волков Д. Л., Никулин Е. Д. Операционная эффективность и фундаментальная ценность собственного капитала организации // *Вестн. С.-Петер. ун-та. Сер. Менеджмент.* 2009. Вып. 1. С. 63–92.
129. Габец, Ольга Владимировна. "Организационная эффективность." *Экономика и менеджмент инновационных технологий* 9 (2015): 57-62.
130. Депамлис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007
131. Ковалев В.В. Финансовый анализ: методы и процедуры. - М.: Финансы и статистика, 2002. - 559 с.
132. Маркова И. А. Раскрытие сути понятий «слияние» и «поглощение» в российском законодательстве и зарубежной практике [Электронный ресурс] / И. А. Маркова // *Российские предпринимательство* – 2011. – Режим доступа: <https://creativeconomy.ru/lib/6777> (дата обращения: 21.03.2020)
133. Решетько Н. И. Раскрытие сути понятий «слияние» и «поглощение» в российском законодательстве и зарубежной практике [Электронный ресурс] / Н. И. Решетько, Ю. И. Башкатова // *Интернет-журнал «Наукovedение»* – 2015. – Режим доступа: <https://naukovedenie.ru/PDF/02EVN215.pdf> (дата обращения: 21.03.2020)
134. Сердюков, А. В. Особенности трактовки понятия «Слияния и поглощения» в российской бизнес-
135. Стенли Фостер Рид. Искусство Слияний и Поглощений / С.Ф. Рид, А.Лажу – 3-е изд. – М.:Альпина Бизнес Букс, 2007. – с.23.
136. Федеральный закон «Об акционерных обществах»: Закон РФ, ст. 16. // Гарант
137. Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью»: Закон РФ, ст. 52. // Гарант

## ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1. Регрессионная модель для Tobin's Q через 1 год после выхода на IPO и тест на наличие мультиколлинеарности.

```
. reg tobinsq mna lnproceeds de size capexta crisis, robust
```

```
Linear regression                               Number of obs =      63
                                                F(  6,   56) =      7.16
                                                Prob > F      =  0.0000
                                                R-squared     =  0.4111
                                                Root MSE     =  .66712
```

tobinsq	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
mna	.3472753	.2517721	1.38	0.173	-.1570848	.8516353
lnproceeds	.2627761	.0772619	3.40	0.001	.1080019	.4175503
de	.1064156	.5021507	0.21	0.833	-.8995131	1.112344
size	-.2533841	.0741592	-3.42	0.001	-.4019429	-.1048253
capexta	2.589344	1.133736	2.28	0.026	.3181979	4.860491
crisis	-.8688128	.2992954	-2.90	0.005	-1.468374	-.2692521
_cons	2.104872	.7700616	2.73	0.008	.5622538	3.647491

Рис 8. Регрессионная модель для Tobin's Q через 1 год после выхода на IPO

```
. vif
```

Variable	VIF	1/VIF
size	2.28	0.438571
lnproceeds	2.24	0.446785
capexta	1.22	0.820843
crisis	1.07	0.933900
de	1.04	0.959397
mna	1.01	0.993729
Mean VIF	1.48	

Рис 9. Тест на наличие мультиколлинеарности

**Приложение 2. Регрессионная модель для Tobin's Q через 3 года после выхода на IPO и тест на наличие мультиколлинеарности.**

```
. reg tobinsq mna lnproceeds de size capexta crisis, robust
```

Linear regression

Number of obs = 63  
F( 6, 56) = 2.44  
Prob > F = 0.0362  
R-squared = 0.2690  
Root MSE = .63487

tobinsq	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
mna	.1043023	.2787923	0.37	0.710	-.4541857	.6627902
lnproceeds	.065882	.0768182	0.86	0.395	-.0880033	.2197673
de	.292443	.4409183	0.66	0.510	-.5908225	1.175709
size	-.1445931	.0802285	-1.80	0.077	-.3053101	.0161238
capexta	2.076916	1.196882	1.74	0.088	-.3207268	4.474559
crisis	.0143894	.1216171	0.12	0.906	-.2292389	.2580177
_cons	2.547067	.8114575	3.14	0.003	.921522	4.172611

**Рис 10.** Регрессионная модель для Tobin's Q через 3 года после выхода на IPO

```
. vif
```

Variable	VIF	1/VIF
size	1.81	0.552201
lnproceeds	1.60	0.626361
capexta	1.18	0.849336
de	1.08	0.927870
mna	1.08	0.928939
crisis	1.03	0.968388
Mean VIF	1.30	

**Рис 11.** Тест на наличие мультиколлинеарности

**Приложение 3. Регрессионная модель для Tobin's Q через 5 лет после выхода на IPO и тест на наличие мультиколлинеарности.**

```
. reg tobinsq mna lnproceeds de size capexta crisis, robust
```

Linear regression

Number of obs = 63  
 F( 6, 56) = 7.03  
 Prob > F = 0.0000  
 R-squared = 0.2918  
 Root MSE = .50511

tobinsq	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
mna	-.2875042	.1269981	-2.26	0.027	-.5419121	-.0330964
lnproceeds	.0562051	.0385059	1.46	0.150	-.0209315	.1333417
de	.2961982	.2561595	1.16	0.252	-.2169508	.8093473
size	-.0622193	.0339571	-1.83	0.072	-.1302437	.005805
capexta	3.644176	.8815691	4.13	0.000	1.878181	5.410171
crisis	.3954314	.384011	1.03	0.308	-.3738351	1.164698
_cons	1.12634	.5848829	1.93	0.059	-.0453211	2.298002

*Рис 12. Регрессионная модель для Tobin's Q через 5 лет после выхода на IPO*

```
. vif
```

Variable	VIF	1/VIF
size	1.49	0.672973
lnproceeds	1.43	0.697380
capexta	1.08	0.926456
crisis	1.06	0.945714
mna	1.04	0.961574
de	1.02	0.975796
Mean VIF	1.19	

*Рис 13. Тест на наличие мультиколлинеарности*

**Приложение 4. Регрессионная модель для ROA через 1 год после выхода на IPO и тест на наличие мультиколлинеарности.**

```
. reg roa mna lnproceeds de lnsales capexta crisis, robust
```

Linear regression

Number of obs = 63  
 F( 6, 56) = 3.38  
 Prob > F = 0.0065  
 R-squared = 0.3611  
 Root MSE = .07481

roa	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
mna	.0006601	.0199667	0.03	0.974	-.039338	.0406582
lnproceeds	.0088551	.0074707	1.19	0.241	-.0061105	.0238208
de	-.1319416	.062416	-2.11	0.039	-.2569758	-.0069074
lnsales	-.0126578	.006382	-1.98	0.052	-.0254423	.0001268
capexta	.3513717	.1446414	2.43	0.018	.0616202	.6411233
crisis	-.1009542	.0470726	-2.14	0.036	-.1952518	-.0066565
_cons	.1832149	.061392	2.98	0.004	.060232	.3061977

*Рис 14. Регрессионная модель для Tobin's Q через 1 год после выхода на IPO*

```
. vif
```

Variable	VIF	1/VIF
lnsales	1.47	0.681446
lnproceeds	1.41	0.708934
de	1.13	0.886254
crisis	1.07	0.933136
mna	1.04	0.965014
capexta	1.03	0.970618
Mean VIF	1.19	

*Рис 15. Тест на наличие мультиколлинеарности*

**Приложение 5. Регрессионная модель для ROA через 3 года после выхода на IPO и тест на наличие мультиколлинеарности.**

```
. reg roa mna lnproceeds de lnsales capexta crisis, robust
```

Linear regression

Number of obs = 63  
F( 6, 56) = 3.57  
Prob > F = 0.0046  
R-squared = 0.3265  
Root MSE = .07147

roa	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
mna	-.0551523	.0219465	-2.51	0.015	-.0991163	-.0111882
lnproceeds	.0074471	.0073803	1.01	0.317	-.0073374	.0222316
de	-.0806396	.0428586	-1.88	0.065	-.1664958	.0052165
lnsales	-.0144883	.0074965	-1.93	0.058	-.0295055	.0005289
capexta	.2037543	.1193132	1.71	0.093	-.0352587	.4427673
crisis	.0206517	.0393267	0.53	0.602	-.0581292	.0994325
_cons	.2426587	.1169312	2.08	0.043	.0084173	.4769002

*Рис 16. Регрессионная модель для Tobin's Q через 3 года после выхода на IPO*

```
. vif
```

Variable	VIF	1/VIF
lnsales	1.52	0.658830
lnproceeds	1.40	0.713295
mna	1.19	0.839307
capexta	1.06	0.946921
de	1.04	0.964863
crisis	1.02	0.975708
Mean VIF	1.20	

*Рис 17. Тест на наличие мультиколлинеарности*

**Приложение 6. Регрессионная модель для ROA через 5 лет после выхода на IPO и тест на наличие мультиколлинеарности.**

```
. reg roa mna lnproceeds de lnsales capexta crisis, robust
```

```
Linear regression                               Number of obs =      63
                                                F( 6, 56) =      2.81
                                                Prob > F      = 0.0183
                                                R-squared     = 0.2205
                                                Root MSE     = .12096
```

roa	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
mna	-.0610836	.0317497	-1.92	0.059	-.124686	.0025187
lnproceeds	.0116857	.0085738	1.36	0.178	-.0054896	.028861
de	-.1954702	.0817065	-2.39	0.020	-.3591481	-.0317923
lnsales	-.0176377	.0117307	-1.50	0.138	-.0411372	.0058618
capexta	.4516539	.222988	2.03	0.048	.0049552	.8983526
crisis	-.0261197	.0224684	-1.16	0.250	-.0711294	.0188899
_cons	.289781	.2630546	1.10	0.275	-.2371808	.8167427

*Рис 18. Регрессионная модель для Tobin's Q через 5 лет после выхода на IPO*

```
. vif
```

Variable	VIF	1/VIF
lnproceeds	1.20	0.834669
lnsales	1.18	0.845584
capexta	1.09	0.915920
crisis	1.09	0.917401
mna	1.06	0.946205
de	1.01	0.992377
Mean VIF	1.10	

*Рис 19. Тест на наличие мультиколлинеарности*