

Содержание:

ВВЕДЕНИЕ

Сегодня большинство организаций во всех отраслях промышленности, торговли и управления в корне зависят от информационных технологий (далее ИТ). Влияние слияний и поглощений (mergers and acquisitions, далее M&A) на эффективность инноваций в приобретающих фирмах, заключающееся в том, что они должны приобретать цели, которые не были ни слишком похожими, ни связанными с их базой знаний ранее. В последние десятилетия ИТ-сектор приобрел важное экономическое значение (Koh and Venkatraman 1991), а бизнес-роль ИТ возросла в обществе посттехнологического бума.).

Одним из самых быстрых методов, с помощью которых компания может развиваться в новом для себя направлении - сделка слияний и поглощений (mergers and acquisitions, далее M&A) представляют собой важный механизм для внешнего роста и является ответом на новые технологии и рыночные условия, которые требуют стратегических изменений в направлении компании. Таким образом, важность слияний и поглощений растет, поскольку международная бизнес среда становится более конкурентной и интенсивной.

С появлением электронной коммерции использование технологий быстро становится ожидаемым способом ведения бизнеса. Следовательно, организации все чаще обращаются к применению технологий не только для поддержки существующих бизнес-операций, но и для создания новых возможностей, которые предоставляют им конкурентные преимущества. ИТ стали все более неотъемлемым компонентом жизни и личной жизни каждого.

Последние исследования идентифицируют несколько серьезных препятствий для успеха внедрения ИТ в M&A. Во-первых, такие M&A обладают уникальной сложностью, требующей ассимиляции инноваций в дополнение к типичным проблемам интеграции. De Man и Duysters (2005) подчеркивают, что даже если объединение будет успешным в интеграции отделов научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ (НИОКР), оно может столкнуться с трудностями в

других областях бизнеса, что приведет к снижению общей производительности или дезинтеграции компании.

Особый интерес представляют компании развивающихся стран, а именно страны межгосударственного объединения BRICS (Бразилия, Российская Федерация, Индия, Китай и Южная Африка), благодаря высокому уровню научной деятельности и сравнительно низкими затратами по сравнению с развитыми странами.

Согласно базе данных Zyrher M&A, с 2000 года глобальный объем сделок M&A, где в качестве торгуемой компании выступает резидент BRICS, вырос на 250% за следующие 5 лет и на 725% за 16 лет, превысив рост слияний на развитых рынках в 223%. Хотя этот показатель в абсолютном выражении является небольшим, он демонстрирует насколько быстро развивающийся мир догоняет развитый и оказывает давление на его компании. Совершение международных сделок M&A является крайне сложным процессом и зачастую оборачивается неудачей. Так, например, при участии в сделках компаний развивающихся рынков более 20% сделок остаются незавершенными и значительная часть сделок не оправдывают себя, при аналогичном показателе в 3% на развитых рынках. Наблюдаемая тенденция связана с множеством рисков, усложняющих процесс сделки.

В связи с этим у топ-менеджмента компаний, которые собираются совершить приобретения из ИТ возникает вопрос: «Какую подотрасль ИТ выгоднее приобретать, в какой стране и какие характеристики сделок служат показателями наиболее эффективного поглощения?». Однако не существует исследования, которое раскрывает общую картину и носит рекомендательный характер.

В своем исследовании я закрываю образовавшийся пробел в предыдущих работах, практическая значимость состоит в том, что топ-менеджмент компаний-приобретателей с его помощью произвести предварительную оценку предстоящей сделки и последующего состояния акционерного капитала.

Целью данной работы является оценка эффективности сделок M&A, где в качестве торгуемой компании выступает резидент BRICS из отрасли информационных технологий на основании модели event study. Для достижения цели были поставлены и решены следующие задачи:

- Изучить теоретические аспекты сделок слияний и поглощений по ИТ отрасли;
- Рассмотреть тенденции развития ИТ рынка в общем и по странам BRICS;
- Произвести выбор модели, позволяющей оценить эффективность от объявления о сделке M&A;

- Сформировать выборку;
- Провести эмпирические тесты и выявить возможные рычаги создания стоимости компании-покупателя (детерминирующие характеристики) после объявления о сделке;
- Проверить выбранные объясняющие переменные на значимость;
- Сделать выводы об эффективности проведения сделок M&A где компанией-целью выступает резидент из ИТ-отрасли.

Объектом исследования являются объявления о сделках слияний и поглощений в ИТ отрасли торгуемых компаний стран BRICS за период 2009-2016 гг.

Предметом исследования является совокупность теоретических, методических и практических вопросов, связанных с оценкой эффективности слияний и поглощений в отрасли информационных технологий и развивающихся рынков с позиций финансового рынка.

Работа разделена на три части.

В первой части подробно описывается теоретическая база исследования: приводится обзор литературы по теме слияний и поглощений, обозначаются основные тенденции развития ИТ отрасли за последние восемь лет в контексте проблемы. А так же рассматривается деление ИТ рынка на информационные сектора и их взаимодействие друг с другом. И формулируются гипотезы.

Во второй части производится моделирование проблемы эффективности сделок M&A и реакция на них фондовым рынком с помощью аналитического инструмента – метода событий Event study. Детально рассматривается базовый алгоритм использования метода в финансовых исследованиях, выбираются возможные рычаги создания стоимости компании.

В третьей части с помощью математического аппарата исследуется реакция рынка на финансовое событие, в ходе которой проверяются гипотезы о значимости зависимых переменных и описываются направления дальнейшего исследования.

В заключении подводятся итоги проведенной работы, оценивается практическая ценность полученных результатов, делаются общие выводы об эффективности и целесообразности сделок слияний и поглощений на арене развивающихся стран BRICS.

Глава 1. Сделки слияний и поглощений и факторы их эффективности

1.1. Анализ существующих подходов к оценке эффективности сделок слияний и поглощений в отрасли информационных технологий стран BRICS.

Значительное увеличение общего количества сделок слияний и поглощений в последние годы привело к появлению множества исследований влияния M&A на эффективность деятельности компаний. Научные статьи в основном сосредоточены на сделках на развитых рынках, в то время как эффекты стратегий на развивающихся рынках мало изучены[3;15].

В научном сообществе долгое время преобладала точка зрения, что в преобладающем количестве сделки M&A ведут к уменьшению стоимости акций компании-покупателя, а финансовые результаты ухудшаются, при том, что число таких сделок стремительно увеличивается. Тем не менее, за последние десять лет появились исследования, с противоположными результатами на основе изучения как развитых так и развивающихся рынков капитала. Для M&A, мотивированных повышением эффективности компании, предполагается, что акционеры как целевых, так и конкурирующих фирм получают выгоду от ожидаемых экономических выгод.

Большинство исследований по M&A сосредоточено на приобретении внутри или между развитыми странами. Вопрос эффективности таких приобретений, связанных с развивающимися странами, является не менее актуальным.

Одной из первых работ по развивающимся рынкам было исследование Ханна и Палепу, которые утверждали, что стратегия интеграции может быть более эффективной именно на развивающихся рынках, в силу неразвитости институциональной среды, они могут имитировать полезные функции различных учреждений, которые присутствуют в развитых рынках, и тем самым создать потенциальный источник роста стоимости. Проверке данной гипотезы было посвящено всего несколько академических работ, основанных на данных Китая, Индии и Турции.

Чари, Оуимет, Тесар, анализируя примеры сделок M&A за период с 1986 по 2006 год, сообщают о положительных и значительных кумулятивных доходах сверх нормы (далее – CAR , cumulative abnormal return) для фирм, которые приобретают компании развивающихся рынков из развивающихся.

При этом существует ряд исследований, демонстрирующих снижение стоимости компании-покупателя как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе.

В своем анализе внутренних и международных приобретений российских фирм Бертран и Бетшингер показывают, что в соответствии с установленными тенденциями, M&A снижают эффективность компаний-приобретателей.

Рассмотрение сделок M&A по 1086 компаний в период с 2004 по 2005 год, размещенных на Шанхайской и Шенженьской фондовых биржах, свидетельствует о разрушении стоимости компаний в результате сделок M&A. Более того, даже если в результате сделок M&A не будет получен положительный эффект, руководители компаний могут быть вынуждены приобретать компании, если они планируют построить бизнес-империю.

Данная тенденция обусловлена тем, что при совершении сделки возникает множество дополнительных рисков, которые усложняют и без того не легкий процесс интеграции компаний. Они связаны с значительной долей долга в стоимости компании развивающихся рынков, а так же нестабильностью курсов валют.

Институциональная дистанция, языковые различия и дипломатические отношения между странами могут так же усилить или ослабить эффективность от межстрановой сделки M&A. Так, Жху, Ксиа и Макино на примере 847 сделок за период 1995-2004 ИТ-отрасли в 27 странах компаний-покупателей и в 38 странах-целей, показали что интеграция с компанией-целью, которая находится в стране с сильно отличающейся институциональной, языковой и культурной средой, зачастую очень сложна для приобретающей фирмы.

Таким образом мы можем сформулировать нашу первую гипотезу:

H1: Эффективность сделки M&A, между развитыми и развивающимися странами, меньше чем внутри развитых стран.

Немалое значение имеет тот факт к какому рынку капитала относятся компании покупатель и цель. Так, акционерная стоимость, создаваемая путем

международных приобретений, выше для иностранных приобретателей, чем для внутренних. Доходы от инвестиций в зарубежные приобретения на быстрорастущих развивающихся рынках выше, чем доходы от внутренних поглощений, утверждают Нагано и Юан, при рассмотрении приобретений на примерах китайских и индийских компаний, на промежутке с 1998 по 2010 год. Количество рассматриваемых сделок 3039 и 2149 соответственно.

H2: Международные сделки M&A осуществляемые между развивающимися странами, обладают большей эффективностью, чем внутренние сделки[7;22].

Такие разносторонние результаты объясняются существенным различием анализируемых выборок и применяемыми методологиями. Авторы анализируя различную литературу и преследуя различные цели используют различные ограничения и критерии. Такие как:

- Покупаемая доля, например, в работе Хусаинова анализ опирается на данные от сделок ,где покупаемая доля превышает 75% от приобретаемой компании, в то время как Ивашковская и Шамраева рассматривают сделки по приобретению 50+1% акций, при этом Хусаинов производит анализ взаимосвязи реакции рынка и последующей эффективностью и производительностью компании, а в работе Ивашковской и Шамариной осуществляется эмпирический анализ сделок;
- Географические границы: в своей работе Нагано и Юан (Mamoru Nagano, Yuan Yuan, 2012) рассматривают международные приобретения в странах с переходной экономикой на примере китайских и индийских компаний при этом обнаруживают положительный эффект от их объявления, в то время как изучение эффективности международных сделок по слияниям, анализируемая на примере «мульти-латинских» стран Аргентины, Бразилии, Чили, Колумбии, Мексики, Перу и Венесуэлы, в среднем демонстрирует нейтральные значения;
- По типам сделок: Дж.Кэнэс и В.Манн проводят сравнительный анализ сделок при участии M&A и совместных предприятий и их влияние на технологичные и не технологичные компании, Лиу и Зоу рассматривают влияние на ИТ индустрию исключительно сделок M&A при этом выводы первых относятся в основном к совместным предприятиям и их обособлению, а Лиу и Зоу выявляют положительное влияние от импорта зарубежных технологий и инвестиций в отечественные исследования и разработки на внутренние инновации;
- По рассматриваемым промежуткам времени: Рахакелх и Уэй рассматривают культурные различия покупателей в период с 1985 по июнь 2008 года, в то

время как Николсон и Салабе мотивы покупателей из развивающихся стран с января 2000 года по декабрь 2010 года,

- По отраслям: Дуа и Сим рассматривают эффективность M&A в банковской сфере, изучали влияние M&A на ИТ и не ИТ компании.

Руководители всегда склонны платить за акции, когда они считают, что акции переоценены. Поэтому объявление сделки, которая выплачивается акциями, должно иметь более негативный эффект на доходность компании-покупателя, чем сделки с наличностью (Martynova et al, 2007). Другим оправданием низкой стоимости ценных бумаг является то, что компания не всегда владеет акциями и вынуждена выпускать новые акции для финансирования приобретения, что означает разбавление акций для текущих акционеров. С другой стороны, если у компании есть достаточное количество прибыльных инвестиционных проектов, в которые ей следовало бы вложиться, то она будет более склонна использовать акции, что позволит сэкономить денежные средства и избежать увеличения долга («Теория инвестиционных возможностей», Martin, 1996; Dong et al, 1996). Однако приобретения на развивающихся рынках практически всегда ниже стоимости покупок аналогичных компаний из развитых стран, поэтому:

НЗ: Оплата сделки M&A акциями будет иметь отрицательный эффект для компании-покупателя.

В течение последних десяти лет изучение отраслевой специфики M&A начало стремительно развиваться. Появилось огромное количество статей и научных исследований, которые вносят свои корректировки в процесс сделки, её эффективность и результаты.

В основу нашего исследования легли работы, в отрасли информационных технологий. В части из них утверждается, что для компаний из отрасли информационных технологий характерно сохранение своей автономии даже после их приобретения. При этом компании-покупатели могут сталкиваться со значительными трудностями в плане их эффективной интеграции с приобретенными целями, в то время как у высокотехнологичных фирм больше возможностей для удовлетворения потребностей и запросов клиентов на рынках различных стран.

Таким образом, приобретающие фирмы в секторах ИТ-услуг имеют более высокие шансы опередить фирмы-цели для создания стоимости в международных сделках.

Одним из ключевых факторов, создающих повышение стоимости акций, после объявления о сделке у компании-приобретателя, является слишком сильная реакция рынка на объявления о слияниях и поглощениях, поскольку он завышает влияние интенсивности научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ (далее НИОКР) на эффективность и будущую производительность этих фирм в первоначальном ответе. К аналогичным выводам приходят Каллунки, Пийкко и Лааманен: позитивная оценка фондового рынка расходов на НИОКР фирмы усиливается, если технологичная фирма приобретает технологичную, при этом если компания-приобретатель не относится к ИТ отрасли, то эффект не возникает.

Из двух последних тезисов следует четвертая гипотеза:

H4: При совершении сделок M&A компании-покупатели из ИТ отрасли имеют более высокие показатели эффективности, чем покупатели из других отраслей.

В таких отраслях, как телекоммуникации, медийные, развлекательные и финансовые услуги, где продукт все больше оцифровывается, существование организации в решающей степени зависит от эффективного применения ИТ[4;12].

Из-за тенденции к объединению услуг различные отрасли и индустрии все чаще перетекают в сферу деятельности друг друга, иными словами происходит межотраслевая интеграция. Одним из первых в ИТ отрасли это зафиксировал журнал The International Engineering Consortium (далее IEC) в 1999 году в статье «The New Information Industry», рассматривая возможные последствия текущих технологических преобразований в ИТ и прогноз развития отрасли в будущем: реорганизация фирм в пяти традиционных информационных отраслях (фотография, издательская деятельность, компьютерная техника, телекоммуникации и развлечения) приводит к созданию трех новых информационных секторов: информационный контент, гаджеты и информационные магистрали. Данную позицию разделяет и Ли, утверждая, что различие между средствами массовой информации и телекоммуникациями становится все более размытым, подтвердив это исследованием по рынку США по данным 1782 сделок за период с 1984 по 1999 годы.

Одной из последних и наиболее интересных работ на тему интеграции внутри отрасли стало исследование Риаума и Бхабры изучающих создание ценности в ИТ по средствам M&A в США. Они разделяют компании внутри ИТ на 3 новых информационных сектора по критериям IEC, используя для разделения SIC-коды. И приходят к выводам, что, во-первых, стоимость фирмы для участников торгов M&A

в двух информационных секторах (IEC) будет создаваться для M&A в одном ИТ секторе, во-вторых изменение стоимости фирмы будет положительным для компаний с одинаковым SIC кодами и нулевой или положительный для компаний с разными SIC-кодами. Таким образом они рассматривают теорию о горизонтальной интеграции. Ли объясняет популярность горизонтальной интеграции тем, что таким образом компании-покупатели удовлетворяют внутренние потребности компании. При этом Грация-Канал и Риальп-Криадо утверждают, что горизонтальная интеграция хороша, но ее эффективность может быть ниже эффективности вертикальной интеграции, т.к. возникает внутренний конфликт в компании из-за различных подходов, методик и совпадений в деятельности сотрудников. Это же подтверждают выводы Лии и Лим: нет оснований полагать, что ИТ-фирмы получают выгоду от горизонтальных M&A.

Основывая свое исследование на выборке из завершенных горизонтальных M&A в Малайзии с 1994 по 2006 год, Аик с коллегами приходят к выводам, что долгосрочная эффективность фирм в горизонтальных слияниях или поглощениях мотивируется иными целями, нежели синергетическими выгодами.

H5: Вертикальные сделки слияний и поглощений внутри ИТ отрасли демонстрируют большую эффективность, чем горизонтальные.

Вертикальность и горизонтальность внутри одной отрасли подразумевает разные или одинаковые сектора внутри этой отрасли участвуют в сделке.

В 2011 году 12 апреля 2011 г. всемирный экономический форум (ВЭФ) опубликовал рейтинг стран по развитию информационных технологий в 2010 – 2011 гг. Индекс развитости ИКТ основан на комбинации общедоступных статистических данных и результатов опроса руководителей компаний. Всего в рейтинге ВЭФ исследуются 138 стран, лидирующие позиции в котором занимают Швеция и Сингапур.

Что же касается BRICS- Китай развивает ИКТ успешнее всех остальных и опережает Индию (48), Бразилию (56), Южную Африку(61) и Россию (77).

H6: Эффективность сделки M&A зависит от уровня развитости информационных технологий в стране-цели.

Выгоды от любых M&A следует оценивать, анализируя не только реакцию цен на акции, но и влияние на будущие финансовые результаты фирм, которые должны обладать взаимодополняющими активами. Последние исследования идентифицируют несколько серьезных препятствий для успеха внедрения ИТ в

слияниях и поглощениях. Во-первых, такие M&A обладают уникальной сложностью, требующей ассимиляции инноваций в дополнение к типичным проблемам интеграции. Де Мэн и Дуйстерс подчеркивают, что даже если объединение будет успешным в интеграции подразделений, занимающихся научными разработками, оно может столкнуться с трудностями в других областях бизнеса, что приведет к снижению общей производительности или дезинтеграции компании (Ard-Pieter de Man, Geert Duysters, 2005).

1.2. Тенденции развития ИТ рынка.

Кризис 2008 года на несколько лет сильно затормозил развитие не только экономик в целом, но и технологий, их использование, применение и инвестирование. Только к 2010 году ИТ-отрасль начала набирать свои прежние обороты. Мировые расходы без учета колебаний курса валют в 2010 г. выросли на 8% в сравнении с 2009 г. до более чем \$1,5 трлн, сообщает IDC. По словам аналитиков, с 2007 г. это наибольший прирост в годовом исчислении. К тому же, объем расходов оказался выше ожидаемых значений. С учетом сферы телекоммуникаций расходы выросли на 6% почти до \$3 трлн.

Самые высокие темпы роста показал сегмент аппаратное обеспечение, в который входят персональные компьютеры, серверы, системы хранения данных, периферийное оборудование. Он вырос на 16% до отметки в более чем \$661 млрд. В последний раз столь высокий рост был зафиксирован более 10 лет назад, в 1996 г.

В одном из исследований Gartner дается оценка развивающихся рынков за 2012 года: \$0,92 трлн расходов по ИТ отрасли, что составляет около 31% от мировых затрат на ИТ. Им удастся сохранять позитивную динамику даже несмотря на экономическую нестабильность в целом во всем мире.

В 2015 году аналитическая компания Gartner опубликовала результаты глобального исследования ИТ-рынка в различных вертикальных отраслях. В 2014 году ИТ-затраты на вертикальных рынках в глобальном масштабе составили почти \$2,8 трлн, что на 1,2% больше в сравнении с предыдущим годом. Наибольшие расходы — \$490 млрд пришлось на компании, занятые в производстве и работой с природными ресурсами. У таких предприятий ИТ-бюджеты возросли на 1%. Примерно столько же потратили финансовые организации и специализирующиеся на обеспечении безопасности компании, так как все большую значимость

приобретает именно информационная безопасность.

2015 год стал ударным по экономикам развивающихся стран в связи с резким ростом курсов доллара США и евро. Затраты на ИТ в этих странах по итогам года сократились более чем на 8,5%. Комментируя сложившуюся ситуацию, Анураг Гупта (Anurag Gupta) отметил нанесенный рынку «двойной удар» в виде высокого курса доллара (особенно по отношению к евро, иене и рублю) и замедления динамики роста развивающихся государств, среди которых – Бразилия, Китай и Россия. Многие технологические компании, ведущие отчетность в американской валюте, демонстрируют финансовый спад. Однако вице-президент по исследованиям Gartner Джон-Дэвид Лавлок (John-David Lovelock) уверен, что никакой катастрофы в этом нет, поскольку если не учитывать валютный фактор, то затраты на информационные технологии в мировом масштабе, поднялись на 2,7%, что на 0,6 процентного пункта меньше прежнего прогноза.

Далее представлен график демонстрирующий влияние доллара США на результаты расходов на ИТ в мире, в сравнении, если бы курс валют был бы постоянным.

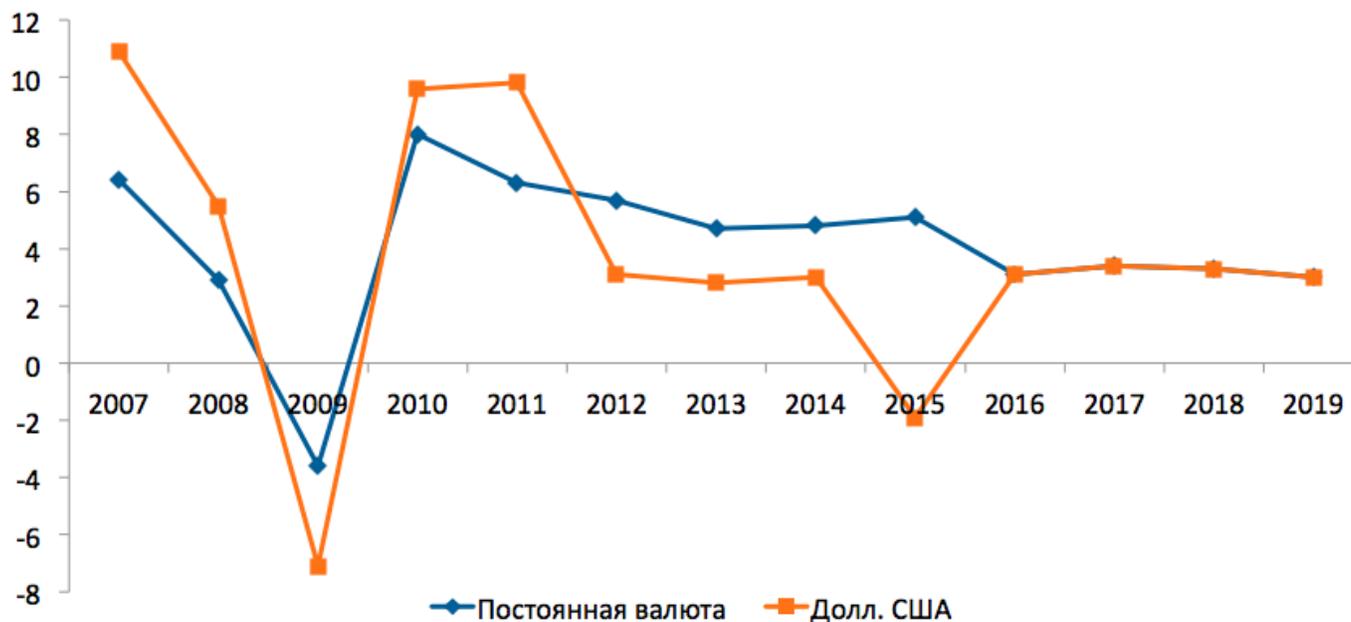


Рисунок 1 - Влияние доллара США на результаты расходов на ИТ в мире

Глобальные продажи ИТ-решений (оборудование, программное обеспечение и сервисы) в 2015 году составили примерно \$2,25 трлн, что без учета валютных

колебаний на 6% больше, чем годом ранее. Эти темпы роста соответствуют тем, что имели место ежегодно с 2010 года. Год выдался относительно стабильным для ИТ-отрасли благодаря тому, что рынок смартфонов продолжил сильный рост, компенсировав слабый спрос на персональные компьютеры. В 2015 году смартфоны обеспечили половину роста ИТ-расходов в мировом масштабе. Помимо телефонов, рынку помогают расходы на облачную инфраструктуру, которые выросли на 26% и корпоративное программное обеспечение на 7%, особенно на софт в области аналитики, информационной безопасности и совместной работы[7;13].

Объем ИТ рынка немного сократился в 2016 году и составили \$3,375 трлн, что на 0,6% меньше, чем годом ранее. В исследовании Gartner также говорится, что продажи систем для дата-центров в 2016 году составили \$170 млрд, что на 0,6% меньше прошлогоднего показателя. Объем сегментов корпоративного ПО и ИТ-услуг повысился на 5,9% и 3,9%, достигнув соответственно 333 и 899 млрд долларов. Продажи ПК, планшетов, ноутбуков и мобильных телефонов в глобальном масштабе уменьшились на 9% до \$588 млрд. В секторе коммуникационных услуг зафиксирован 1-процентный спад доходов поставщиков — до \$1,38 трлн.

Что касается прогнозов на 2017 год, компания Forrester Research рассматривает структуру мирового рынка ИКТ следующим образом:

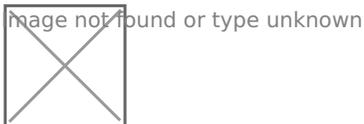


Рисунок 2 – Структура мирового рынка

Они разделяют отрасль ИКТ на шесть секторов: телекоммуникации, компьютерное оборудование, услуги технологического консалтинга и системной интеграции, коммуникационное оборудование, технологический аутсорсинг и обслуживание оборудования, программное обеспечение. При этом указывая предполагаемые затраты на каждую сферу.

Если рассматривать общие тенденции по ИТ рынку за последние восемь лет, то наблюдается следующая динамика:



Рисунок 3 - Рост мировых ИТ-расходов (1996-2019)

На графике указаны основные «события», положительно повлиявшие на ИТ-прогресс, а именно появление настольных персональных компьютеров-1976год(на графике отражен продолжительный эффект от этого инновационного открытия), появление всемирной интернет паутины –ВЕБ 1.0 – конец 90х- начало 2000х, «сетевая революция» с появлением социальных сетей начиная с “Facebook” и чуть позже продолжаясь например “Одноклассники” или “Вконтакте” на территории РФ. Основными отрицательно влияющими моментами были экономические кризисы, нестабильности и войны-т.е. факторы которые влияют на экономику в целом.

Выводы по главе 1.

В современном мире существуют различные точки зрения на эффективность сделок слияний и поглощений, с учетом особенностей по развитым и развивающимся странам и отраслевой специфике.

По мере рассмотрения научных работ, нами были сформулированы шесть гипотез касательно сделок М&А в отрасли информационных технологий стран BRICS:

H1: Эффективность сделки М&А, между развитыми и развивающимися странами, меньше чем внутри развитых стран.

H2: Международные сделки M&A осуществляемые между развивающимися странами, обладают большей эффективностью, чем внутренние сделки.

H3: Оплата сделки M&A акциями будет иметь отрицательный эффект для компании-покупателя.

H4: При совершении сделок M&A компании-покупатели из ИТ отрасли имеют более высокие показатели эффективности, чем покупатели из других отраслей.

H5: Вертикальные сделки слияний и поглощений внутри ИТ отрасли демонстрируют большую эффективность, чем горизонтальные.

H6: Эффективность сделки M&A зависит от уровня развитости информационных технологий в стране-цели.

Глава 2. ВЛИЯНИЕ эффективности сделок слияний и поглощений компаний на концентрацию в отрасли информационных технологий

2.1. Анализ существующих методологий

По подходу к измерению эффективности сделок слияний и поглощений все существующие исследования можно разделить на четыре части:

1. Event study – метод событий.

Метод событий подразумевает изучение аномальной доходности акций компании в период появления информации о сделке. Данный метод позволяет отследить влияние сделки на благосостояние акционеров. Большинство рассматриваемых в данной работе исследований используют данный метод.

1. Accounting study – анализ финансовой отчетности.

Изучаются данные финансовой отчетности до и после сделки и анализируется изменение финансовых показателей компании. Данный метод позволяет достоверно оценить результаты сделки на таких показателях как производительность, доходность активов, прибыль на акцию и другие, однако не

учитывает будущие возможности от слияния и может не отражать реальную ситуацию в том случае, если компания сменила учетную политику.

1. Опросы менеджеров.

Производится опрос менеджеров компаний о результатах сделок слияний и поглощений, в которых они дают ответы по формализованным опросникам. Менеджеры выбираются случайным путем и их результаты транслируются на всю выборку с соответствующими параметрами.

1. Case studies- детальное изучение сделки.

Выбирается конкретная сделка или выборка из нескольких похожих сделок и проводится их тщательный анализ из целостных интервью менеджеров, аналитиков. Благодаря этому методу появляется возможность выделить ранее незамеченные проблемы и аспекты, которые упускаются при анкетном формате и численном подходе к проблеме. Например, в данном исследовании мы используем работу испанских ученых, которые рассматривали процессы унификации и интеграции информационных технологий в горизонтальных M&A на примере трех крупных испанских компаний.

В данной работе мы изучаем эффективность только от объявления о сделке, поэтому нами был выбран метод Event study, с помощью которого можно исследовать на коротких и длинных окнах. В рамках настоящей работы используется метод Event study на коротких окнах.

Event study является широко используемым аналитическим инструментом в экономике и финансах, применяемым для анализа реакции фондового рынка, как на существенные события внешней макроэкономической среды, так и на управленческие решения руководства компании. В качестве события могут выступать новости об изменениях в законодательстве, объявления о слияниях и поглощениях, публикации финансовых результатов деятельности компаний, объявления о смене генерального директора организаций и др. При этом крайне важно, чтобы объявление носило неожиданный характер.

Метод основан на предположении, что рынок является эффективным, то есть любое событие на рынке, незамедлительно окажет влияние на котировки (Fama, 1969).

2.2. Общий алгоритм построения модели с помощью метода изучения событий (event study).

Первым шагом в измерении влияния «события» (объявление тендерного предложения, выкупа акций и д.р.) на стоимость акции является определение события. В рамках данной работы это дата объявления о сделке, которая обозначается как день во время события. Целью периода проведения мероприятия является фиксация всех эффектов, влияющих на цену акций. Более длительные периоды гарантируют, что большая часть эффектов будут зафиксированы, но в то же время длительный период подвержен появлению «шумов», то есть других влиятельных событий. Во многих исследованиях выбирается период, подобный дням $-30=$ дней до объявления и 30 дней период после события (event period). День - это дата, когда объявление сделано отдельной фирмой и будет означать разные даты календаря для разных фирм.

Следующий шаг – рассчитать прогнозируемую (нормальную) доходность для каждого дня в периоде событий для каждой фирмы. Предсказанная доходность представляет собой доходность, которая ожидалась бы, если бы событие не произошло. рассматривается на временном промежутке от $-300=$ до $-30=$, причем -300 является максимальным диапазоном, в большинстве исследований используют промежуток от -250 или же -150 до -30 этот промежуток называется периодом оценки (estimation period). Так например в своей работе Григорьева и Петрунина использовали 37-дневное окно событий, состоящее из 18 дней до события, дня события и 18 дней после события, а также варьировали его, уменьшая количество дней, а так же оставляли 22 дня до даты объявления M&A, чтобы включить инсайдерскую торговлю, которая характерна для формирующихся рынков капитала. В исследовании Нагано и Юана используются 3-дневные и 41-дневные окна событий для проверки как краткосрочных, так и долгосрочных эффектов (Mamoru Nagano, Yuan Yuan, 2013).

estimation period event period

Существует три основных метода расчета прогнозируемого дохода:

- средний метод выравнивания объявлений (The Mean Adjusted Return Method),
- метод рыночных моделей (The Market Model Method),
- метод корректировки с учетом рынка (The Market Adjusted Return Method).

В большинстве случаев три метода дают аналогичные результаты.

После выбора событийного и оценочного периодов вычисляется остаток, для каждого дня для каждой фирмы. Остаточный - это фактический доход за этот день для фирмы за вычетом прогнозируемого дохода,

Остаточная сумма представляет собой избыточную доходность, которая не прогнозируется и, следовательно, является оценкой изменения стоимости в этот день, вызванного событием. Неожидаемые изменения в ценах акций, как реакция рынка на событие носит название *abnormal returns (AR)* или *excess returns (Peterson, 1989)*. Таким образом предполагается, что неожиданное событие вызвало изменение в стоимости котировок акций.

Для каждого дня остатки усредняются по фирмам для подсчета среднего остаточного значения для этого дня - , где *AR* :

где *N* это количество фирм в выборке.

Причина усреднения по всем фирмам заключается в том, что доходность акций является «шумной», но шум имеет тенденцию к сокращению при усреднении, таким образом, чем больше число фирм, тем меньше «шумов». Кроме того, чем больше фирм в выборке, тем более четким выявляется эффект от события.

Заключительным этапом является суммирование среднего остатка за день в течение всего периода с целью получения совокупной избыточной доходности- *CAR*, где *CAR* :

Так как в данном исследовании нас интересует именно реакция рынка на сделки слияний и поглощений, мы остановим свой выбор на методе рыночных моделей.

Для рыночной модели период оценочный период был определен - . Проводится оценка рыночной модели с использованием регрессии для значений доходностей по дням за этот период:

где

-доход от рыночного индекса (например, РТС для компаний из России) на день *t*;

-измеряет чувствительность фирмы к рынку, т.е. мера риска;

-измеряет среднюю доходность за период, не объясненный рынком;

- статистическая ошибка, при этом .

Регрессия дает оценку и коэффициентам.

Ожидаемый доход для фирмы за день в периоде события - это доход, полученный рыночной моделью этот день, используя эти оценки.

Получаем:

где - доходность рыночного индекса в данный день событийного периода.

При этом доходности рыночных индексов, также как и доходности ценных бумаг изучаемых компаний, были взяты в логарифмической форме. В связи с тем, что линейные доходности имеют несимметричное распределение относительно нуля : цена акции не может принимать отрицательные значения, следовательно линейная доходность распределена в промежутке от -1 до бесконечности. В то время как логарифмический подход к подсчету доходностей позволяет принимать ей любые значения на интервале $(-\infty; +\infty)$.

где

- значение рыночного индекса в момент времени t ;

- значение рыночного индекса в момент времени $t-1$.

Таким образом вычисляется по формуле:

Стоит учитывать, что мы производим вычисления не для одной компании, а для выборки панельных данных, поэтому необходимо произвести подсчет средней величины избыточной доходности (average abnormal return,) AAR и соответствующую ей накопленную среднюю избыточную доходность (cumulative average abnormal return) $CAAR$:

где

AAR_t - средняя избыточная доходность в день t ;

- оценка избыточной доходности ценной бумаги в день t .

Следовательно накопленная средняя избыточная доходность, представляющая собой сумму AAR примет вид:

Эта величина сообщает демонстрирует общую тенденцию рынка.

Рыночная модель учитывает как риски, связанные с рынком, так и среднюю доходность, и является наиболее широко используемым методом.

Выводы по главе 2.

В настоящее время рыночная стоимость компании рассматривается как один из ключевых показателей, диагностирующих эффективность принимаемых тех или иных финансовых решений. Для тестирования гипотез используются различные методы: изучение событий, анализ финансовой отчетности, опросы менеджеров, и детальное изучение сделки. Наиболее популярным и надежным методом тестирования финансовых решений является метод изучения событий.

Метод изучения событий широко используется в экономике и финансах, поскольку он позволяет оценить реакции фондового рынка на появление новой информации посредством изменения цен акций затронутых компаний. С помощью него, производится оценка величины избыточной доходности в окне события и проверяется её значимость.

Глава 3. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений

3.1. Формирование выборки

Бюро экономического анализа США (БЕА) определяет ИТ как офисное, вычислительное и бухгалтерское оборудование (ОСАМ), которое состоит в основном из компьютеров. Информационно-технологическое оборудование (ИТЕ) также считается частью ИТ. ИТЕ включает коммуникационное оборудование, научные и инженерные инструменты, фотокопировальные устройства и сопутствующее оборудование. Кроме того, включено программное обеспечение и сопутствующие услуги.

Иными словами, ИТ относятся к технологиям, и в основном к аппаратным, программным и телекоммуникационным сетям. Таким образом, является как материальным (например, серверами, персональными компьютерами, маршрутизаторами и сетевыми кабелями), так и неосязаемым (например,

программным обеспечением всех типов).

В данном исследовании используются данные из информационных систем Bloomberg, CapitalIQ, Zypher Bureau Van Dijk и MergerMarket. Изначальные данные были отобраны по следующему принципу:

1. Страны компаний-целей – Бразилия, Россия, Индия, Китая, Южная Африка;
2. Дата объявления сделки – с 1 января 2009 года по 31 декабря 2016 года.

В данном исследовании нас интересует временной промежуток после кризиса 2008 года, так как эти данные имеют наиболее актуальный характер для нынешней рыночной ситуации;

3. Искомый пакет сделки – от 51% до 100%.

Мы рассматриваем приобретение контрольного пакета акций;

4. Сектор/отрасль по GICS – технологии (состоят из групп "Компьютеры", "Офисное оборудование", "Полупроводники", "Программное обеспечение") и службы связи (состоят из групп "Реклама", "Интернет", "СМИ", "Телекоммуникации");

5. Размер сделки – от 1 тыс. долл. США до 99,999 млрд долл. США -отсечение сделок с нераскрытой стоимостью;

6. Удаляем все сделки, для которых нет информации о компании-поглотителе (т.е. избавляемся от не торгуемых компаний);

7. Определяем связанные индексы для компаний-поглотителей;

8. Для всех китайских компаний без связанного индекса устанавливаем Shanghai Composite;

9. Удаляем сделки, в которых покупатель зарегистрирован на Каймановых островах либо Британских Виргинских островах.

10. Удаляем сделки, капитализация (котировка) компаний-покупателей не доступна на протяжении 30 дней до объявления сделки;

11. Удаляем сделки, где доля сделки от капитализации компании составляет менее 5%;

12. Выкачиваем котировки компаний-покупателей и значения индекса в диапазоне (-150;+30) дней до/после появления информации о сделке.

Поочередное выполнение данных условий привело к значительному сокращению выборки до 249 сделок.

Таблица 1 - Разбиение по странам (в качестве торгуемой компании выступают резиденты BRICS)

Страна	Количество сделок
---------------	--------------------------

Бразилия	22
----------	----

Россия	10
--------	----

Индия	32
-------	----

Китай	158
-------	-----

Южная Африка	27
--------------	----

В данной работе мы проводим анализ по всем пяти странам BRICS, поэтому не большое количество сделок с Россией и Бразилией не является критичным, однако стоит учитывать, что большая доля Китая будет вносить свои корректировки в полученные результаты.

Таблица 2 - Распределение сделок по покупателям

Всего сделок	249
--------------	-----

Развивающиеся рынки	191
---------------------	-----

Развитые рынки	58
----------------	----

При расчете нормальной доходности по каждой сделке мы использовали национальные индексы компаний-поглотителей и подсчитывали по их изменениям за период (-150;-30)

Таблица 3 - Использованные национальные индексы для компаний-покупателей

Страна	Приобретенных компаний	Индекс
Китай	119	SPX/ UKX/ HSI/ SHASHR/ STI
Гонконг	26	HSI
Индия	25	SENSEX / SPX
Южная Африка	21	JALSH
Бразилия	13	IBOV
США	12	SPX
Россия	9	INDEXCF
Великобритания	5	UKX / JALSH
Канада	3	SPTSX / SPX
Япония	3	TPX
Испания	3	IBEX
Франция	2	CAC

Сингапур	2	STI
Тайвань	2	TWSE
Австралия	1	AS51
Чили	1	IPSA
Индонезия	1	JCI
Италия	1	FTSEMIB

3.2. Описание результатов эмпирических тестов

Подсчет совокупной избыточной доходности для сделок, где компании-покупатели были из развитых и развивающихся стран, был произведен с помощью математического аппарата электронных таблиц Microsoft Excel.

Общее количество наблюдений 249 сделок за период с 2009 по 2016 год. При этом при разделении выборки на развитые и развивающиеся рынки по компании-покупателю и подсчета по ним аномальной доходности, дала следующие результаты:

Таблица 4 - Статистика аномальной доходности

Количество наблюдений	249
AR>0	137
AR<0	112

CAAR развивающиеся рынки 0,146593858

CAAR развитые рынки -0,000229189

Таким образом, мы подтверждаем гипотезу H1

Далее мы делим выборку по развивающимся странам на две части, а именно внутренний сделки M&A и международные.

Таблица 5 - Деление выборки

CAAR международных сделок развивающихся рынков 0,018781155

CAAR внутренних сделок развивающихся рынков 0,100270836

Из полученных данных следует, что гипотеза H2 для ИТ-отрасли стран BRICS полностью подтверждается. Иными словами, эффективность от международных сделок M&A стран BRICS выше внутренних на рынке развивающихся стран.

Следующим шагом мы проверяем гипотезу H3 о влиянии типа платежа на эффективность сделки. Изначально наша выборка была поделена на следующие типы оплаты: Денежные средства, Денежные средства и акции, Акции, Фондовые и долговые обязательства, Наличные и долговые обязательства, Денежные средства, акции и долги, Денежные средства или акции. Разделяем выборку по типу оплаты на два типа, к первому относятся: Акции, Денежные средства и/или акции, Денежные средства, акции и долги. Ко второму все остальные виды платежей.

Таблица 6 - Деление выборки

CAAR при оплате акциями 0,110078736

CAAR при других типах платежа 0,030106218

Гипотеза H3 не находит подтверждения.

Далее мы проверяем предположение о наиболее эффективном проведении сделки, если компания-покупатель является представителем отрасли информационных технологий. Эта гипотеза H4 подтверждается полученными результатами.

Таблица 7 – Деление выборки

CAAR при покупателе не из ИТ 0,053980816

CAAR при покупателе из ИТ 0,076527085

Для проверки гипотезы H5 о вертикальных и горизонтальных сделках слияний и поглощений внутри ИТ отрасли мы выделили все сделки, в которых в качестве покупателя так же выступают компании из ИТ отрасли и внутри получившейся выборки выделили сделки с одинаковыми и разными секторами ИТ по покупателю и компании-цели.

Таблица 8 - Деление выборки

CAAR при горизонтальной интеграции 0,053967551

CAAR при вертикальной интеграции 0,06437406

Данные значения подтверждают гипотезу H5, однако разница получилась не слишком значительная.

Проверка развитости информационных технологий в странах BRICS проводилась на основе разделения рейтинга ВЭФ по убыванию: Китай, Индия, Бразилия, Южная Африка, Россия. Гипотеза H6 подтверждена.

Таблица 9 - Проверка развитости информационных технологий в странах BRICS

Китай 0,113924787

Индия -0,002107132

Бразилия -0,034024548

Южная Африка -0,05116889

Россия -0,176766126

Выводы по главе 3.

В рамках указанной статистической методологии с помощью метода изучения событий нами были проведены аналитические расчеты, в ходе которых мы проверили правильность выдвинутых в Главе 1 гипотез.

Во-первых, гипотеза о том, что эффективность сделки M&A, между развитыми и развивающимися странами меньше, чем внутри развивающихся стран, более того, при участии компаний-покупателей из развитых рынков накопленная средняя доходность является отрицательной, что подчеркивает привлекательность ИТ отрасли стран BRICS именно для компаний покупателей с развивающихся рынков капитала.

Во-вторых, мы полностью подтвердили предположение о том, что для развивающихся стран выгоднее осуществлять сделки слияний и поглощений внутри своей страны. Следовательно более выгодна интеграция с другими странами.

В-третьих, мы не находим подтверждения гипотезе о том, что в сделках M&A по ИТ-отрасли оплата акциями сулит отрицательный эффект для компании-покупателя. Данная неувязка с теоретической частью имеет место быть, так как мы рассматриваем только объявление о сделке и во многих случаях информация о типе платежа еще не опубликована. При этом стоит отметить, что в «другой тип» платежа попали так же обязательства и долги, которые не несут позитивной информации для игроков фондового рынка и акционеров.

В-четвёртых, подтвердилась гипотеза о том, что если компания-покупатель из отрасли информационных технологий, то эффективность от таких сделок выше чем, если бы покупатель был не из ИТ. Следующая гипотеза о вертикальных и горизонтальных слияниях и поглощениях внутри отрасли информационных технологий уточняет, что вертикальные поглощения эффективнее горизонтальных,

так как с наименьшей вероятностью будут происходить перекрытия в работе образовавшейся компании и не будет внутренней конкуренции.

В-шестых, следующая гипотеза о том, что эффективность от сделки M&A зависит от уровня развитости информационных технологий в стране цели, так же была подтверждена, более того был сопоставлен уровень развитости и уровень эффективности от сделки, противоречий обнаружено не было.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ.

Мы провели исследование эффективности сделок по слияниям и поглощениям в отрасли информационных технологий, где в качестве торгуемых компаний выступают страны резиденты BRICS. Из проведенных тестов и расчетов следует, что наибольшую эффективность извлекают компании-покупатели из развивающихся стран, при этом лучше всего приобретать компанию в других странах.

Что касается отраслевой специфики, то при сделках слияний и поглощений компания-покупатель из отрасли информационных технологий имеет большую эффективность, чем компания из другой отрасли. При этом, если сферы деятельности внутри ИТ у компании-покупателя и у компании-цели не пересекаются, то это еще больше повышает эффективность от слияния.

Что касается вопроса о выборе страны компании-цели, стоит сразу отметить, что Китай занимает лучшие позиции и наиболее благоприятен для высоко-эффективных сделок, следующей по привлекательности идет Индия, показатели эффективности по которой близки к нулю, однако это не плохой результат, если говорить о реакции рынка. Южная Африка и Бразилия занимают в нашем рейтинге примерно одинаковые позиции, а Россия является самой непривлекательной целью для эффективных сделок слияний и поглощений.

В общем наши результаты согласуются с рассмотренной в данном исследовании литературой, однако многие результаты были не ярко выраженными. Поэтому существует поле для дальнейших исследований, введения новых переменных и критериев.

Таким образом, полученные в ходе исследования результаты имеют практическую ценность, как для компаний, так и для рынка в целом. Компании-покупатели могут

учитывать данную информацию при поиске новых компаний-целей и выбирать наиболее эффективную для себя стратегию слияний. Для фондового рынка первичное появление информации о сделке M&A может послужить решением о том, есть ли смысл покупать акции компании, совершающей данную сделку, или стоит рассмотреть другие более ликвидные варианты.

СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Aharon, D. Y., Gavious, I., & Yosef, R. (2010). Stock market bubble effects on mergers and acquisitions. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(4), 456–470. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2010.05.002>
2. Bhagat, S., Malhotra, S., & Zhu, P. C. (2011). Emerging country cross-border acquisitions: Characteristics, acquirer returns and cross-sectional determinants. *Emerging Markets Review*, 12(3), 250–271. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2011.04.001>
3. Bruhn, N. C. P., Calegário, C. L. L., Carvalho, F. D. M., Campos, R. S., & Santos, A. C. D. (2017). Mergers and acquisitions in Brazilian industry: a study of spillover effects. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 66(1). <https://doi.org/10.1108/IJPPM-11-2014-0179>
4. Cai, J., Song, M. H., & Walkling, R. A. (2011). Anticipation, acquisitions, and bidder returns: Industry shocks and the transfer of information across rivals. *Review of Financial Studies*, 24(7), 2242–2285. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr035>
5. Canace, T. G., & Mann, S. V. (2014). The impact of technology-motivated M&A and joint ventures on the value of IT and non-IT firms: A new examination. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 43(2), 333–366. <https://doi.org/10.1007/s11156-013-0374-8>
6. Chi, J., Sun, Q., & Young, M. (2011). Performance and characteristics of acquiring firms in the Chinese stock markets. *Emerging Markets Review*, 12(2), 152–170. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2010.12.003>
7. Cloudt, M., Hagedoorn, J., & Van Kranenburg, H. (2006). Mergers and acquisitions: Their effect on the innovative performance of companies in high-tech industries. *Research Policy*, 35(5), 642–654. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2006.02.007>
8. Dakessian, L. C., & Feldmann, P. R. (2013). Multilatinas and value creation from cross-border acquisitions: An event study approach. *BAR - Brazilian Administration Review*, 10(4), 462–489. <https://doi.org/10.1590/S1807-76922013000400006>
9. De Man, A. P., & Duysters, G. (2005). Collaboration and innovation: A review of the effects of mergers, acquisitions and alliances on innovation. *Technovation*, 25(12),

- 1377–1387. <https://doi.org/10.1016/j.technovation.2004.07.021>
10. Du, K., & Sim, N. (2016). Mergers, acquisitions, and bank efficiency: Cross-country evidence from emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 36, 499–510. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.10.005>
 11. Dutordoir, M., Roosenboom, P., & Vasconcelos, M. (2014). Synergy disclosures in mergers and acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, 31, 88–100. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.09.005>
 12. García-Canal, E., Rialp-Criado, A., & Rialp-Criado, J. (2008). Unificación de las TIC y procesos de integración en las fusiones y adquisiciones horizontales. *Universia Business Review*, 19, 24–41.
 13. Geringer, J. M., Beamish, P. W., & da Costa, R. C. (1989). Diversification strategy and internationalization: Implication for MNE performance. *Strategic Management Journal*, 10(May 1985), 109–119.
 14. Ghosh, M. S., & Dutta, S. (2014). Mergers and Acquisitions: A Strategic Tool for Restructuring in the Indian Telecom Sector. *Procedia Economics and Finance*, 11 (14), 396–409. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(14\)00207-X](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(14)00207-X)
 15. Grigorieva, S., & Petrunina, T. (2013). THE PERFORMANCE OF MERGERS AND ACQUISITIONS IN EMERGING CAPITAL MARKETS : NEW EVIDENCE.
 16. Kallunki, J. P., Pyykko, E., & Laamanen, T. (2009). Stock market valuation, profitability and R&D spending of the firm: The effect of technology mergers and acquisitions. *Journal of Business Finance and Accounting*, 36(7–8), 838–862. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2009.02161.x>
 17. Krishnakumar, D., & Sethi, M. (2012). Methodologies Used To Determine Mergers and Acquisitions' Performance. *Academy of Accounting & Financial Studies Journal*, 16(3), 75–92. Retrieved from <http://scholar.google.com/scholar?hl=en&btnG=Search&q=intitle:METHODOLOGIES+USED>
 18. Lebedev, S., Peng, M. W., Xie, E., & Stevens, C. E. (2014). Mergers and acquisitions in and out of emerging economies. *Journal of World Business*, 50(4), 651–662. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2014.09.003>
 19. Lee, S. T., & Seng, K. (2006). The impact of M & A and joint ventures on the value of IT and non-IT firms, 111–123. <https://doi.org/10.1007/s11156-006-8792-5>
 20. Li, D., Eden, L., Hitt, M. A., & Ireland, R. D. (2008). Friends, acquaintances, or strangers? Partner selection in R&D alliances. *Academy of Management Journal*, 51 (2), 315–334. <https://doi.org/10.1002/smj>
 21. Liu, X., & Zou, H. (2008). The impact of greenfield FDI and mergers and acquisitions on innovation in Chinese high-tech industries. *Journal of World Business*, 43(3), 352–364. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2007.11.004>

22. Mayer, K., & Bercovitz, J. (2008). The influence of inertia on contract design: Contingency planning in information technology service contracts. *Managerial and Decision Economics*, 163(August), 149–163. <https://doi.org/10.1002/mde>
23. Nagano, M., & Yuan, Y. (2013). Cross-border acquisitions in a transition economy: The recent experiences of China and India. *Journal of Asian Economics*, 24, 66–79. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2012.08.003>
24. Nicholson, R. R., & Salaber, J. (2013). The motives and performance of cross-border acquirers from emerging economies: Comparison between Chinese and Indian firms. *International Business Review*, 22(6), 963–980. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2013.02.003>
25. Rahahleh, N. Al, & Wei, P. P. (2013). Frequent cross-border acquirers from emerging countries and cultural distance: Does the cultural difference of the initial deal matter? *Journal of Multinational Financial Management*, 23(4), 356–373. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2013.06.001>
26. Rheaume, L., & Bhabra, H. S. (2008). Value creation in information-based industries through convergence: A study of U.S. mergers and acquisitions between 1993 and 2005. *Information and Management*, 45(5), 304–311. <https://doi.org/10.1016/j.im.2008.03.002>
27. Rui, H., & Yip, G. S. (2008). Foreign acquisitions by Chinese firms: A strategic intent perspective. *Journal of World Business*, 43(2), 213–226. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2007.11.006>
28. Selmier, W. T. (2013). Political resistance in Chinese mergers and acquisitions: An interview with Ted Tokuchi. *Business Horizons*, 56(6), 743–748. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2013.08.001>
29. Xie, E., Reddy, K. S., & Liang, J. (2016). Country-specific determinants of cross-border mergers and acquisitions: A comprehensive review and future research directions. *Journal of World Business*, (2016). <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2016.12.005>
30. Xing, Y., Liu, Y., Tarba, S., & Cooper, C. L. (2016). Servitization in mergers and acquisitions: Manufacturing firms venturing from emerging markets into advanced economies. *Intern. Journal of Production Economics*, (December), 0–1. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2016.12.010>
31. Yen, T.-Y., Chou, S., & Andre, P. (2013). Operating Performance of Emerging Market Acquirers: Corporate Governance Issues. *Emerging Markets Finance and Trade*, 49(3), 5–19. <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X4904S301>
32. Zhou, B., Guo, J. M., Hua, J., & Doukas, A. J. (2012). Does State Ownership Drive M&A Performance? Evidence from China. *European Financial Management*, 21(1), 79–105. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2012.00660.x>

33. Zhou, J., Lan, W., & Tang, Y. (2016). The value of institutional shareholders. *Management Decision*, 54(1), 44–65. <https://doi.org/10.1108/MD-10-2014-0615>
34. Zhu, H., Xia, J., & Makino, S. (2015). How do high-technology firms create value in international M&A? Integration, autonomy and cross-border contingencies. *Journal of World Business*, 50(4), 718–728. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2015.01.001>
35. Zhu, P. C., Jog, V., & Otchere, I. (2014). Idiosyncratic volatility and mergers and acquisitions in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 19, 18–48. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2014.04.001>
36. Григорьева, С. А., & Троицкий, П. В. (2012). Влияние слияний и поглощений на операционную эффективность компаний на развивающихся рынках капитала, 3(23), 31–43.
37. Хусаинов, З. И. (2008). Оценка эффективности сделок слияний и поглощений : интегрированная методика, 1(5).