

## **Содержание:**

# **ВВЕДЕНИЕ**

Тема эффективности сделок слияний и поглощений получила широкое распространение в научной литературе за последние десятилетия и на сегодняшний день остается популярной темой различных исследований. Последний всплеск активности данного вида сделок пришелся на 2001-2007 года (на рис. 1 представлена динамика с 1985 года). Переломным стал 2008 год, когда в следствие тяжелейшего финансового и экономического кризиса пострадали практически все сферы экономической деятельности. В том числе, спад произошел и в количестве сделок слияний и поглощений. Однако, в последние годы количество сделок постепенно начинает расти. Таким образом, снова появляется интерес к данной сфере, в том числе и в академической литературе.

Исследователи пытаются, при помощи доступных им инструментов и методик, установить какое влияние оказывает данный вид сделок на стоимость компании-поглотителя или компании-цели. Если такой стоимостной эффект отсутствует или является отрицательным, то следует признать данный тип сделок неэффективным. Следует отметить, что данного мнения придерживается достаточно большое количество исследователей, изучавших различные рынки на различных временных периодах. Другая многочисленная группа исследователей сходится во мнении, что акционеры поглощаемых компаний в результате сделки имеют положительную доходность, компании-поглотители имеют нулевую доходность и компании, образовавшиеся в результате сделки, имеют положительную доходность. Таким образом, они заключают, что сделки слияния и поглощения являются доходным видом деятельности для компаний. Однако, то обстоятельство, что все исследователи так или иначе сходятся во мнении, что компании-поглотители получают нулевую либо отрицательную доходность поднимает ряд вопросов и указывает на то, что акционеры должны тщательно взвешивать свое решение о заключении такой сделки. Данное обстоятельство послужило ключевым мотивом при написании данной курсовой работы.

Очевидно, что сделки M&A не гарантируют увеличения эффективности для компании-поглотителя (Jensen and Ruback 1983; Lubatkin 1983; Ravenscraft and Scherer 1987; Agrawal et al. 1992). Более того, по мнению Porter более половины

таких сделок являются неэффективными. Более позднее исследование Sirower указывает на цифру неудачных сделок в 65%. На рис. 2 приведена таблица, отражающая динамику процентов сделок M&A, которые являются неудачными, по мнению различных исследователей и консалтинговых фирм.

Haspeslagh и Jemison утверждают, что нельзя сказать ничего конкретного о том, являются ли сделки слияний и поглощений эффективными или нет. Успешные сделки могут быть всего лишь элементом везения в рамках статистической случайности. Таким образом, необходимы дальнейшие исследования в данной области, в следствие чего и была написана данная работа. Так как американский финансовый рынок по праву считается самым эффективным и развитым финансовым рынком в мире, то для данного исследования были выбраны компании, зарегистрированные именно в Соединенных Штатах.

В рамках данной работы было исследовано влияние сделок слияний и поглощений на 60 американских компаний-поглотителей, вовлеченных в сделки M&A в период с января 2004 года по июнь 2011 года. Исследование проводилось как с точки зрения событийного анализа, так и с точки зрения анализа бухгалтерской отчетности. Несмотря на обилие литературы по рынку США, однозначного ответа о влиянии сделок M&A дано не было. Более того, рынок США является наиболее эффективным из всех финансовых рынков, что является необходимым условием для проведения событийного анализа. Таким образом, результаты, полученные по американскому рынку должны быть наиболее общими.

Дальнейшая работа организована следующим образом: в первой части приведен подробный обзор научной литературы по данной тематике. Вторая часть включает в себя обзор мотивов заключения сделок M&A и методологию, по которой проводилось эмпирическое исследование по изучаемой теме. В третьей части описан способ построения выборки, которая была использована при проведении эмпирического исследования, описаны результаты, полученные в ходе данной работы и представлены возможные причины, по которым сделки M&A оказываются неуспешными. Далее приведены выводы и список использованной литературы.

## **Глава 1. Теоретические аспекты слияний компаний**

### **1.1 Понятие и сущность слияния**

Начать обзор исследований, посвященных теме эффективности сделок слияний и поглощений, целесообразно с одной из наиболее часто цитируемых статей, которая считается классической, а именно с работы Healy P.M., Palepu K.G. и Ruback R.S., которая называется «Does corporate performance improve after mergers?». Авторы исследовали изменение эксплуатационных характеристик компаний после завершения сделок слияний и поглощений на выборке из 50 американских публичных компаний за период с 1979 по 1983 год. Результаты операционной деятельности данных фирм были сопоставлены со средне-отраслевыми значениями. Авторы также провели событийный анализ, чтобы сравнить результаты двух подходов и установить возможную зависимость между ними.

Результаты исследования указывают на то, что фирмы, образовавшиеся в результате сделок M&A показывают значимое улучшение в операционной производительности активов по сравнению со средне-отраслевыми показателями, что в итоге приводит к увеличению денежных потоков от операционной деятельности. Авторы также отмечают, что долгосрочные инвестиции и затраты на R&D не были подвержены существенному сокращению по сравнению с отраслью в целом. Более того, была обнаружена существенная взаимосвязь между результатами анализа бухгалтерской отчетности и событийного анализа.

Интересным является тот факт, что Datta, Pinches, and Narayanan (1992) в своем исследовании пришли к выводам, прямо противоположным результатам описанной выше статьи. Авторы пришли к выводу, что фирмы-поглотители несут существенные потери в результате заключения сделок слияний и поглощений. Они также установили, что использование акций в качестве метода оплаты имеет значимое положительное влияние на стоимость как фирм-целей, так и фирм-поглотителей. Результаты данного исследования также согласуются с результатами, полученными в статье Jarrell, Brickley, and Netter (Jarrell, Brickley, Netter, 1988).

В статье под названием «Changes in corporate performance associated with bank acquisitions» Cornett M. M. и Tehranian H. исследовали результативность крупных банковских слияний в период между 1982 и 1987 годами. Помимо различных показателей, взятых из бухгалтерской отчетности, основным показателем результативности, который авторы использовали в своем анализе являлись денежные потоки от операционной активности, приведенные к рыночной стоимости активов. Так как результативность образовавшихся в результате слияния фирм может быть частично вызвана обще-экономическими факторами, метрики были посчитаны с учетом результативности индустрии в целом.

Изначально выборка включала более 100 сделок M&A, произведенных внутри страны и более 100 сделок, заключенных на международном уровне. Данная выборка была позаимствована из другого исследования, проведенного по аналогичной проблематике в 1987 году. Однако, после наложения определенных ограничений (сумма сделки более \$100 млн., исключение не торгуемых на бирже компаний и так далее), финальная выборка состояла из 30 сделок слияния и поглощения.

Авторы заключают, что, в среднем, образовавшиеся в результате слияния банки показывают результативность выше среднеотраслевой (Cornett, Tehranian, 1992), что противоречит результатам полученным в рассматриваемой выше статье. Факт более высокой доходности, по мнению авторов, является результатом лучшей способности к привлечению кредитов и депозитов, производительности работников и прочих факторов. Более того, в рамках данного исследования была установлена существенная корреляция между аномальными доходностями акций после объявлений о сделке и различными показателями операционной эффективности, которые тестировались в рамках данной статьи. Данный факт указывает на то, что участники биржи способны заранее идентифицировать будущее повышение эффективности, вызванное банковскими поглощениями. Данное обстоятельство было использовано в рамках данной курсовой работы.

Tomaso Duso, Klaus Gugler, Burcin Yurtoglu сделали попытку более глубоко исследовать то, насколько результаты событийного анализа способны учитывать будущее изменение результативности, измеряемое при помощи анализа бухгалтерской отчетности после завершения сделки. Для этого авторы оценивают эффект от объявления о будущей сделке на цены акций при помощи событийного анализа, а также эффект от сделки на прибыль с помощью анализа отчетности и сравнивают результаты этих двух подходов при помощи регрессионного анализа.

Помимо этого авторы также попытались оценить какой эффект сделки слияний и поглощений несут для фирм-конкурентов. Однако это выходит за рамки данной курсовой работы, поэтому мы не будем останавливаться на этом подробно. По мнению авторов, их работа может нести большую практическую пользу, так как дебаты относительно того, насколько предположения используемые при проведении событийного анализа являются разумными и можно ли доверять результатам данного анализа не привели исследователей к консенсусу.

Выборка, на которой производились дальнейшие расчеты, состояла из 167 сделок в период с 1990 по 2002 год. Однако в финальную выборку были включены только те

компании, по которым имелись данные бухгалтерской отчетности за 2 года после завершения сделки. Таким образом, осталось 114 сделок. Данные сделки были отобраны по принципу их значимости во влиянии на соответствующие рынки. Результаты исследования указывают на то, что рынок корректно учитывает будущее изменение в прибыли, когда используются длинные окна событий от 25 до 50 дней до объявления, что подтверждается значимой положительной корреляцией между двумя метриками.

Aloke Ghosh подвергает критике исследования, в которых авторы свидетельствуют о положительном влиянии сделок слияний и поглощений на стоимость компаний. По его мнению такие результаты сильно смещены из-за того, что компании вступают в сделки M&A в наиболее удачные с точки зрения операционных результатов периоды. Данные компании также существенно превышают по своим характеристикам средне-отраслевые значения. Таким образом, использование средне-отраслевых показателей в качестве benchmark некорректно. Aloke Ghosh использует фирмы, сопоставимые по финансовым результатам и размеру как benchmark при проведении регрессионного анализа. Автор также попытался установить действительно ли сделки, оплаченные деньгами, а не акциями, является более предпочтительными с точки зрения увеличения операционной производительности. Однако данный вопрос также выходит за рамки данной курсовой работы, поэтому мы не будем останавливаться на нем подробно.

Автор использует выборку, включающую в себя крупные сделки слияний и поглощений между 1981 и 1995 годами. Используя стандартную методологию Healy et al. (Healy, 1992) Ghosh получает увеличение в стоимости компаний, однако, как уже указывалось ранее данный подход подвержен смещению (Ghosh, 2001). Поэтому далее автор использует для своего исследования другой подход. Информация о методе оплаты и даты объявлений о сделках взяты из журнала Wall Street Journal. Используя в качестве benchmark сопоставимые по размеру и результатам фирмы автор не находит подтверждение тому факту, что сделки слияний и поглощений приводят к увеличению стоимости компаний, которые их заключают.

Примером работы, свидетельствующей о положительном увеличении стоимости компаний, участвующих в сделках слияний и поглощений, может послужить работа Ronan G. Powell и Andrew W. Stark, в которой авторы, используя различные показатели операционных результатов фирмы, пришли к выводу, что часть сделок, совершенных в Англии в период с 1985 по 1993 год принесли владельцам акций умеренный позитивный доход (Powell, Stark, 2003).

Главной целью авторов было установление чувствительности изменения операционных результатов компаний, участвующих в сделках слияний и поглощений, к выбору дефлятора, определения операционных результатов и методологии. Для начала были выбраны две метрики, определяющие денежные потоки от операционной деятельности компании. Первая метрика основана на работе Healy et al. (Healy, 1992); вторая метрика учитывает эффект операционных начислений (Ronan G. Powell, Andrew W. Stark, 2003, 294). Использование двух различных метрик служит поставленной цели сравнить чувствительность результатов к выбору метрики. Далее авторы привели операционные результаты к различным видам дефляторов, чтобы учесть возможные отклонения, которые возникают при использовании не приведенных значений. Также авторы попытались установить влияние размера и прочих характеристик на результаты эмпирических результатов. В заключении, все изложенные выше тесты были применены к исследуемой авторами выборке британских компаний.

Полученные авторами результаты указывают во-первых указывают на значимый положительный эффект от сделок слияний и поглощений, что противоречит результатам рассмотренной выше статьи; во-вторых установлена относительная чувствительность полученных результатов к выбору различных метрик и методологий, которые были рассмотрены ранее. Одной из возможных причин приведших к расхождению в результатах, полученных в рамках данной статьи и работы Ghosch (Ghosch, 2001) является использование различных рынков, к которым принадлежали компании, входящие в выборку, на основании которой строились исследования.

В. Espen Eckbo и Karin S. Thorburn исследуют влияние сделок M&A на результативность фирм-поглотителей на обширной выборке, включающей более 1800 домашних и иностранных (относящихся к США) поглощений в Канаде в период с 1964 по 1983 год. Данный период выбран осознанно, так как он предшествовал введению существенных изменений в законах, регулирующих антимонопольное право. Данное исследование представляет собой интересную лабораторию для изучения двух различных групп поглотителей и призвано улучшить понимание изменения результативности американских компаний в результате данного типа сделок. Авторы использовали как метод событийного анализа, так и анализ бухгалтерской отчетности.

Результаты событийного анализа указывают на то, что канадские фирмы-поглотители, в среднем, показывают положительную аномальную доходность в течение месяца после объявления о сделке. Данный результат оказался устойчив к

использованию различных метрик результативности, а также был подтвержден результатами анализа бухгалтерской отчетности. Результативность американских компаний оказалось статистически незначимой и более низкой, по сравнению с канадскими компаниями.

В заключении, авторы выдвигают ряд обоснований, которые потенциально могли бы объяснить разницу в успешности американских и канадских компаний. Одним из таких обоснований является эффект от регулирования прямых иностранных инвестиций в Канаде после 1972 года, когда на иностранные фирмы, которые участвовали в сделках слияний и поглощений, накладывались существенные ограничения, что увеличивало их издержки. Однако в ходе исследования было показано, что канадские компании также показывали лучшие результаты и до изменений в регулировании 1972 года. Еще одним возможным объяснением является лучшее понимание механизмов домашнего рынка канадскими компаниями, что позволяло им достигать существенно большей отдачи от компаний, образовавшихся в результате поглощений. Американские компании также превосходили канадские компании в данной выборке по размеру практически в семь раз, что возможно также могло повлиять на результаты.

Ervin L. Black, Thomas A. и Carnes T. Jandik рассмотрели долгосрочное изменение в аномальных доходностях 361 успешных сделок американских фирм-поглотителей в период с 1985 по 1995 год. Особенностью данного исследования является то, что рассматриваемые сделки носят международный характер, так как фирмы-поглотители и фирмы-цели принадлежат к различным странам.

Авторы утверждают, что лишь небольшое количество исследователей до него занимались исследованием сделок слияний и поглощений, которые происходили между компаниями, принадлежащими к различным странам. Также большинство из них сосредотачивали свое внимание на коротких окнах событий, в то время как они исследовали длинные окна. Для того, чтобы минимизировать проблему смещения авторы используют процедуру, предложенную Lyon et al. (Lyon, 1999). Далее выборка фирм была стратифицирована по методу Avi и Hwang (Ali, Hwang, 2000), которые исследовали страновые факторы отвечающие за стоимостную релевантность бухгалтерской отчетности. По мнению Ervin L. Black, Thomas A. и Carnes T. Jandik данные факторы также будут влиять на способность поглотителя корректно оценить фирму-цель, поэтому данные факторы будут в итоге влиять на доходность от данного вида сделок.

Результаты исследования указали на негативные аномальные доходности на трех и пяти-летних окнах. Были также посчитаны аномальные доходности на 7 и 11-дневных окнах, что оценить в какой степени доходности в момент объявления о сделке могут влиять на долгосрочную доходность компаний-поглотителей. В отличие от Sakici et al. (Sakici, 1996) авторы установили, что американские поглотители достигали незначительной, но статистически значимой положительной аномальной доходности в момент объявления сделки. Таким образом, долгосрочные доходности не отражают мнение рынка в момент объявления сделки.

После ре-классификации компаний-целей в соответствии с методологией Ali и Hwang (Ali, Hwang, 2000) были обнаружены следующие закономерности. Доходность компаний-поглотителей больше (меньше), когда нация компании-цели классифицирована как Британская или Американская (континентальная). Негативная доходность также существенно больше (меньше), когда национальные стандарты бухгалтерского учета задаются частным сектором (государственным сектором).

Еще одним исследованием, посвященным долгосрочной операционной результативности компаний после сделок слияний и поглощений является работа Martynova M., Oosting S. и Renneboog L. Данная группа авторов исследовала сделки M&A, в которых и компании-цели и компании-поглотители принадлежали к континентальной Европе или Англии. Авторы используют четыре различных определения операционной результативности, чтобы избежать ограничений, присущих предыдущим исследованиям. Результаты исследования указали на то, что объединенные компании испытывают ухудшение в результативности после завершения сделок. Однако данное ухудшение становится незначимым, когда авторы контролируют размер, результативность конкурентов, выбранных для контроля эффекта отрасли, и результативность фирм до заключения сделок. Авторы также установили значимую разницу в изменении результативности в зависимости от дружественного или враждебного типа сделки. Результативность ухудшается сильнее в результате враждебных сделок. Однако анализ типа сделок выходит за рамки данной курсовой работы, поэтому мы не будем останавливаться на этом подробно в рамках данного обзора.

Следует отметить, что хотя большинство статей по данной тематике посвящены анализу развитых рынков Англии и США, существуют также работы, в которых авторы исследуют рынок M&A активности на развивающихся рынках. Далее приведен обзор двух статей, посвященных обзору статей, в которых авторы

исследуют развивающиеся рынки Таиланда и Турции соответственно.

Allen D. E. исследует влияние успешных сделок слияний и поглощений фирм, торгуемых на тайландской бирже SET, на поглотителей и целей с помощью средств событийного анализа в период с 1992 по 2002 год. Финальная выборка включала в себя 52 фирмы-цели и 39 фирм-поглотителей. Анализ производился на месячных данных. Месячная доходность акции определялась как отношения суммы изменения в цене и выплаты дивидендов к цене закрытия месяцем ранее. Аномальная доходность определялась как разница между фактической и теоретической доходностью, полученной посредством рыночной модели. Окно события включало в себя 12 месяцев до и 12 месяцев после даты объявления сделки. Для оценки значимости были использованы три различных статистических теста.

Главной находкой автора является установление факта увеличения стоимости компании-цели в месяц объявления сделки. В среднем наблюдалось увеличение на 31-32%. Данный результат согласуется с результатами, полученными на развитых рынках. Также было показано, что рынок предвидит новость о слиянии в среднем за 2 месяца до официального объявления, что свидетельствует о возможных утечках информации (Allen, 2007). У компаний-поглотителей также наблюдалось положительное увеличение в цене, в среднем на 26% что противоречит результатам, полученным в большинстве исследований по развитым рынкам. Таким образом, автор заключает, что в интервале времени, рассмотренном в данной статье, рассмотренные сделки слияний и поглощений были доходным мероприятием как для компаний-целей, так и для компаний-поглотителей.

В своей статье «The Impact of Mergers and Acquisitions on Acquirer Performance: Evidence from Turkey» Akben-Selcuk E. и Altioik-Yilmaz A. рассмотрели выборку из 62 Турецких компаний, вовлеченных в M&A активность с 2003 по 2007 года с целью установить эффективность данных сделок для компаний-поглотителей на развивающемся рынке Турции. Одним из мотивов для изучения данной проблемы послужил неожиданный бум деловой активности в данной сфере в 2005-2007 годах в Турции. Более того, авторы утверждают, что результаты их работы могут быть интересны не только в рамках изучения Турецкого рынка, но и в более широком применении, так как результаты подобных исследований на рынках Америки и Англии не привели их исследователей к единому мнению (Akben-Selcuk, Altioik-Yilmaz, 2011). Данную работу можно также рассматривать как попытку перенести результаты предыдущих исследований на более глобальный масштаб в рамках изучения других стран.

Анализ был проведен как с точки зрения реакции рынка ценных бумаг, так и с точки зрения бухгалтерской отчетности. Первый подход подразумевал проведение событийного анализа. Были выбраны 11, 7, 5 и 3-дневные симметричные событийные окна. Окна данного размера достаточны по мнению авторов, чтобы зафиксировать любые утечки информации, а также реакцию рынка на объявление о сделке. В рамках второго подхода исследователи изучили влияние сделок M&A на такие показатели, как ROA, ROE и ROS. Для оценки эффективности сделки тестировалась значимость разницы между значениями данных показателей до и после заключения сделок.

Событийный анализ указал на значительный негативный эффект на стоимость компаний от сделок слияния и поглощения на 10 и 7-дневных событийных окнах. Анализ бухгалтерской отчетности привел к смешанным результатам, однако параметрический t-тест указал на значимое уменьшения в показателях ROA и ROS после заключения сделок. Более того, результаты обоих подходов следует рассматривать в свете присутствия ряда ограничений, присущих любому подобному исследованию. Во-первых, результаты событийного анализа могут быть не универсальны, так как не все Турецкие компании представлены на фондовом рынке. Также является спорным вопрос об эффективности Турецкого рынка ценных бумаг. Во-вторых, при анализе бухгалтерской отчетности рассматриваемый период времени был ограничен двумя годами после заключения сделки, что было обусловлено особенностями построения выборки. Авторы убеждены, что их разработки могут послужить фундаментом для будущих исследований сделок M&A на Турецком рынке, если данные ограничения будут учтены.

Robert F. Bruner сделал обзор наиболее часто цитируемых на момент написания статьи исследований, касательно эффективности сделок слияний и поглощений. Во вступительной ремарке автор приводит цитату из статьи Grubb and Lamb (Grubb and Lamb, 2000), в которой критикуется вид сделок M&A, как крайне неэффективный род деятельности для компании. Robert F. Bruner указывает на то, что находки авторов должны побудить менеджеров принимать необходимые меры предосторожности прежде, чем заключать подобные сделки.

С другой стороны, существуют исследования, указывающие на положительный прирост стоимости компаний в результате данного рода сделок. Одной из возможных причин данного диспаритета, по мнению Robert F. Bruner, является расхождение в понимании того, что имеется ввиду под доходностью данного типа сделок. В своей статье он придерживается наиболее традиционного определения данного понятия, а именно, под результативность сделок измеряется в сравнении

с требуемой доходностью инвесторов, которую они могли бы получить от инвестиционных проектов с сопоставимой степенью риска. Именно такое понимание результативности помогает количественно подойти к анализу эффективности сделок M&A (Bruner, 2001).

При подготовке данного обзора было проанализировано более 100 научных статей на тему эффективности сделок слияний и поглощений. Предполагалось, что изучение такого большого количества источников должно позволить прийти к общим выводам. В результате, на основании своего анализа автор приходит к следующим заключениям. Для компании-цели, а также компании, образующейся в результате слияний и поглощений, эффект от сделки однозначно является положительным. Однако, для компании-поглотителя результаты являются более пессимистичными. Только 20-30% всех сделок M&A приносят акционерам положительную доходность.

В подавляющем большинстве случаев акционеры либо проигрывают либо получают требуемую доходность, которую они бы приобрели при инвестировании в проекты с сопоставимой степенью риска. Таким образом, по его мнению, менеджеры компаний, планирующих сделки слияний и поглощений должно максимально реалистично относиться к доходности такого вида сделок как M&A (Bruner, 2001).

Как утверждает Thomas Straub в своей статье «Reasons for frequent failure in mergers and acquisitions», несмотря на желание акционеров улучшить эффективность своей компании в следствие вступления в сделку слияния или поглощения, в подавляющем большинстве случаев такие сделки заканчиваются неудачей для компании-поглотителя.

Одна из возможных причин раскрывается в спекулятивной теории. Иными словами, менеджеры пытаются добиваться своих собственных интересов, которые идут вразрез с интересами акционеров компании, что и приводит к неудачам в сделках M&A. Наиболее ранние исследования в данной области принадлежат Marris (Marris, 1963) и Baumol (Baumol, 1967). Оба утверждали, что менеджеры стремятся максимизировать выручку и рост доходности активов. Обе эти цели необязательно ведут к максимизации благосостояния компании. Мотивом такого поведения является защита менеджерами своих собственных интересов. Эти интересы могут заключаться, например, в стремлении к власти и престижу. Так как стремление к максимизации выручки и роста доходности активов ведет скорее к увеличению размера компании, нежели к увеличению ее финансовых результатов, а также так как «менеджеры склонны видеть рост размера организации как один из методов

удовлетворения своих пероснальных амбиций, что также подкрепляется их склонностью олицетворять свое эго с организацией», (Marris, 1963) то именно по данной причине сделки M&A могут оказываться неуспешными. Существуют также и другие причины неудач данного вида сделок, которые мы рассмотрим позднее в данном исследовании.

Таким образом, можно заключить, что отсутствует единое мнение касательно эффекта сделок слияний и поглощений на банк-поглотитель, что и является одним из основных мотивов для написания данной работы.

## 1.2 Мотивы сделок M&A.

Прежде чем перейти к разбору методологии кратко рассмотрим какие мотивы движут компаниями при вступлении в сделки M&A. Основные мотивы представлены на рисунке 1.



Рис. 1. Мотивы сделок M&A[1]

Основным мотивом, лежащим в основе вступления компании в сделку M&A, является синергетический эффект от слияния. Стоимость компании, образованной в результате слияния, должна превышать сумму стоимостей ее составляющих частей. Суть синергетического эффекта, таким образом, заключается в том, что слияние двух компаний порождает дополнительную стоимость объединенной компании.

Ввиду сложности процесса консолидации в банковской сфере мы не можем однозначно отдавать предпочтение только теории синергетического эффекта. При проведении анализа мотивов слияний и поглощений необходимо тщательно рассматривать каждую конкретную ситуацию. Однако, изучая мировой опыт в области M&A в банковском секторе можно утверждать, что данные процессы в значительной степени выступали реструктуризации банковской системы.

Кризис 2008 г. привел к значительному спаду числа сделок M&A среди банков с участием частных компаний и росту сделок с участием государства на мировом рынке в 2009 – 2010 гг. Общая стоимость сделок в банковском секторе в странах Европы возросла с 140 млрд. евро в 2007 г. до 152 млрд. евро в 2008 г.. Сократилась доля сделок с международным участием (с 132 млрд. евро в 2007 г. до 41 млрд. евро в 2008 г.)[\[2\]](#).

Можно с уверенностью сказать, что мировой финансово-экономический кризис привел к началу нового этапа в развитии международных сделок M&A банков, заключающегося в изменении содержательной компоненты данных процессов и формировании иного механизма их проведения. Можно выделить следующие основные направления развития процессов международных сделок M&A в банковской сфере:

1. Усиление концентрации и централизации банковского капитала на международном уровне за счет поглощения более развитых банков более сильными конкурентами;
2. Большинство сделок будет направлено на снижение издержек, реструктуризацию активов, географическую диверсификацию рисков и увеличение доли на рынке;
3. Изменение условий организации и проведения международных сделок;
4. Появление узкоспециализированных банковских структур;
5. Появление новых участников международных сделок M&A. В первую очередь, за счет активного включения в эти процессы банков Китая, Бразилии, Республики Корея и Индии.

# ГЛАВА 2 ОЦЕНКА СДЕЛОК СЛИЯНИЯ КОМПАНИЙ

## 2.1 Описание компаний

Для данного исследования были отобраны сделки слияний и поглощений, объявление о сделке для которых пришлось на период с января 2007 по июнь 2011 года и завершённых не позднее февраля 2012 года. Данный период времени был выбран с целью исследования бухгалтерской отчетности в интервале 4 лет до и после завершения сделки. При помощи Mergers Advanced Search Tool, являющегося одним из приложений терминала Thomson Reuters Eikon после наложенного условия указанного выше временного периода, сделки были отобраны по следующим критериям:

- 1) размер сделки больше \$ 101 млн.;
- 2) покупаемая доля 100%;
- 3) компания-поглотитель является публичной компанией и зарегистрирована на территории Соединенных Штатов Америки;
- 3) статус сделки – завершена;
- 4) рассматривалась только банковская отрасль.

Рынок США был выбран в качестве нации компании-поглотителя, так как он является на сегодняшний день наиболее эффективным и развитым рынком, поэтому результаты по данному рынку должны быть наиболее репрезентативными. Выбор размера сделки обусловлен тем фактом, что при проведении событийного анализа для того, чтобы повлиять на котировки, размер сделки должен быть достаточно крупным. Устатуса сделки наложено для того, чтобы избежать отсутствия наличия данных бухгалтерской отчетности.

Финальная выборка включала в себя 96 сделок слияний и поглощений для 60 американских банков-поглотителей, которые полностью соответствовали указанным выше критериям. Далее для компаний-поглотителей с помощью терминала Thomson Reuters Eikon были выкачаны дневные значения котировок акций за требуемый временной период, который включал в себя 25 дней после объявления сделки, и 275 дней до объявления сделки. Длина временного периода

была обусловлена нашим выбором окон для проведения событийного анализа. Наконец, при помощи терминала Capital IQ от S&P 500 были выкачаны соотношения ROE, ROA и рентабельности валовой прибыли (gross margin) за требуемый временной период, которые включал в себя до двух лет до и двух лет после завершения сделки. Выбор соотношений для анализа согласуется со статьей Akben-Selcuk E., Altioek-Yilmaz A. «The Impact of Mergers and Acquisitions on Acquirer Performance: Evidence from Turkey». Вместо ROS был выбран показатель gross margin, так он является более информативным для банков, по сравнению с ROS. Также для каждой сделки при помощи данного терминала были получены значения средне-отраслевых показателей за соответствующие интервалы времени.

## 2.2 Оценка сделок слияния

В результате исследования, проведенного в рамках данной курсовой работы, на выборке из 96 сделок слияний и поглощений были получены следующие результаты. Вначале для данной выборки компаний-поглотителей был произведен событийный анализ. Событийный анализ, проведенный в отдельности по каждой сделке, показал смешанные результаты. Какие-то сделки оказались значимыми и оказывали положительное либо негативное влияние, остальные оказались неэффективными. Поэтому для того, чтобы сделать финальный вывод была использована методология Погожевой А.А., которая использует метод событийного анализа для всей выборки. Данный анализ указал на наличие значимой негативной реакции рынка на 25-дневном окне события для американских компаний-поглотителей. Значимость тестовой статистики по методологии, описанной в работе Погожевой (было получено значение тестовой статистики -1,69, которая является значимой на 5 и 10% уровнях значимости), также указывает на корректность использования метода событийного анализа на данной выборке. Полученный результат согласуется с рядом исследований, посвященных влиянию сделок слияний и поглощений на американских поглотителей, в которых также было установлено негативное влияние.

Далее был произведен анализ бухгалтерской отчетности. В качестве объекта изучения были выбраны отношения ROE, ROA и рентабельность валовой прибыли. Были рассмотрены четыре временных промежутка времени: (-1;+1), (-2;+2), (-3;+3), (-4;+4).

Рассмотрим результаты анализа бухгалтерской отчетности на 5% уровне значимости. На промежутке времени (-1;+1) было обнаружено отсутствие значимого влияния на соотношения, кроме gross margin (негативное влияние). На промежутке времени (-2;+2) наблюдаются схожие результаты, за исключением результатов для ROA, которые указывают на значимое негативное влияние. Аналогичные результаты наблюдаются на промежутке времени (-3;+3). На промежутке времени (-4;+4) значимое отрицательное влияние наблюдается для соотношений ROA и ROE и gross margin.

Рассмотрим результаты анализа бухгалтерской отчетности на 10% уровне значимости. На промежутке времени (-1;+1) было обнаружено отсутствие значимого влияния на все три отношения. На промежутке времени (-2;+2) наблюдаются схожие результаты на ROA и ROE. Для gross margin наблюдалось значимое негативное влияние. На промежутке времени (-3;+3) наблюдается значимое негативное влияние на ROE и значимое негативное влияние на ROA и gross margin. На промежутке времени (-4;+4) наблюдаются результаты, аналогичные результатам на промежутке времени (-3;+3). Подробную таблицу с полученными результатами можно изучить в приложениях.

Таким образом, как событийный анализ, так и анализ бухгалтерской отчетности указывают на неэффективность сделок M&A. Данный результат согласуется с целым рядом подобных исследований, которые проводились консалтинговыми компаниями в разные годы. Перечислим основные из них:

- 1987, McKinsey, 116 сделок, 61% неудач;
- 1996, Mercer/Business Week, 150 сделок, 61% неудач;
- 1996, Economist, 150 сделок, 57% неудач, из них 30% с существенными потерями;
- 1997, Sirower, 168 сделок, 70% неудач;
- 1998, A.T. Kearney, 115 сделок, 58% неудач;
- 2004, BCG, 277 сделок, 64% неудач;
- 2011, KPMG, 118 сделок, 70% неудач;

Таким образом, результаты нашего исследования полностью согласуются с результатами эмпирического исследования, проведенного KPMG в 2011 году[\[3\]](#).

## **2.3. Причины неэффективности сделок M&A**

Приведем несколько наиболее хрестоматийных примеров неудавшихся сделок M&A:

- EBAY приобрел Skype за 2,6 млрд. долларов и продал его всего лишь за 1,9 четыре года спустя. Данную неудачу можно объяснить техническими трудностями интеграции двух компаний, а также завышенными ожиданиями клиентов.
- Слияние Wendy's и Arby's привело к дроблению и продаже Arby's в 2011 году;
- Известная как самая худшая сделка в Американской финансовой истории, покупка Банком Америки Countrywide в 2008 году за 2,5 млрд. долларов стоила Банку 40 млрд. в связи с финансовыми потерями, судебными и прочими издержками.

Перечислим коротко основные причины неудач компаний в сделках слияний и поглощений по мнению большинства исследователей:

- **Отсутствие вовлеченности владельцев:** Распространенной практикой является привлечение сторонних специалистов для проведения подобного рода сделок, однако полное отсутствие интереса со стороны владельцев может привести к неудаче. Чтобы избежать этого, владелец должен быть вовлечен в сделку с самого начала.
- **Разница в теоретической оценке и реальной будущей выгоде:** Активы и цифры, которые хорошо выглядят на бумаге, могут не являться таковыми в действительности. Наглядным примером является кейс Банка Америки.
- **Проблемы с интеграцией:** Одной из ключевых проблем является отсутствие должной подготовки к post-merger интеграции.
- **Культурные различия при интеграции:** Daimler Chrysler является примером трудностей, связанных с культурой различных компаний. С похожими трудностями сталкиваются компании, вступающие в глобальные сделки слияний и поглощений.

## Заключение

В данной работе исследовался вопрос о влиянии сделок слияний и поглощений на операционные результаты американских компаний-поглотителей. Для данных целей были использованы два наиболее популярных подхода – событийный анализ и анализ бухгалтерской отчетности. Данные подходы позволяют получить

достоверные результаты в количественной форме. Также использование двух подходов одновременно повышает объясняющую силу полученных результатов.

Событийный анализ указал на наличие значимой негативной реакции рынка на объявления о сделках M&A. Результаты анализа бухгалтерской отчетности согласуются с результатом событийного анализа и также указывают на негативное влияния сделок слияний и поглощений на финансовые показатели компаний, хотя и являются более смешанными. Таким образом, очевидно, что подобный вид сделок неэффективен, что согласуется с рядом предыдущих исследований в данной области.

## Список литературы

1. Akben-Selcuk E., Altioek-Yilmaz A. «The Impact of Mergers and Acquisitions on Acquirer Performance: Evidence from Turkey», *Business and Economics Journal*, 2011, 1-8
2. Allen D. E. «Takeovers and Shareholder Value Creation on the Stock Exchange of Thailand», *International Finance Review* 12, 2007, 2-31
3. Altunbas Y, Ibanez DM, 2004. Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities. ECB Working Paper no. 398, Frankfurt, Germany
4. Bauer KJ, Miles LL, Nishikawa T, 2009. The effects of mergers on credit union performance. *Journal of Banking & Finance*, 33: 2267-2274
5. Black E. L., Carnes T. A., Jandik T. «The long-term success of cross-border mergers and acquisitions», *Journal of Business Finance & Accounting* 34, 2007, 139-168
6. Bruner R. F. «Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker», *Journal of Applied Finance*, 2002, 48-68
7. Copeland TE, Weston JF, Shastri K, 2005. *Financial Theory and Corporate Policy*. 4/E, Addison-Wesley
8. Cornett M. M., Tehranian H. «Changes in corporate performance associated with bank acquisitions», *Journal of Financial Economics* 31, 1992, 211-234
9. Datta D. K., Pinches G. E., Narayanan V. K. «Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis», *Strategic Management Journal* 13, 1992, 67-84
10. DeLong GL, DeYoung R, 2007. Learning by observing: Information spillovers in the execution and valuation of commercial bank M&As. *Journal of Finance*, 62: 181-216

11. Dickerson AP, Gibson HD, Tsakalotos E, 1997. The impact of acquisitions on company performance: Evidence from a large panel of UK firms. *Oxford Economic Papers*, 49: 344-361
12. Duso T., Gugler K., Yurtoglu B. «Is the event study methodology useful for merger analysis? A comparison of stock market and accounting data», *International Review of Law and Economics* 30, 2010, 186-192
13. Eckbo, E., Thorburn, K. «Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, 2000, 1-25
14. Fowler K, Schmidt D, 1989. Determinants of tender offer post-acquisition performance. *Strategic Management Journal*, 10: 339-45.
15. Ghosh, A. «Does operating performance really improve following corporate acquisitions?», *Journal of Corporate Finance* 7, 2001, 151-178
16. Gregory A, 1997. An examination of the long run performance of UK acquiring firms. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 24: 971-1002
17. Healy P.M., Palepu K.G., Ruback R.S. «Does corporate performance improve after mergers?», *Journal of financial Economics*, 31, 1992, pp. 135-175
18. Hogarty TF, 1978. The profitability of corporate mergers. *The Journal of Business*, 33: 317-29
19. Holl P, Kyriazis D, 1997. Wealth creation and bid resistance in UK takeover bids. *Strategic Management Journal*, 18: 493-98
20. Kennedy VA, Limmack RJ, 1996. Takeover activity, CEO turnover, and the market for corporate control. *Journal of Business Finance & Accounting*, 23: 267-285
21. Knapp M, Gart A, Chaudhry M, 2006. The impact of mean reversion of bank profitability on post-merger performance in the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 30: 3503-3517
22. Kothari S, Warner J, 2004. Econometrics of Event Studies. *Handbook of Corporate Finance*, Vol. A, 2004: Ch. 1
23. KPMG, A new dawn: good deals in challenging times, 2011
24. Limmack RJ, 1991. Corporate mergers and shareholder wealth effects: 1977-1986. *Accounting and Business Research*, 21: 239-51
25. MacKinlay AC, 1997. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35: 13-39
26. Martynova, M., Oosting, S., Renneboog, L. «The long-term operating performance of European mergers and acquisitions», *Finance working paper 137*, 2006, 4-41
27. Mueller DC, 1980. The determinants and effects of mergers: an international comparison. Cambridge, Mass.: Oelgeschlager, Gunn & Hain

28. Powell R. G., Stark A. W. «Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks», *Journal of Corporate Finance* 11, 2005, 293-317
29. Thomas Straub, "Reasons for frequent failure in mergers and acquisitions", *Deutscher Universitäts-Verlag*, 2007, 10-50
30. Weston F, Cheung KS, Sin JA, 2001. *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*. Prentice Hall
31. Yeh TM, Hoshino Y, 2002. Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers. *Japan and the World Economy*, 14: 347-366
32. Погожева А.А., Влияние деятельности инвестиционных банков на ключевые параметры российского рынка ценных бумаг, 2013

## ПРИЛОЖЕНИЯ

### **Приложение 1. Даты объявления о сделках М&А по выбранным банкам (пример)**

Deal Status	Announcement Date	Form of the Transaction	Date Effective	Deal Size (M USD)	Deal Attitude	% acquired	Target RIC	Acquirer RIC
Completed	27.окт.05	Merger	03.апр.06	100	Friendly	100	FLBK.PK^G06	ALAB.O^B08
Completed	07.янв.10	Merger	03.мая.10	101	Friendly	100		CHFC.O
Completed	25.окт.10	Merger	11.апр.11	102	Friendly	100	GIW^D11	CBU
Completed	27.окт.04	Merger	06.мая.05	103	Friendly	100	PNTE.OQ^E05	TSFG.O^J10
Completed	11.окт.07	Merger	29.февр.08	104	Friendly	100		INDB.O
Completed	20.апр.05	Merger	10.окт.05	107	Friendly	100	HRZW.PK^H09	CFR
Completed	05.дек.05	Merger	01.июня.06	115	Friendly	100		WTFC.O
Completed	22.дек.10	Merger	21.июня.11	115	Friendly	100	LEGC.O^G11	BHLB.K
Completed	18.июля.06	Merger	02.янв.07	116	Friendly	100	WBKC.O^A07	NAL^D11
Completed	19.сент.05	Merger	28.апр.06	118	Friendly	100	IFCB.OQ^E06	COB.O
Completed	14.июня.04	Merger	31.дек.04	123	Friendly	100	FWFC.OQ^A05	FULT.O
Completed	02.сент.04	Merger	31.июля.05	124	Friendly	100		WFC
Completed	09.нояб.08	Merger	10.апр.09	125	Friendly	100	BFBC.O^D09	INDB.O
Completed	15.июня.11	Merger	01.янв.12	127	Friendly	100	PVSA.O^A12	FNB
Completed	26.февр.07	Merger	31.июля.07	127	Friendly	100	FNBF.O^H07	NBBC.O
Completed	11.янв.07	Merger	24.мая.07	131	Friendly	100		UCBHQ.PK^K11
Completed	11.марта.11	Merger	31.мая.11	133	Friendly	100		IBKC.O
Completed	01.дек.06	Merger	09.мая.07	134	Friendly	100		FBTXQ.PK^A15
Completed	26.окт.04	Merger	01.марта.05	136	Friendly	100		PB
Completed	15.дек.08	Merger	31.мая.09	136	Friendly	100	ABNJ.O^F09	ISBC.O
Completed	26.мая.05	Merger	21.нояб.05	136	Friendly	100	FCVA.O	FLAG.O^L06
Completed	15.окт.04	Merger	18.февр.05	136	Friendly	100	NSDB.OQ^B05	FNB
Completed	22.марта.07	Merger	01.окт.07	140	Friendly	100		MBHIQ.PK^F11
Completed	09.нояб.04	Merger	03.июня.05	141	Friendly	100	NOBR.PK^H09	VLY
Completed	02.дек.04	Merger	31.марта.05	142	Friendly	100	SHRW.PK^D05	VLY
Completed	05.февр.07	Merger	01.июля.07	142	Friendly	100	CPBB.OB^G07	RNST.O
Completed	12.янв.06	Merger	01.авг.06	143	Friendly	100	FCCF.PK^F08	BBT
Completed	24.апр.07	Merger	17.авг.07	148	Friendly	100	DCBK.O^H07	EWBC.O
Completed	25.авг.04	Merger	02.марта.05	148	Friendly	100	REBC.OQ^C05	WABC.O
Completed	19.окт.06	Merger	01.апр.07	150	Friendly	100		AWBCQ.PK^J13
Completed	10.сент.07	Merger	15.февр.08	153	Friendly	100	GLK.N^B08	FNFG.O
Completed	16.марта.04	Merger	01.окт.04	153	Friendly	100	WSBI.OQ^J04	STL
Completed	06.сент.05	Merger	27.марта.06	154	Friendly	100		SNV
Completed	18.янв.07	Merger	30.апр.07	156	Friendly	100	NBAN.O^E07	UMPQ.O

## Приложение 2. Пример расчета аномальных доходностей

дата	индекс	акция	Exp return	AR
27-Апр-2005	1156,38	31,15	31,4444713	-0,29
26-Апр-2005	1151,74	30,37	31,3004153	-0,93
25-Апр-2005	1162,1	30,80	31,6220576	-0,82
22-Апр-2005	1152,12	30,43	31,312213	-0,88
21-Апр-2005	1159,95	30,69	31,5553075	-0,87
20-Апр-2005	1137,5	30,11	30,8583123	-0,75
19-Апр-2005	1152,78	30,72	31,3327037	-0,61
18-Апр-2005	1146,55	30,77	31,1392836	-0,37
15-Апр-2005	1142,62	30,32	31,0172707	-0,70
14-Апр-2005	1162,05	30,69	31,6205053	-0,93
12-Апр-2005	1173,63	31,70	31,9800245	-0,28
11-Апр-2005	1179,95	31,31	32,1762387	-0,87
08-Апр-2005	1181,2	31,45	32,215047	-0,77
07-Апр-2005	1191,14	31,90	32,5236498	-0,62
06-Апр-2005	1184,07	31,62	32,3041506	-0,68
05-Апр-2005	1181,39	31,55	32,2209458	-0,67
04-Апр-2005	1176,12	31,58	32,0573304	-0,48
01-Апр-2005	1172,92	31,09	31,9579814	-0,87
31-Мар-2005	1182,53	31,23	32,2563389	-1,03
30-Мар-2005	1181,29	31,11	32,2178411	-1,11
29-Мар-2005	1164,81	30,61	31,7061938	-1,10
28-Мар-2005	1174,51	30,65	32,0073455	-1,36
24-Мар-2005	1171,42	30,60	31,9114116	-1,31
23-Мар-2005	1172,53	30,83	31,9458733	-1,12
22-Мар-2005	1171,71	31,10	31,9204151	-0,82
21-Мар-2005	1183,78	31,75	32,2951471	-0,55
18-Мар-2005	1189,65	31,85	32,4773904	-0,63
17-Мар-2005	1190,21	32,05	32,4947765	-0,44
16-Мар-2005	1188,07	32,04	32,4283368	-0,39
15-Мар-2005	1197,75	32,60	32,7288675	-0,13
14-Мар-2005	1206,83	32,92	33,0107703	-0,09
11-Мар-2005	1200,08	32,74	32,801206	-0,06
10-Мар-2005	1209,25	32,53	33,085903	-0,56
09-Мар-2005	1207,01	32,39	33,0163587	-0,63
04-Мар-2005	1222,12	33,14	33,4854722	-0,35
03-Мар-2005	1210,47	32,65	33,1237798	-0,47
02-Мар-2005	1210,08	32,58	33,1116716	-0,53
01-Мар-2005	1210,41	32,81	33,121917	-0,31
28-Feb-2005	1203,6	32,06	32,9104899	-0,85
25-Feb-2005	1211,37	32,49	33,1517217	-0,66
24-Feb-2005	1200,2	32,30	32,8049316	-0,50
22-Feb-2005	1192,32	32,26	32,5602847	-0,30
18-Feb-2005	1201,59	32,74	32,8480863	-0,11
17-Feb-2005	1204,87	32,84	32,949919	-0,11
16-Feb-2005	1210,34	33,20	33,1197437	0,08
15-Feb-2005	1210,12	33,50	33,1129135	0,39
14-Feb-2005	1206,14	33,36	32,9893482	0,37
11-Feb-2005	1205,3	33,40	32,9632691	0,44
10-Feb-2005	1197,01	33,18	32,7058931	0,47
09-Feb-2005	1191,99	33,07	32,5500393	0,52
08-Feb-2005	1202,14	33,36	32,8651619	0,49

**Приложение 3. Пример результатов событийного анализа на 5% и 10% уровнях значимости**

	5%	10%	влияние		5%	10%	влияние
UMPQ.O	-	-	отсутствует	VLY	-	-	отсутствует
CBCGQ.PK	-	-	отсутствует	FNB	-	-	отсутствует
UBSI.O	-	-	отсутствует	SUSQ.O	-	-	отсутствует
C	-	-	отсутствует	PB	-	-	отсутствует
RNST.O	-	-	отсутствует	BHLB.K	-	-	отсутствует
NBBC.O	-	-	отсутствует	FMER.O	-	-	отсутствует
EWBC.O	+	+	негативное	COLB.O	-	-	отсутствует
SUSQ.O	+	+	негативное	NBTB.O	-	-	отсутствует
WFC	-	-	отсутствует	UBSI.O	-	-	отсутствует
WAFD.O	-	-	отсутствует	RNST.O	-	-	отсутствует
MTB	-	-	отсутствует	FNB	-	-	отсутствует
STEL.O^A1	-	-	отсутствует	SSB.O	-	-	отсутствует
KEY	-	-	отсутствует	STL	-	-	отсутствует
FITB.O	-	-	отсутствует	FMRE.O	-	-	отсутствует
FNFG.O	-	-	отсутствует	UBSH.O	-	-	отсутствует
MOFG.O	+	+	негативное	PFIS.O	-	-	отсутствует
FNB	-	-	отсутствует	MBFI.O	-	-	отсутствует
STBA.O	-	-	отсутствует	WIBC.O	+	+	негативное
VLY	-	-	отсутствует	MBWM.O	-	-	отсутствует
WFC	-	-	отсутствует	ONB.O	-	-	отсутствует
PNC	-	-	отсутствует	ONB.O	+	+	негативное
INDB.O	-	-	отсутствует	IBKC.O	-	-	отсутствует
COF	-	-	отсутствует	TCBK.O	-	-	отсутствует
ISBC.O	-	-	отсутствует	CNOB.O	-	-	отсутствует
MTB	-	-	отсутствует	CHFC.O	-	-	отсутствует
FNFG.O	-	-	отсутствует	SBCI.O	-	-	отсутствует
FNFG.O	+	+	негативное	VLY	-	-	отсутствует
CBU	-	-	отсутствует	EGBN.O	-	-	отсутствует
BBCN.O	-	-	отсутствует	TOWN.O	-	-	отсутствует
UBSI.O	-	-	отсутствует	OZRK.O	-	-	отсутствует
BHLB.K	-	-	отсутствует	PEBO.O	-	-	отсутствует
CMA	+	+	негативное	HMST.O	-	-	отсутствует
BRKLO	-	-	отсутствует	WSBC.O	-	-	отсутствует

#### Приложение 4. Результаты анализа бухгалтерской отчетности

на 5% уровне значимости

5%	ROE	ROA	Margin
(-1;+1)	-	-	-
(-2;+2)	-	+(negative)	+(negative)
(-3;+3)	-	+(negative)	+(negative)
(-4;+4)	+(negative)	+(negative)	-

#### Приложение 5. Результаты анализа бухгалтерской отчетности

на 10% уровне значимости

10%	ROE	ROA	Margin
(-1;+1)	-	-	+(negative)
(-2;+2)	-	-	-
(-3;+3)	+(negative)	+(negative)	-
(-4;+4)	+(negative)	+(negative)	+(negative)

**Приложение 6. Индекс S&P 500 для банковского сектора за рассматриваемый период времени**

**Приложение 7. Аномальные доходности (пример) для расчета тестовой статистики, описанной в работе Погожевой А.А.**

ABC	ASB	AWBCQ.PK^J13
-0,29	-0,16	-3,16
-0,93	-0,02	-3,44
-0,82	-0,12	-3,01
-0,88	-0,03	-2,49
-0,87	0,09	-2,16
-0,75	0,25	-1,84
-0,61	0,07	-2,40
-0,37	0,17	-2,94
-0,70	-0,21	-3,93
-0,93	0,07	-4,53
-0,28	0,02	-4,48
-0,87	-0,11	-4,10
-0,77	-0,14	-4,06
-0,62	-0,14	-3,60
-0,68	-0,04	-4,11
-0,67	-0,03	-4,30
-0,48	-0,24	-4,75
-0,87	-0,42	-4,01
-1,03	-0,40	-3,63
-1,11	-0,35	-4,22
-1,10	-0,60	-3,34
-1,36	-0,64	-3,46
-1,31	-0,77	-3,16
-1,12	-1,29	-3,17
-0,82	-1,71	-2,87
-0,55	-1,94	-2,53
-0,63	-1,37	-2,55
-0,44	-1,73	-3,26
-0,39	-1,82	-2,92
-0,13	-1,73	-3,11
-0,09	-1,78	-2,87
-0,06	-1,71	-2,94
-0,56	-1,76	-3,05
-0,63	-1,61	-3,62
-0,35	-1,70	-3,43
-0,47	-1,52	-3,53
-0,53	-0,92	-3,91
-0,31	-0,76	-3,47
-0,85	-0,56	-3,18
-0,66	-0,24	-2,83
-0,50	-0,40	-2,80
-0,30	0,18	-3,03
-0,11	0,98	-3,06
-0,11	0,72	-2,88
0,08	0,37	-2,70
0,39	0,42	-2,21
0,37	0,46	-2,18
0,44	0,57	-2,21
0,47	0,61	-1,86
0,52	0,77	-2,21
0,49	0,67	-2,22

**Приложение 8. Расчет тестовой статистики, описанной в работе**

**Погожевой А.А.**

Анализ t-статистики  
(статистическая значимость)



Проверка на устойчивость  
результатов

$$\frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N (AR_{it} - \sum_{i=1}^N \frac{AR_{it}}{N})^2}}$$

## Приложение 9. Расчет тестовой статистики для CAR в день объявления сделки M&A

Announcement day

CAR

**-1,37**

t-stat

**-1,686015197**

1. Платный курс «Mini-MBA» от City Business School [↑](#)
2. [www.maonline.ru](http://www.maonline.ru) [↑](#)
3. [http://www.kpmg.com/CZ/cs/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Press-releases/Documents/KPMG\\_MA-New-Dawn-2011.pdf](http://www.kpmg.com/CZ/cs/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Press-releases/Documents/KPMG_MA-New-Dawn-2011.pdf) [↑](#)