

**МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ
БЕЛОРУССКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ФАКУЛЬТЕТ
Кафедра корпоративных финансов**

НЕСТЕРОВИЧ ФЕДОР АЛЕКСАНДРОВИЧ

**анализ драйверов, влияющих на рост активности в сфере слияний и
поглощений в развивающихся странах**

Магистерская диссертация
специальность 1-25 81 04 «Финансы и кредит»

Научный руководитель:
кандидат экономических наук,
доцент Г.А. Барздов

Допущен к защите
«___» _____ 2019 г.
Зав. кафедрой корпоративных финансов
_____ И.А. Карачун
кандидат экономических наук, доцент

Минск, 2019

ОГЛАВЛЕНИЕ

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ.....	3
ВВЕДЕНИЕ.....	6
 ГЛАВА 1 ОСОБЕННОСТИ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ	11
1.1 Теоретические аспекты деятельности в сфере слияний и поглощений в развивающихся странах и их отличие от развитых рынков	11
1.2 Особенности активности в сфере М&А в развивающихся странах на примере стран БРИКС	26
 ГЛАВА 2 СОЗДАНИЕ МОДЕЛИ ЛИНЕЙНОЙ РЕГРЕССИИ И ЕЕ АНАЛИЗ	35
2.1 Данные, использованные при построении модели, и ожидаемые зависимости	35
2.2 Построение модели линейной регрессии и полученные результаты ...	38
ГЛАВА 3 АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ ФАКТОРОВ, ИСПОЛЬЗОВАННЫХ В МОДЕЛИ, НА РОСТ АКТИВНОСТИ В СФЕРЕ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ	44
3.1 Статистически незначимые переменные.....	44
3.2 Статистически значимые переменные.....	47
 ЗАКЛЮЧЕНИЕ	57
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	62
ПРИЛОЖЕНИЯ.....	66

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Цель работы: Проведение анализа драйверов роста активности в сфере слияний и поглощений в развивающихся странах.

Объект исследования: активность в сфере слияний и поглощений в развивающихся странах.

Предмет исследования: драйверы, влияющие на рост активности в сфере M&A на развивающихся рынках.

Актуальность работы: в настоящее время все больше сделок заключаются с компаниями, работающими на растущих рынках, таких как Китай, Индия, Бразилия, Россия и другие. Кроме того, огромное количество сделок является трансграничным. Следовательно, чтобы компании или инвестиционному институту добиться успеха в современной бизнес-среде и получить максимальную отдачу от потенциального слияния или приобретения, необходимо понимать, что движет деятельностью по слияниям и поглощениям. Если инвестор знает, сколько сделок ожидать, он сможет предсказать, какие рынки и компании стоит рассматривать в качестве объекта приобретения.

Главные выводы: По результатам построенной модели линейной регрессии существует прямая зависимость от роста ВВП на душу населения, экспорта в % от ВВП, инфляции, доли высокотехнологичного экспорта, рыночной капитализации отечественных компаний, количества зарегистрированных новых предприятий. Также существует обратная зависимость от индекса легкости ведения бизнеса и от налоговой нагрузки.

Согласно полученным результатам, наиболее значимой переменной является налоговая нагрузка. Полученное уравнение модели и тот факт, что данная переменная имеет отрицательный коэффициент (- 15,82), показывают, что количество сделок по слияниям и поглощениям увеличивается при уменьшении налоговой нагрузки. Также значимыми экзогенными переменными оказались количество новых предприятий, зарегистрированных в стране, рыночная капитализацией отечественных компаний (в% к ВВП), экспорт высоких технологий в процентах от общего экспорта, уровень инфляции, индекс легкости ведения бизнеса

Диссертация состоит из введения, общей характеристики работы, трех глав, объединяющих шесть разделов, заключения, списка использованных источников. Объем диссертации составляет 66 страниц. Список использованных источников включает 46 наименований на 2 страницах.

GENERAL DESCRIPTION OF THE WORK

Objective: To analyze the growth drivers of mergers and acquisitions in developing countries.

Object of study: activity in the field of mergers and acquisitions in developing countries.

Subject of research: drivers that affect the growth of activity in the field of M&A in emerging markets.

Relevance of work: currently, more and more transactions are concluded with companies operating in growing markets such as China, India, Brazil, Russia and others. In addition, a huge number of transactions is cross-border. Therefore, in order for a company or an investment institution to succeed in a modern business environment and get the most out of a potential merger or acquisition, it is necessary to understand what drives mergers and acquisitions activities. If an investor knows how many transactions to expect, he will be able to predict which markets and companies should be considered as an object of acquisition.

Main conclusions: According to the results of the linear regression model that has been built, there is a direct dependence on the growth of GDP per capita, exports as% of GDP, inflation, the share of high-tech exports, the market capitalization of domestic companies, and the number of registered new enterprises. There is also an inverse relationship to the index of ease of doing business and the tax burden.

According to the results, the most significant variable is the tax burden. The resulting equation of the model and the fact that this variable has a negative coefficient (- 15.82) show that the number of mergers and acquisitions deals increases as the tax burden decreases. Also, significant exogenous variables were the number of new enterprises registered in the country, the market capitalization of domestic companies (in% of GDP), high technology exports as a percentage of total exports, inflation, ease of doing business index

The thesis consists of an introduction, a general description of the work, three chapters, combining six sections, conclusion, list of used sources. The volume of the thesis is 66 pages. The list of used sources includes 46 items on 2 pages.

АГУЛЬНАЯ ХАРАКТАРЫСТЫКА ПРАЦЫ

Мэта працы: Правядзенне аналізу драйвераў росту актыўнасці ў сферы зліццяў і паглынанняў у краінах, якія развіваюцца.

Аб'ект даследавання: актыўнасць у сферы зліццяў і паглынанняў у краінах, якія развіваюцца.

Прадмет даследавання: драйверы, якія ўплываюць на рост актыўнасці ў сферы M&A на якія развіваюцца рынках.

Актуальнасць працы: у цяперашні час усё больш здзелак заключаюцца з кампаніямі, якія працуюць на якія растуць рынках, такіх як Кітай, Індыя, Бразілія, Расія і іншыя. Акрамя таго, вялікая колькасць здзелак з'яўляецца трансгранічным. Такім чынам, каб кампаніі або інвестыцыйнаму інстытуту дамагчыся поспеху ў сучаснай бізнес-асяроддзі і атрымаць максімальную аддачу ад патэнцыйнага зліцця або набыцця, неабходна разумець, што рухае дзейнасцю па зліцця і паглынання. Калі інвестар ведае, колькі здзелак чакаць, ён зможа прадказаць, якія рынкі і кампаніі варта разглядаць у якасці аб'екта набыцця.

Галоўныя высновы: Па выніках дадзенай мадэлі існуе прамая залежнасць ад росту ВУП на душу насельніцтва, экспарту ў% ад ВУП, інфляцыі, долі высокатэхналагічнага экспарту, рынкавай капіталізацыі айчынных кампаній, колькасці зарэгістраваных новых прадпрыемстваў. Таксама існуе зваротная залежнасць ад індэкса лёгкасці вядзення бізнесу і ад падатковай нагрузкі.

Паводле атрыманых вынікаў, найбольш значнай зменнай з'яўляецца падатковая нагрузка. Атрыманае раўнанне мадэлі і той факт, што дадзеная пераменная мае адмоўны каэфіцыент (- 15,82), паказваюць, што колькасць здзелак па зліццях і паглынання павялічваецца пры памяншэнні падатковай нагрузкі. Таксама значнымі экзагеннымі зменнымі апынуліся колькасць новых прадпрыемстваў, зарэгістраваных у краіне, рынкавая капіталізацыя айчынных кампаній (у% да ВУП), экспарт высокіх тэхналогій у працэнтах ад агульнага экспарту, узровень інфляцыі, індэкс лёгкасці вядзення бізнесу

Дысертацыя складаецца з ўвядзення, агульнай характарыстыкі работы, трох кіраўнікоў, якія аб'ядноўваюць шэсць раздзелаў, заключэння, спісу выкарыстаных крыніц. Аб'ём дысертацыі складае 66 старонак. Спіс выкарыстаных крыніц уключае 46 найменняў на 2 старонках.

ВВЕДЕНИЕ

Исторически деятельность по слияниям и поглощениям была одним из наиболее распространенных способов повышения рыночной стоимости для компаний. Первые слияния и поглощения были сделаны компаниями для достижения большей доли на рынке или снижения производственных затрат с помощью синергии. В настоящее время компании могут заниматься слияниями и поглощениями благодаря более широкому спектру целей, таких как выход на новые рынки, диверсификация рисков, получение доступа к природным ресурсам и так далее.

С более широким использованием слияний и поглощений все больше компаний из других стран начинают использовать данный инструмент. Первоначально слияния и поглощения осуществлялись в основном компаниями из развитых стран, таких как США, Япония и европейские страны.

Однако в настоящее время все больше сделок заключаются с компаниями, работающими на растущих рынках, таких как Китай, Индия, Бразилия, Россия и другие. Кроме того, огромное количество сделок является трансграничным.

Трансграничные сделки - отличный способ для приобретения, поскольку покупатель может извлечь выгоду либо из природных ресурсов, принадлежащих приобретенной компании, либо из-за менее строгого регулирования и налогового бремени в других странах. Кроме того, международная компания с привлекательной бизнес-моделью может использовать слияние для проникновения на рынок, который либо еще не имеет сильной конкуренции, либо имеет единого лидера, которого можно легко объединить или купить.

Следовательно, чтобы компании или инвестиционному институту добиться успеха в современной бизнес-среде и получить максимальную отдачу от потенциального слияния или приобретения, необходимо понимать, что движет деятельностью по слияниям и поглощениям. Если инвестор знает, сколько сделок ожидать, он сможет предсказать, какие рынки и компании стоит рассматривать в качестве объекта приобретения.

Более того, необходимо выявить быстрый рост активности в сфере слияний и поглощений для правительства страны. Приобретение всегда создает большую компанию, поэтому большое количество сделок означает высокую вероятность того, что на рынке данной страны могут быть сформированы монополии. Для развивающихся рынков это может быть серьезной проблемой, поскольку в таких странах часто отсутствует сильное законодательство. Начало бума приобретений

может быть знаком изменений в законодательстве для правительства, если у них еще нет законов, которые покрывали бы все риски монополий.

Еще один институт, который может быть заинтересован в активизации слияний и поглощений - банковский. В развивающихся странах банки в основном выполняют функции коммерческих банков, такие как эмиссия карт, совершение транзакций или прием депозитов. Однако, чем больше происходит слияний, тем больше капитала требуется предприятиям. Поскольку фондовые рынки обычно не очень развиты в таких странах, банки становятся одним из немногих вариантов для компаний, которые ищут больше капитала. Таким образом, увеличение количества сделок по слияниям и поглощениям может стать хорошей возможностью перенести бизнес-модель на банки, чтобы получить долю прибыли, которую они не могли получить раньше.

Хотя можно считать, что деятельностью по слияниям и поглощениям повсеместно движут одни и те же факторы, я считаю, что это не так. Активность слияний и поглощений на развитых рынках довольно стабильна, и большие колебания обычно вызваны большими экономическими потрясениями, такими как экономические кризисы. Рост активности слияний в развитых странах всегда шел волнообразно и часто был вызван развитием некоторых основных технологий.

Между тем, активность в сфере слияний и поглощений на развивающихся рынках намного сложнее предсказать из-за быстрого роста и в целом более нестабильной экономической среды и меньшего развития технологий. Такой быстрый рост означает много места для свежих идей и прогрессивного бизнеса, что делает такие рынки привлекательными для инвесторов, стремящихся к высокой прибыли.

В то время как экономический рост в развитых странах замедляется, развивающиеся рынки стали основными двигателями мировой экономической активности. Кроме того, согласно Конференции Организации Объединенных Наций по торговле и развитию, доля прямых иностранных инвестиций развивающихся стран и стран с развивающейся экономикой в мире увеличилась с 29% в 2007 году до 52% в 2013 году, причем слияния и поглощения играют решающую роль.

Одна из целей этой магистерской работы состоит в том, чтобы понять, что движет этим объемом слияний и поглощений в этих странах, объяснить тенденции в динамике современной экономики.

Тема данного исследовательского проекта на двух аспектах: финансовом и географическом.

С одной стороны, была выбрана область слияний и поглощений, которая стала важнейшим инструментом корпоративного развития на сегодняшнем глобальном рынке, создавая синергизм, позволяя компаниям диверсифицировать или усиливать фокус на бизнесе, стимулируя рост, увеличивая возможности ценообразования в цепочке поставок и позволяя фирмам противостоять конкуренции.

С другой стороны, было решено сосредоточить исследования на развивающихся странах. Ожидается, что некоторые из них станут крупнейшими экономиками двадцать первого века, а некоторые уже стали. Они не только становятся более крупными игроками в мировой экономике, но и несут все большую ответственность в нескольких аспектах, таких как экономические, демографические культурные, и научные.

Чтобы понять, как эти развивающиеся рынки становятся все более и более привлекательными для иностранных компаний и почему объемы слияний и поглощений растут, объединив эти два измерения, необходимо исследовать следующие вопросы: каковы основные движущие силы роста активности в сфере слияний и поглощений на развивающихся рынках?

Чтобы дать ответ на данный вопрос, сначала требовалось определить, какая группа стран была бы репрезентативной и достаточно разнообразной, чтобы, на основании данных по этим странам построить модель, которая могла бы использоваться для прогноза активности по слияниям и поглощениям во всех развивающихся странах. Также необходимо было изучить каковы причины слияний и поглощений в целом и которые из них кажутся более эффективными на развивающихся рынках.

Для того, чтобы определить драйверы роста активности по слияниям и поглощениям в развивающихся странах, было решено создать модель линейной регрессии. В качестве зависимой переменной можно было бы использовать денежный объем сделок в сфере слияний и поглощений. Тем не менее, эта переменная может привести к искажению полученных результатов, учитывая, что стоимость некоторых сделок может быть чрезвычайно велика. Следовательно, в качестве зависимой переменной я выбрал количество сделок M&A, заключенных в течение года.

Развивающиеся страны — это группа стран, которую сложно охарактеризовать в целом. Тем не менее, предварительные исследования позволили выбрать группу стран, достаточно разнообразных, расположенных в разных частях света и для которых были доступны данные.

Таким образом, были собраны данные о количестве сделок M&A за интервал 6 лет с 2012 по 2017 годы для Аргентины, Бразилии, Чили, Китая, Колумбии, Индии, Индонезии, Мексики, Нигерии, Филиппин, России, Южной Африки, Таиланда, Турции и Вьетнама.

В качестве независимых переменных были использованы: рост ВВП на душу населения (годовой темп роста ВВП на душу населения на основе постоянной местной валюты), экспорт в процентах от ВВП, инфляция (измеряется годовым темпом роста ВВП), индекс раскрытия деловой информации, индекс легкости ведения бизнеса, доля высокотехнологичного экспорта, рыночная капитализация отечественных компаний в текущих долларах США, количество зарегистрированных новых предприятий и налоговая нагрузка.

Данное исследование факторов роста слияний и поглощений будет полезным для различных целей. Фонды и компании, цель которых приобретение на развивающихся рынках и которые хотят получать больше прибыли или успешно расширить свой бизнес, смогут приобрести бизнес по более низкой цене. Коммерческие банки также могут использовать полученные знания, чтобы заранее изменить свою структуру и получить долю на новом рынке. И правительства могут отслеживать драйверы, чтобы предсказать рост активности в сфере слияний и поглощений и подготовить некоторые изменения в законодательстве, которые будут полезны для всех при минимизации рисков.

Объект исследования данной работы – активность в сфере слияний и поглощений в развивающихся странах.

Предмет исследования – драйверы, влияющие на рост активности в сфере M&A на развивающихся рынках.

С экономической же точки зрения, анализируемые вопросы рассматриваются в работах таких зарубежных и отечественных авторов как, G. Attila, T. Besley, T. Persson, I. Canestri, S. Cartwright, Chakrabarti, Gupta-Mukherjee, Jayaraman, D. Cogman, P. Jaslowitzer, M. S. Rapp, P. Deng, M. Yang, M. J. Epstein, K. Fogertey, J. Marshall, A. Prakash, V. Vivek, X. Gao, J. R. Ritter, Z. Zhu, S. Gatti, C. Chiarella, K. Grave, D. Vardiabasis, B. Yavas, K. Hyland, A. Greenshields, A. Yüce, C. L. Uslu, E.T. Aydogan, N. Ketenci, Weber, Oberg, Tarba, С. В. Воронин, М. С. Воронин, А. Г. Грязновой, М. Г. Ионцев, А. Д. Радыгин, С. Ф. Рид, А. Р. Лажу, Н. Б. Рудык, Е. В. Семенова, С. В. Савчук, А. Д. Саратовский.

Статистические данные по количеству сделок по слияниям и поглощениям для построения взяты из таких источников, как Institute for Mergers, Acquisitions

and Alliances. Статистические данные по экзогенным переменным модели линейной регрессии были взяты с сайта The World Bank Data.

Также были использованы статьи от таких изданий, организаций и компаний как EY, Transparency International, Index Mundi, Financial Management, Deloitte, AGF Investment, World Economic Forum, Yeditepe University, Istanbul.

ГЛАВА 1 ОСОБЕННОСТИ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ

1.1 Теоретические аспекты деятельности в сфере слияний и поглощений в развивающихся странах и их отличие от развитых рынков

Слияния и поглощения (M&A) — это сделки, в которых права собственности на компании, другие коммерческие организации или их операционные подразделения передаются или объединяются с другими организациями. Как аспект стратегического управления, слияния и поглощения могут позволить предприятиям расти или сокращаться, а также изменять характер своего бизнеса или конкурентной позиции.

С юридической точки зрения, слияние — это юридическое объединение двух компаний в одну, тогда как приобретение происходит, когда одна компания приобретает право собственности на акции, доли или активы другой компании [5]. С коммерческой и экономической точек зрения оба типа операций обычно приводят к консолидации активов и обязательств в рамках одной организации, и различие между «слиянием» и «приобретением» менее четко. Транзакция, юридически оформленная как приобретение, может привести к тому, что бизнес одной стороны будет косвенно принадлежать акционерам другой стороны, в то время как транзакция, юридически структурированная как слияние, может предоставить акционерам каждой стороны частичное владение и контроль над объединенным предприятием. Сделка может быть названа слиянием равных, если оба генеральных директора согласны с тем, что объединение выгодно для обеих компаний, в то время как сделка недружественная (то есть, когда руководство целевой компании выступает против сделки) может рассматриваться как «приобретение» [5].

Поглощение — это покупка одного предприятия или компании другой компанией или другим субъектом хозяйствования. Конкретные цели приобретения могут быть определены с помощью множества способов, включая исследование рынка, выявление торговли, отправка из внутренних бизнес-единиц или анализ цепочки поставок. Такая покупка может составлять 100% или почти 100% активов или собственного капитала приобретенной компании. Консолидация происходит, когда две компании объединяются, чтобы сформировать новое предприятие в целом, и ни одна из предыдущих компаний не

остаётся независимой. Приобретения подразделяются на «частные» и «публичные» приобретения, в зависимости от того, зарегистрирована или нет компания-акционер, или объединяющаяся компания (также называемая целью) на публичной фондовой бирже. Некоторые публичные компании полагаются на приобретения как важную стратегию создания стоимости. Дополнительное измерение или категоризация состоит в том, является ли приобретение дружественным или враждебным.

Добиться успеха в приобретении оказалось очень сложно, в то время как различные исследования показали, что 50% приобретений были неудачными. «Серийные приобретатели» оказываются более успешными в слияниях и поглощениях, чем компании, которые совершают приобретение лишь изредка [13].

То, воспринимается ли покупка как «дружественная» или «враждебная», во многом зависит от того, как предполагаемое приобретение сообщается и воспринимается советом директоров, сотрудниками и акционерами целевой компании. Общение по сделкам М&А обычно происходит в так называемом «пузыре конфиденциальности», когда поток информации ограничен в соответствии с соглашениями о конфиденциальности. В случае дружественной сделки, компании сотрудничают в переговорах; в случае враждебной сделки руководство компании-цели не желает быть купленными, или не знает о предложении. Враждебные приобретения могут в конечном итоге и часто становятся «дружественными», поскольку приобретатель обеспечивает одобрение сделки со стороны совета директоров приобретаемой компании. Это обычно требует улучшения условий предложения путем переговоров.

«Приобретение» обычно означает покупку более мелкой фирмы более крупной. Однако иногда небольшая фирма приобретает управленческий контроль над более крупной или давно созданной компанией и сохраняет название последней для объединенной компании после приобретения. Это известно, как обратное поглощение. Другим типом приобретения является обратное слияние, форма сделки, которая позволяет частной компании быть публично зарегистрированной в относительно короткие сроки. Обратное слияние происходит, когда частная компания (часто имеющая хорошие перспективы и стремящаяся привлечь финансирование) покупает публичную подставную компанию, обычно не имеющую бизнеса и ограниченных активов [17].

Зачастую акционеры приобретенных фирм получают значительную положительную «анормальную доходность», в то время как акционеры

приобретающей компании, скорее всего, будут испытывать отрицательный эффект благосостояния. Общий чистый эффект сделок М&А представляется положительным: почти во всех исследованиях сообщается о положительной доходности для инвесторов в объединенном покупателе и целевых фирмах. Это означает, что слияния и поглощения создают экономическую ценность, предположительно, путем передачи активов управленческим командам, которые управляют ими более эффективно [3].

Существует также множество структур, используемых для обеспечения контроля над активами компании, которые имеют различные налоговые и нормативные последствия.

Покупатель покупает акции и, следовательно, контролирует приобретаемую целевую компанию. Контроль над собственностью компании, в свою очередь, обеспечивает эффективный контроль над активами компании, но, поскольку компания приобретается неповрежденной как непрерывное предприятие, эта форма транзакции влечет за собой все обязательства, начисленные этим предприятием за его прошлое, и все риски, с которыми компания сталкивается в своей коммерческой среде.

Покупатель покупает активы целевой компании. Денежные средства, полученные целевой компанией от продажи, возвращаются ее акционерам в виде дивидендов или путем ликвидации. Этот тип транзакции оставляет целевую компанию в виде пустой оболочки, если покупатель выкупает все активы. Покупатель часто структурирует сделку как покупку активов, чтобы «подобрать» те активы, которые ему нужны, и исключить активы и обязательства, которых у него нет. Это может быть особенно важно в тех случаях, когда предполагаемые обязательства могут включать будущие, не поддающиеся количественному определению компенсации за ущерб, такие как те, которые могут возникнуть в результате судебных разбирательств по дефектным продуктам, выплате вознаграждений сотрудникам или прекращению их действия или нанесению ущерба окружающей среде. Недостатком этой структуры является налог, который многие юрисдикции, особенно за пределами Соединенных Штатов, взимают с передачи отдельных активов, в то время как операции с акциями часто могут быть структурированы как биржи единого типа или другие соглашения, которые не облагаются налогом или не облагаются налогом. как для покупателя, так и для акционеров продавца [1].

Доминирующее обоснование, используемое для объяснения деятельности по слияниям и поглощениям, заключается в том, что приобретающие фирмы

стремятся улучшить финансовые показатели или снизить риск. Следующие мотивы рассматриваются для улучшения финансовых показателей или снижения риска [8].

Экономия от масштаба: это означает, что объединенная компания может часто снижать свои постоянные затраты, расформировав дублирующие отделы или операции, снижая затраты компании по сравнению с тем же потоком доходов, таким образом увеличивая размер прибыли.

Экономия объема: это относится к эффективности, в первую очередь связанной с изменениями на стороне спроса, такими как увеличение или уменьшение объема маркетинга и распространения, различных типов продуктов.

Увеличение выручки или доли рынка. Предполагается, что покупатель будет поглощать основного конкурента и, таким образом, будет увеличивать свою рыночную власть (путем захвата увеличенной доли рынка) для установления цен.

Перекрестные продажи: например, банк, покупающий биржевого брокера, может затем продавать свои банковские продукты клиентам биржевого маклера, в то время как брокер может зарегистрировать клиентов банка на брокерских счетах. Или производитель может приобретать и продавать дополнительные продукты.

Синергия: например, управленческая экономия, такая как увеличение возможностей управленческой специализации. Другой пример - экономия на закупках из-за увеличенного размера заказа и связанных скидок при оптовых закупках.

Налогообложение: прибыльная компания может купить убыточную, чтобы использовать потери цели в качестве своего преимущества, уменьшая свои налоговые обязательства. В Соединенных Штатах и многих других странах действуют правила, ограничивающие способность прибыльных компаний «делать покупки» для убыточных компаний, ограничивая налоговые мотивы приобретающей компании.

Географическая или иная диверсификация: предназначена для сглаживания результатов прибыли компании, что в долгосрочной перспективе сглаживает курс акций компании, давая консервативным инвесторам больше уверенности в инвестициях в компанию. Однако это не всегда обеспечивает ценность для акционеров.

Передача ресурсов: ресурсы неравномерно распределены между фирмами, и взаимодействие целевых и приобретающих ресурсов фирмы может создать

ценность либо путем преодоления информационной асимметрии, либо путем объединения скудных ресурсов.

Вертикальная интеграция: Вертикальная интеграция происходит, когда объединяются вышестоящие и нисходящие фирмы (или одна приобретает другую).

Наем: некоторые компании используют приобретения как альтернативу обычному процессу найма. Это особенно распространено, когда целью является небольшая частная компания или находится на этапе запуска. В этом случае приобретающая компания просто нанимает («приобретает») персонал целевой частной компании, тем самым приобретая ее талант (если это ее основной актив и привлекательность). Целевая частная компания просто распадается, и затрагиваются несколько юридических вопросов.

Доступ к скрытым или неработающим активам (земля, недвижимость).

Приобретение инновационной интеллектуальной собственности. В настоящее время интеллектуальная собственность стала одной из основных компетенций для компаний. Исследования показали, что успешная передача и интеграция знаний после слияния или приобретения оказывает положительное влияние на инновационные возможности и производительность фирмы.

Тем не менее, в среднем и по наиболее часто изучаемым переменным финансовые показатели фирм-покупателей не меняются положительно в зависимости от их деятельности по приобретению. Следовательно, существуют дополнительные мотивы для слияния и поглощения, которые могут не увеличивать акционерную стоимость [2].

Диверсификация. Хотя это может застраховать компанию от спада в отдельной отрасли, она не может обеспечить ценность, поскольку отдельные акционеры могут достичь такого же хеджирования, диверсифицируя свои портфели с гораздо более низкими затратами, чем те, которые связаны со слиянием.

Чрезмерная уверенность менеджера в ожидаемой синергии от М&А, которая приводит к переплате за целевую компанию.

Построение империи: у менеджеров есть большие компании для управления и, следовательно, больше власти.

Компенсация менеджера. В прошлом некоторые команды исполнительного руководства получали выплату на основе общей суммы прибыли компании, а не прибыли на акцию, что давало бы команде извращенный стимул покупать

компании для увеличения общей прибыли, уменьшая прибыль на акцию (которая наносит ущерб владельцам компании, акционерам).

Сам процесс слияний и поглощений является многогранным и зависит от типа сливающихся компаний.

Горизонтальное слияние обычно происходит между двумя компаниями в одном секторе бизнеса. Примером горизонтального слияния может служить случай, когда издатель видеоигр приобретает другого издателя видеоигр, например приобретение Eidos Interactive издателем Square Enix. Это означает, что синергизм может быть получен посредством многих форм, таких как; увеличение доли рынка, экономия затрат и изучение новых рыночных возможностей.

Вертикальное слияние представляет собой покупку поставщика бизнеса. В аналогичном примере, если издатель видеоигр приобретает компанию по разработке видеоигр для сохранения интеллектуальной собственности студии разработки, например, когда корпорация Kadokawa приобрела FromSoftware [9]. Вертикальная покупка направлена на снижение накладных расходов на операции и экономию за счет масштаба.

Конгломерат слияний и поглощений — это третья форма процесса слияний и поглощений, в рамках которого происходит слияние двух компаний, работающих на разных рынках. Соответствующим примером конгломерата M&A может служить случай, когда издатель видеоигры приобретает анимационную студию, например, когда Sega Sammy Holdings субсидировала TMS Entertainment [9]. Целью часто является диверсификация товаров и услуг и капиталовложения.

Процесс M&A приводит к реструктуризации целей бизнеса, корпоративного управления и идентичности бренда.

Уставное слияние — это слияние, в котором приобретающая компания выживает, а целевая компания распадается. Целью этого слияния является передача активов и капитала целевой компании в приобретающую компанию без необходимости сохранения целевой компании в качестве дочерней компании.

Консолидированное слияние — это слияние, при котором совершенно новая юридическая компания создается путем объединения приобретающей и целевой компании. Целью этого слияния является создание нового юридического лица с капиталом и активами объединенного приобретателя и целевой компании. И приобретающая, и целевая компания растворяются в процессе.

Согласно многочисленным исследованиям, в последние годы наблюдается рост активности в сфере слияний и поглощений. Несмотря на то, что существует

много разных причин роста слияний и поглощений в разных странах, для всех них есть общие причины.

Во-первых, многие компании рассматривают слияния и поглощения как более эффективную альтернативу IPO. Исследование из статьи под названием «Where have all the IPOs gone» (Xiaohui Gao, Jay R. Ritter) [28] показало, что в последние годы компании используют слияния и поглощения для устранения издержек, связанных с соблюдением акта SOX, а также для получения выгоды от эффекта масштаба. Также M&A используется чтобы получить доступ к большему количеству ресурсов для более быстрого развития новых технологий, которые необходимы для успеха компании в современном мире.

Во-вторых, чтобы понять причины роста активности в сфере слияний и поглощений в развивающихся странах, мы должны понять, что стимулирует такой рост в глобальном масштабе. Было проведено множество исследований на эту тему, и большинство из них согласны с тем, что неопределенность играет, вероятно, самую большую роль для инвесторов.

Рост активности в M&A всегда был циклическим [11]. Периоды с высоким уровнем неопределенности, такие как глобальный финансовый кризис 2007-2008 годов, традиционно демонстрировали значительное снижение количества и объема сделок слияний и поглощений. С другой стороны, периоды с низким уровнем неопределенности и высоким уровнем оптимизма инвесторов характеризуются огромным количеством сделок и часто рекордными размерами сделок.

Тем не менее, связь между неопределенностью и деятельностью по слияниям и поглощениям может наблюдаться не только по данным прошлых периодов, но и по готовности инвестора участвовать в слияниях и поглощениях. Опрос Хогана Ловелла (2012) [14], в котором участвовала большая группа топ-менеджеров по всему миру, показал, что около 90% компаний видят в неопределенности ключевое препятствие для инвестиций. Около 60% топ-менеджеров также называют политическую неопределенность серьезной проблемой.

Также существует сильная корреляция между неопределенностью инвесторов и объемом сделок слияний и поглощений, которые были успешно совершены. Периоды, которые характеризовались высоким уровнем неопределенности, исторически демонстрировали низкое количество приобретений.

Исследование Стефано Гатти и Карло Кьярелла (2013) [19] показало сильную обратную зависимость между неопределенностью и глобальным объемом слияний и поглощений, которую можно отследить на рисунке 1.1.

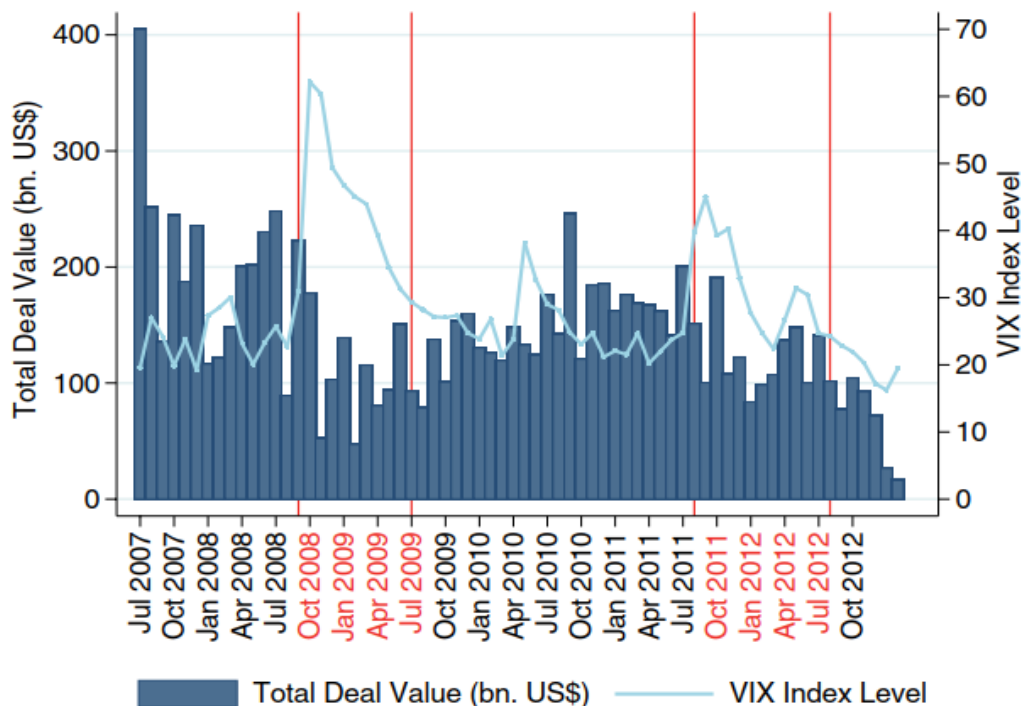


Рисунок 1.1 – Общий объем сделок по слияниям и поглощениям и уровень индекса VIX

Примечание - Источник: [19]

Для анализа связи между неопределенностью и слияниями и поглощениями была использована общая стоимость сделок по слияниям и поглощениям и индекс VIX, который является мерой ожиданий волатильности на фондовом рынке. Проанализированы данные за период до финансового кризиса 2008 года и до конца 2012 года. График показывает, что чем выше индекс VIX, тем ниже общая стоимость сделки. Характерно, что период с наибольшим индексом VIX – период финансового кризиса 2008 года показал наименьшую стоимость сделок M&A за рассматриваемый период

Однако неопределенность - не единственный фактор, влияющий на рост активности в сфере слияний и поглощений. Чтобы понять, что является движущей силой роста слияний и поглощений в развивающихся странах, нам необходимо понять, что послужило причиной роста в странах, которые в настоящее время можно считать развитыми. Все основные волны роста слияний и поглощений

характеризуются общими факторами, и зачастую в них участвуют аналогичные компании из аналогичных отраслей. Это особенно заметно на волнах M&A в США.

Первая волна слияния в начале 20-го века может характеризоваться большим количеством горизонтальных слияний. За это время произошли крупные слияния основных производственных, транспортных, телекоммуникационных, нефтяных и горнодобывающих компаний [16].

Впоследствии, в 1920-х годах, произошел второй период роста слияний и поглощений в США. В данный период произошло большое количество вертикальных сделок. Например, крупные производители автомобилей, такие как Ford, приобрели железные дороги, сталелитейные заводы, железные и угольные шахты, железные дороги и другие компании-поставщики.

Следующий период со второй половины 1950-х до середины 1970-х годов включал создание мощных конгломератов. Многие компании в то время поддерживали идею развиваться в различных новых отраслях и начали диверсифицировать свой бизнес.

Четвертый период с 1975 по 1989 год представил концепцию враждебных поглощений и начался с враждебного поглощения Морганом Стэнли над ESB. Этот период также включает в себя большое количество ненужного финансирования облигаций и увеличение количества и размера выкупа с использованием заемных средств. В начале 1980-х годов также началась волна горизонтальной трансграничной активности в сфере слияний и поглощений в европейских странах.

Следующий период длился с начала 1990-х до 2000 года. Эти годы можно охарактеризовать как эпоху мега-сделок. За эти годы было создано множество компаний огромного размера, так как лидеры рынка в то время считали, что их размер имеет большое значение, что повысило рыночную капитализацию на фондовом рынке. Рост числа крупных компаний привел к созданию новых компаний беспрецедентного размера. За это время произошло слияние компаний Chrysler и Daimler Benz, Exxon и Mobil, Boeing и McDonnell Douglas, Vodafone, Mannesmann и других [16]. Девять из десяти крупнейших приобретений за все время произошли за этот период.

Последняя крупная волна слияний и поглощений началась в 2002 году и закончилась в начале 2007 года. Основными факторами роста активности в сфере слияний и поглощений в эти годы были глобализация, а также стремление

некоторых стран создать сильные международные корпорации, рост цен на сырьевые товары и рост доступности дешевых низкопроцентных фондов.

Наряду с силами, ведущими к волнам слияний, существуют некоторые основные факторы, которые могут помочь понять и предсказать рост активности в сфере слияний и поглощений как в неразвитых, так и в развитых странах.

Рассмотрим экзогенные факторы, влияющие на активность в сфере слияний и поглощений.

Хедж-фонды и другие институциональные инвесторы могут стать ключевым фактором для объема слияний. Хедж-фонды чрезвычайно мощны и обладают огромным капиталом, общий объем которого оценивается примерно в 1,4 триллиона долларов [10]. Эти финансовые институты оказывают давление на некоторые компании, используя свои полномочия, чтобы выставить их на продажу, что усиливает активность в сфере слияний и поглощений.

Антимонопольные органы могут использовать конкурентную политику, которая может способствовать, замедлять или даже запрещать слияния. Несмотря на то, что регулирующие органы в Европе и США довольно гибки по отношению к слияниям, этот фактор может оказать большое влияние на страны с развивающейся протекционистской политикой [6].

Стабильность курса обмена валют влияет на трансграничные приобретения и слияния. Компании, базирующиеся в странах со стабильной и сильной валютой, имеют преимущество в приобретении компаний из развивающихся стран с большими колебаниями валютных курсов.

Дерегулирование отдельных отраслей является еще одним фактором в сфере слияний и поглощений. Дерегулирование в некоторых развивающихся и развитых странах может привести к созданию крупных компаний, которые сразу же получают большую долю на их рынке, таких как «Газпром» в России или «Intesa Sanpaolo» в Италии. Наличие на рынке экспертных аналитиков и специализированных финансистов, и юристов, которые могут оказать помощь руководству в процессе приобретения и оценки, является важным фактором, особенно в неразвитых странах.

В некоторых случаях профсоюзы могут влиять на потенциальное слияние, хотя в развивающихся странах они обычно не обладают значительными полномочиями по предотвращению слияния.

Доступность фондовых и долговых рынков является важным фактором, влияющим на активность в сфере слияний и поглощений, особенно в развивающихся странах. Слаборазвитый рынок акций или слабая банковская

система могут стать серьезным препятствием для роста активности в сфере слияний и поглощений в стране, поскольку у инвесторов может не быть необходимой суммы денег для приобретения, а процентные ставки могут быть слишком высокими или банкам просто не хватит имеющихся средств для финансирования инвестиционной деятельности.

Экзогенные факторы, описанные ранее, могут влиять на положительное или отрицательное решение компании в отношении слияния или поглощения, но их невозможно контролировать. Они могут помочь понять, есть ли возможность заключить сделку, но они не объясняют мотивы компании. Чтобы понять, что влияет на желание компании совершить сделку необходимо определить ее внутренние факторы.

Итак, каковы эндогенные факторы, которые управляют слияниями и поглощениями компании? Причина приобретения может сильно отличаться от одной компании к другой, однако существует несколько общих характерных причин.

С первых волн слияния завоевание рыночной власти стало самой распространенной причиной слияния компаний [10]. Тем не менее в разных странах существует антимонопольное законодательство, которое не позволяет компаниям стать монополистами на рынке.

В настоящее время практически все приобретения связаны с компаниями с различной операционной маржой. Используя созданную синергию, компания с более низкой операционной маржой увеличивает ее, что создает дополнительную ценность для акционеров. Это также очень распространенная причина вертикальных слияний, поскольку компании могут извлечь выгоду, разделив административные расходы.

Чтобы извлечь выгоду из вертикальной интеграции. Покупатель может купить своего поставщика, чтобы контролировать средства распределения или контролировать источник сырья.

Компания может решить приобрести другую, чтобы иметь более полную линейку продуктов, чтобы быть конкурентоспособной.

Слияние и поглощение также может помочь распределить риск, связанный с затратами на НИОКР [19].

Разработка новых продуктов и технологий часто требует большого объема финансирования, которое может быть недоступно для одной компании на рынке, поэтому горизонтальное слияние может снизить такие затраты.

Приобретение может быть использовано как ответная реакция на глобализацию. Слияние или совместное предприятие - один из самых простых способов проникновения на рынок зарубежных стран.

Дерегулирование на некоторых рынках в стране может привести к повышению интереса к этому рынку и увеличению количества инвестиций, сделанных на этом рынке.

Если в отрасли недавно произошла серия консолидаций, компаниям может потребоваться объединиться, если они хотят оставаться конкурентоспособными. Размер бизнеса также оказывает существенное влияние на мультипликаторы Р / Е. Крупные компании имеют значительно более высокую цену акций, чем меньшие компании с тем же темпом роста.

Хедж-фонды и институциональные инвесторы могут заставить компании увеличивать стоимость акций, и руководство может реагировать на это, участвуя в слияниях и поглощениях в погоне за увеличением объема, получением доступа к новым рынкам и т.д.

В последние два десятилетия заключалось все больше сделок с участием компаний с развивающихся рынков. В то время как могут быть некоторые дополнительные проблемы, которые могут сделать приобретения более трудными по сравнению со сделками в развитых странах, неразвитые рынки имеют огромный неиспользованный потенциал, который все еще может быть задействован.

В подтверждение актуальности темы данной работы можно рассмотреть ответы на исследование, проведенное компанией EY в 2018 году [4]. Для этого топ менеджерам инвестиционных компаний был задан вопрос, какие тенденции они ожидают в сфере слияний и поглощений в следующие 12 месяцев. Ответы на данный вопрос приведены на рисунке 1.2.

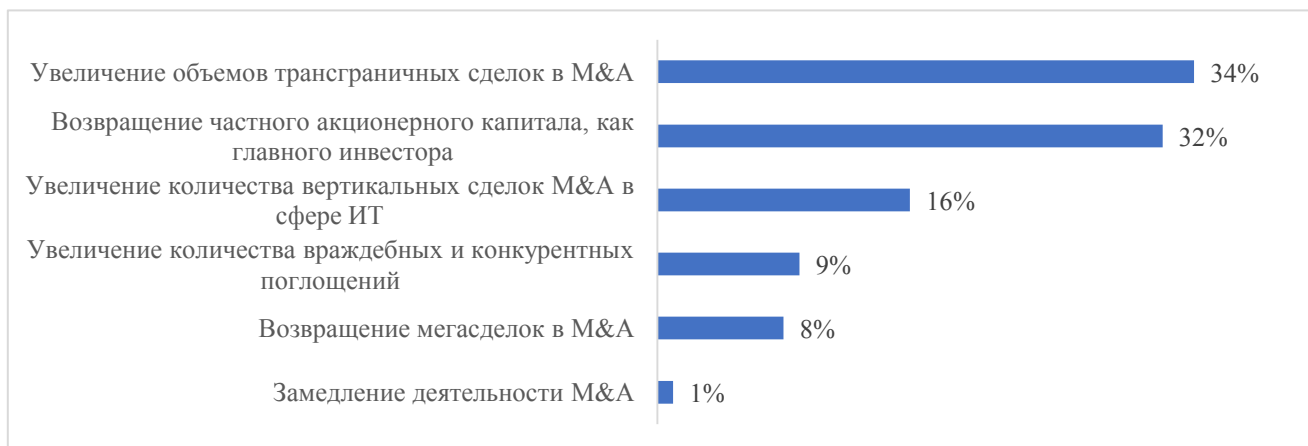


Рисунок 1.2 – Обзор ожидаемых тенденций в М&А в следующие 12 месяцев

Примечание – Источник: собственная разработка на основе [4]

Несмотря на опасения усиления протекционистских действий со стороны правительств, руководители ожидают, что трансграничные слияния и поглощения будут основной темой слияний и поглощений в ближайшие 12 месяцев.

Компании сталкиваются со сложными внутренними рынками и ценовым давлением, а работа на глобализованном рынке является необходимостью, поскольку технологии связывают компании с клиентами по всему миру, и планы роста больше не ориентированы на страны. Следовательно, понимание того, что движет слияниями и поглощениями в развивающихся странах, должно быть целью потенциального приобретателя компании из развитой страны.

Большинство опубликованных исследований описывают либо приобретения на развитых рынках, либо трансграничные приобретения, в которых по-прежнему участвует одна компания из развитой страны. Однако данное исследование будет сосредоточено на внутренних факторах внутри развивающейся страны, которые приводят как к трансграничным слияниям и поглощениям, так и к приобретениям в рамках одной развивающейся страны.

Данное исследование должно быть полезно различным институтам, задействованным в сфере М&А внутри развивающихся стран, а также планирующим инвестирование в них. Для компаний за пределами страны это должно помочь определить наилучшее время для инвестиций в компании, работающие на неразвитых рынках. Понимание движущих сил для роста приобретений также важно для компаний на развивающемся рынке, чтобы знать, когда лучше всего будет либо продать бизнес, либо наиболее эффективно объединиться с другим.

За исключением упомянутых выше факторов влияющих на слияния и поглощения, есть некоторые из них, которые особенно характерны для компаний на развивающихся рынках, особенно тех, которые участвуют в трансграничных приобретениях.

В последнее десятилетие компании из неразвитых стран в основном использовали приобретения для получения доступа к природным стратегическим ресурсам. Однако в последние несколько лет эти компании начали использовать слияния и поглощения, чтобы начать работать на новых рынках, например, компании из развитых стран.

Рост трансграничных сделок, в которых покупателем была компания с развивающегося рынка, ежегодно достигал двузначных цифр в период с 2000 по 2015 год. Исследование Дэвида Когмана и Патрика Ясловитцера (2015) [8] о трансграничных сделках показало, что стало основной причиной такой активности. Цели слияний и поглощений с участием зарубежных компаний на развивающихся рынках заключались в заполнении пробелов в возможностях, вызванных ограниченным доступом к технологиям, возможностям управления или другим нематериальным активам на их внутреннем рынке. Остальные слияния и поглощения, как правило, осуществляются для выхода на новые рынки, повышения эффективности или приобретения природных ресурсов.

Тем не менее, эта картина в настоящее время меняется. Развитие компаний с развивающихся рынков и глобализация привели к уменьшению количества сделок по поиску стратегических ресурсов и увеличению числа сделок по выходу на новые рынки. Примерами таких сделок, заключаемых компаниями развивающегося рынка, являются Latam Airlines Group, которая в 2012 году объединила свои чилийские LAN Airlines с TAM Airlines из Бразилии, а также филиппинская компания по производству продуктов питания и напитков San Miguel Corporation, которая приобрела австралийскую National Foods [7]. Общая тенденция заключается в том, что компании, ищущие рынок, обычно представляют розничную, оптовую или потребительскую промышленность.

Около двадцати процентов трансграничных сделок по слияниям и поглощениям компаний развивающихся рынков было потрачено на получение доступа к природным ресурсам. Тем не менее, исследования не показали прямого влияния нехватки природных ресурсов на объем сделок M&A для их приобретения. Этот тип приобретений включает в себя поглощение канадской горнодобывающей компании Inco бразильской металлургической и горнодобывающей компанией Vale в 2006 году, а также приобретение крупной нефтяной компании Удмуртнефть китайской нефтегазовой компанией Sinopec в том же году. Такие компании с формирующимся рынком обычно получают большую часть своих доходов от внутреннего рынка и превращаются в национальных гигантов. Зачастую добывающими природные ресурсы предприятиями являются государственные предприятия, такие как Sinopec или российский лидер рынка газа и нефти «Газпром» [7].

Самая редкая причина, по которой компании с формирующимся рынком могут приобретать зарубежные компании, заключается в повышении их эффективности. Основным фактором такой сделки может быть снижение затрат на

рабочую силу или специфическая государственная политика, связанная с импортными барьерами или инвестиционными стимулами, которые заставят компании-покупатели перенести производственные мощности на зарубежные рынки путем приобретения компаний, связанных с производством, за рубежом.

Незначительная, хотя и постоянно растущая доля приобретений связана с поглощением производственной компании с формирующимся рынком компанией с формирующимся рынком из другой страны, чтобы получить выгоду от более дешевой рабочей силы и других ресурсов в стране целевой компании. Яркими примерами таких сделок являются приобретение малайзийской Titan Chemical Corporation южнокорейской компанией Honam Petrochemical в 2010 году или приобретение сингапурской компанией Biosensors International Group китайской JW Medical Systems в 2011 году.

Согласно «Comprehensive guide to Mergers and Acquisitions» (2014) [38], ключами к достижению успеха являются: планирование интеграции, оценка синергии, процесс комплексной проверки, минимизация культурных проблем и улучшение коммуникации.

Поскольку трансграничные слияния и поглощения являются одним из основных направлений нашего исследования, культурная интеграция является важным элементом. Удивительно, но, согласно эмпирическим исследованиям (Chakrabarti, Gupta-Mukherjee and Jayaraman, 2009) [7], существует положительная корреляция между культурными различиями и результатами долгосрочных слияний и поглощений, характеризующими трансграничные сделки, более успешные, чем внутренние сделки. Чтобы получить такие результаты, компании должны решить две задачи:

- 1) Провести предварительный анализ существующих аналогий и различий, связанных с культурными проблемами, с целью планирования интеграционного проекта с учетом наиболее серьезных угроз во избежание будущих конфликтов.
- 2) Синергия культур после сделки, чтобы упростить сочетание культур и улучшить результаты деятельности компании за счет разнообразия.

Более того, чтобы извлечь выгоду из хороших результатов после слияния, Эпштейн (2004) описывает пять ключевых аспектов:

1. Разработка согласованной стратегии слияния до транзакции;
2. Создание сильной и диверсифицированной команды по интеграции, способной работать в сложных условиях и в условиях нехватки времени;

3. Частое и прозрачное общение с многочисленными заинтересованными сторонами как приобретаемых, так и приобретающих компаний, особенно с работниками;
4. Обновление плана из-за возможных изменений;
5. Постоянный контроль за процессом слияния и его результатами.

С одной стороны, при планировании трансграничных слияний и поглощений в развитых странах компаниям приходится сталкиваться с двумя различными юрисдикциями: гражданское право и правовые системы общего права. Малые или средние фирмы используют компанию с ограниченной ответственностью в целом, в то время как крупные компании выбирают акционерные компании, у которых есть более строгие процедуры, которым необходимо следовать перед началом своей деятельности.

С другой стороны, при планировании трансграничных слияний и поглощений в развивающихся странах покупатели должны обращать внимание на многие другие вопросы, такие как плохое корпоративное управление, чрезмерные регуляторные ограничения, слабые институциональные системы, неопределенная налоговая политика, политическая нестабильность, коррупция и частота нарушений договорных положений. Процесс “due diligence” становится очень важным, и компании должны включать финансовые опционы в продажу и определять заранее определенные обстоятельства для совершения сделки [25].

1.2 Особенности активности в сфере М&А в развивающихся странах на примере стран БРИКС

На БРИКС (Бразилия, Россия, Индия, Китай и ЮАР) приходится около 60% от общей стоимости сделок М&А в развивающихся странах. Страны БРИКС можно охарактеризовать как наиболее динамично развивающиеся страны, и, соответственно, обладающие наибольшим потенциалом из всех развивающихся стран в данный момент. Динамику роста экономик стран БРИКС проще всего отследить по годовому темпу роста ВВП, который указан в таблице 1.1.

Таблица 1.1 - Годовой процент роста ВВП БРИКС (2014-2019 гг.)

Страна/Год	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Бразилия	0,30%	1,39%	2,23%	2,69%	2,92%	3,05%
Китай	7,38%	7,09%	6,84%	6,63%	6,42%	6,33%
Индия	5,63%	6,35%	6,46%	6,63%	6,71%	6,72%
Россия	0,24%	0,51%	1,50%	1,80%	2,00%	2,00%
ЮАР	1,48%	2,30%	2,80%	2,69%	2,70%	2,71%

Примечание – Источник: собственная разработка на основании [12].

Согласно исследованию Paria Canestri (2014) [5], следующие факторы объясняют мотивацию компаний инвестировать в БРИКС:

- Они имеют самый высокий потенциал роста во всем мире, как показано в таблице выше.
- Данные страны снимают протекционистские меры экономик и торговые барьеры и открывают доступ для иностранных инвестиций.
- Энергия и природные ресурсы доступны. Эти страны являются не только выгодными местами для организации процессов делокализации благодаря дешевым затратам на рабочую силу, но также привлекательными конечными рынками всей цепочки создания стоимости, поскольку средний класс расширяется.
- Наконец, они инвестировали в исследования для технологического прогресса и улучшения корпоративного управления.

Тем не менее, существует много угроз для многонациональных компаний при проведении слияний и поглощений в БРИКС. Одной из проблем, с которыми сталкиваются фирмы из развитых стран, являются институциональные пробелы, в том числе отсутствие специализированных посредников, эффективных систем регулирования и механизмов обеспечения соблюдения контрактов. Многонациональные компании часто используют анализ портфеля стран для оценки потенциала и размера роста рынка, а также политической и экономической стабильности и рисков.

Однако потенциальному инвестору необходимо быть максимально предусмотрительным и обращать внимание на некоторые ключевые характеристики развивающихся рынков.

Когда внутренний и целевой рынки не имеют сходных характеристик, компании должны сопоставить институциональный контекст отдельных рынков в соответствии с пятью элементами [27]:

- 1) Политическая и социальная система: необходимо определить центр власти страны, оценить независимость органов управления, связи между законодательной, исполнительной и судебной системами, роль бюрократии, частота политических выборов, оценить политику, направленную на экономическую систему и степень коррупции.
- 2) Открытость для торговли и иностранных инвестиций.
- 3) Рынок продукта: определить глобальный сегмент (клиенты, которые желают и могут позволить себе такие же продукты, которые доступны в развитых странах), глобально-локальный сегмент (клиенты, желающие получить качественные продукты, но с более дешевой ценой, локальный сегмент (клиенты, желающие получить местные продукты качества и цены) и людей, которые могут позволить себе наименее дорогие продукты.
- 4) Рынок труда: выбор менеджеров и работников.
- 5) Рынок капитала: финансовые ограничения относительно местного долга и наличия собственного капитала.

Кроме того, исследование Uslu, Aydoğar и Ketenci [37], в котором был проведён анализ изменений в отношениях между ростом, финансовым развитием и открытостью торговли в группах развивающихся стран с учетом наличия структурных изменений даёт интересный результат.

Согласно исследованию, на развивающихся рынках экономический рост тесно связан с финансовым развитием и открытостью торговли только в странах, которые не подвержены структурным изменениям. Их результаты показали, что есть две разные группы развивающихся стран по этим характеристикам. Первая группа состоит из Эстонии, Мексики и Южной Африки, где не было обнаружено доказательств наличия структурных сдвигов. Второй со странами, переживающими структурные изменения, включает Аргентину, Бразилию, Болгарию, Чили, Венгрию, Индию, Индонезию, Филиппины, Польшу, Таиланд, Турцию и Украину.

Таким образом, компании недостаточно ориентироваться на страны с высокими темпами экономического роста. Этот показатель на самом деле может вводить в заблуждение, поскольку существуют страны с высокими темпами экономического роста, но которые не являются финансово развитыми на систематической основе, когда открыта торговля.

Кроме того, следующая таблица дает представление о различных характеристиках в рамках БРИКС.

Таблица 1.2 - Составные индексы БРИКС

	Бразилия	Россия	Индия	Китай	ЮАР
Индекс глобальной конкурентоспособности (место в рейтинге из 148 стран)	56	64	60	29	53
Показатели управления, %					
Право голоса и достоверность данных по голосованию на государственные должности	58,8%	19,0%	61,1%	5,2%	65,4%
Политическая стабильность	37,0%	22,3%	12,3%	27,0%	44,1%
Эффективность государственного управления	51,2%	43,1%	47,4%	54,1%	66,5%
Качество нормативной базы	54,6%	37,3%	34,0%	42,6%	64,1%
Верховенство закона	52,1%	24,6%	52,6%	39,8%	57,8%
Контроль за коррупцией	55,0%	16,8%	35,9%	46,9%	54,6%
Индекс восприятия коррупции (место в рейтинге из 177 стран)	72	127	94	80	72
Вес в индексе развивающихся рынков, %	10,3%	4,7%	7,1%	19,3%	7,4%

Примечание – Источник: собственная разработка на основании [12].

Даже если рынки капитала в БРИКС имеют общие характеристики, они также различаются внутри страны. Например, Бразилия и Индия получают выгоду от развитой местной банковской системы, предоставляющей средства для внутренних и иностранных инвесторов. С другой стороны, многонациональным корпорациям трудно привлекать капитал в Китае из-за конкуренции с государственными компаниями, которые получают выгоду от финансирования банков государственного сектора и управляются центральным правительством. Кроме того, в Китае стандарты финансовой отчетности имеют меньшую степень корпоративной прозрачности.

Таким образом, иностранные компании должны оценить общий институциональный контекст, определить критические характеристики для достижения успеха в конкретном месте и возможные угрозы и, наконец, выбрать наиболее привлекательный рынок, на котором они могут извлечь выгоду и извлечь выгоду из своего конкурентного преимущества.

При выходе на рынки стран БРИКС компаниям необходимо выбирать свою стратегию из трех различных вариантов [32].

Первый — это стратегия адаптации путем адаптации их бизнес-модели к профилю конкретной страны при сохранении их ценностного предложения без изменений. В этом случае, думая глобально и действуя локально, фирмы сохраняют свои конкурентные преимущества, глобальный брендинг и репутацию и в то же время соответствуют конкретному институциональному контексту.

Вторая стратегия относится к трансформации, цель которой состоит в том, чтобы внести фундаментальные изменения, которые изменяют форму продукта, рынка труда и капитала. Это часто приводит к новым возможностям развития и роста, особенно в области технологий, повышению стандартов качества, устранению определенных производственных пробелов и побуждает развивающиеся страны реализовывать свой потенциал и привлекать новые инвестиции, поскольку в нем присутствуют глобальные и опытные посредники.

Третий вариант — это стратегия «держаться подальше», которая выбирается, когда транснациональные корпорации не могут ни адаптировать, ни трансформировать институциональный контекст, и когда затраты на выход на новые рынки превышают выгоды от инвестиций в это целевое местоположение.

Корпорации не могут использовать одну и ту же стратегию во всех странах БРИКС или других развивающихся странах. Однако они могут воспользоваться преимуществами синергии, действуя по-разному на каждом рынке и в то же время устанавливая связи между ними.

Количество трансграничных операций по слияниям и поглощениям растет. Действительно, Bloomberg Law сообщил, что в сентябре 2017 года было заключено 5041 трансграничных сделок, о которых было объявлено публично, либо стало известно после транзакции [31]. Сообщается, что суммарная стоимость этих сделок была более 1,17 триллиона долларов. Эта сумма превысила общую стоимость трансграничных сделок с 2008 по 2013 год.

Деятельность по слияниям и поглощениям позволяет компаниям расширяться на новые рынки, получать доступ к природным ресурсам, различным рискам, повышать свою эффективность или создавать синергию.

Компании из развивающихся стран все чаще становятся одной из сторон в слиянии или поглощении. Обладая высоким потенциалом роста и привлекательными характеристиками для иностранных инвесторов и компаний (высокие темпы экономического роста, дешевые затраты на рабочую силу, например, рост среднего класса), они предоставляют отличные возможности для фирм, которые страдают от жесткой конкуренции и стагнации уровня экономической активности.

Однако слияние или поглощение компании в развивающейся стране не просто совершить. На самом деле развивающиеся страны могут иметь совершенно различные экономические характеристики и различаться во многих секторах, таких как правовое поле, политическая стабильность, борьба с коррупцией, эффективность правительства. Также такие элементы, как стабильность обменного курса, могут стать важной проблемой. Таким образом, факторы роста активности в сфере слияний и поглощений на развивающихся рынках различны от страны к стране и для успешной активности инвестору необходимо знать, на что обращать внимание.

Из вышесказанного в данной главе можно сделать следующие выводы.

Слияния и поглощения (M&A) — это сделки, в которых права собственности на компании, другие коммерческие организации или их операционные подразделения передаются или объединяются с другими организациями.

С юридической точки зрения, слияние — это юридическое объединение двух компаний в одну, тогда как приобретение происходит, когда одна компания приобретает право собственности на акции, доли или активы другой компании. С коммерческой и экономической точек зрения оба типа операций обычно приводят к консолидации активов и обязательств в рамках одной организации, и различие между «слиянием» и «приобретением» менее четко.

Следующие мотивы рассматриваются для улучшения финансовых показателей или снижения риска:

- Экономия от масштаба;
- Экономия объема;
- Увеличение выручки или доли рынка;
- Перекрестные продажи;
- Синергия;
- Налогообложение: прибыльная компания может купить убыточную, чтобы использовать потери цели в качестве своего преимущества, уменьшая свои налоговые обязательства;
- Географическая или иная диверсификация;
- Передача ресурсов;
- Вертикальная интеграция;
- Наем: некоторые компании используют приобретения как альтернативу обычному процессу найма;
- Доступ к скрытым или неработающим активам (земля, недвижимость);
- Приобретение инновационной интеллектуальной собственности;

Существуют следующие типы слияний и поглощений в зависимости от типа компаний:

- Горизонтальное слияние: обычно происходит между двумя компаниями в одном секторе бизнеса;
- Вертикальное слияние: представляет собой покупку поставщика бизнеса;
- Конгломерат слияний и поглощений: в рамках которого происходит слияние двух компаний, работающих на разных рынках.

Слияния и поглощения по их итогу делятся на:

- Уставное слияние — это слияние, в котором приобретающая компания выживает, а целевая компания распадается;
- Консолидированное слияние — это слияние, при котором совершенно новая юридическая компания создается путем объединения приобретающей и целевой компании.

Существует сильная корреляция между активностью в М&А и неопределенностью. Чем выше неопределенность, тем меньше активности в сфере слияний и поглощений.

Существуют следующие экзогенные факторы, влияющие на активность в сфере слияний и поглощений.

1. Хедж-фонды: оказывают давление на некоторые компании, используя свои полномочия, чтобы выставить их на продажу, что усиливает активность в сфере слияний и поглощений
2. Антимонопольные органы могут использовать конкурентную политику, которая может способствовать, замедлять или даже запрещать слияния.
3. Стабильность курса обмена валют;
4. Дерегулирование отдельных отраслей;
5. В некоторых случаях профсоюзы могут влиять на потенциальное слияние;
6. Доступность фондовых и долговых рынков является основным фактором, особенно в неразвитых странах.

Цели слияний и поглощений с участием заграничных компаний на развивающихся рынках заключались в заполнении пробелов в возможностях, вызванных ограниченным доступом к технологиям, возможностям управления или другим нематериальным активам на их внутреннем рынке. Остальные слияния и поглощения, как правило, осуществляются для выхода на новые рынки, повышения эффективности или приобретения природных ресурсов.

Существует положительная корреляция между культурными различиями и результатами долгосрочных слияний и поглощений, характеризующими трансграничные сделки, более успешные, чем внутренние сделки. Чтобы получить такие результаты, компании должны решить две задачи:

- Провести предварительный анализ существующих аналогий и различий, связанных с культурными проблемами, с целью планирования интеграционного проекта с учетом наиболее серьезных угроз во избежание будущих конфликтов.
- Обеспечить синергию культур после сделки, чтобы упростить сочетание культур и улучшить результаты деятельности компании за счет разнообразия.

Более того, чтобы извлечь выгоду из хороших результатов после слияния, Эпштейн (2004) описывает пять ключевых аспектов:

1. Разработка согласованной стратегии слияния до транзакции;
2. Создание сильной и диверсифицированной команды по интеграции, способной работать в сложных условиях и в условиях нехватки времени;

3. Частое и прозрачное общение с многочисленными заинтересованными сторонами как приобретаемых, так и приобретающих компаний, особенно с работниками;
4. Обновление плана из-за возможных изменений;
5. Постоянный контроль за процессом слияния и его результатами.

Когда внутренний и целевой рынки не имеют сходных характеристик, компании должны сопоставить институциональный контекст отдельных рынков в соответствии с пятью элементами:

1. Политическая и социальная система: необходимо определить центр власти страны, оценить независимость органов управления, связи между законодательной, исполнительной и судебной системами, роль бюрократии, частота политических выборов, оценить политику, направленную на экономическую систему и степень коррупции.
2. Открытость для торговли и иностранных инвестиций.
3. Рынок продукта: определить глобальный сегмент (клиенты, которые желают и могут позволить себе такие же продукты, которые доступны в развитых странах), глобально-локальный сегмент (клиенты, желающие получить качественные продукты, но с более дешевой ценой, локальный сегмент (клиенты, желающие получить местные продукты качества и цены) и людей, которые могут позволить себе наименее дорогие продукты.
4. Рынок труда: выбор менеджеров и работников.
5. Рынок капитала: финансовые ограничения относительно местного долга и наличия собственного капитала.

Компании, заинтересованные в выходе на рынки стран БРИКС зачастую используют такие стратегии как адаптация своей бизнес-модели к специфике данной страны, трансформация своей бизнес-модели, либо выбирают пассивную стратегию, если потенциальный доход от выхода на рынок ниже потенциальных затрат.

ГЛАВА 2 СОЗДАНИЕ МОДЕЛИ ЛИНЕЙНОЙ РЕГРЕССИИ И ЕЕ АНАЛИЗ

2.1 Данные, использованные при построении модели, и ожидаемые зависимости

Для определения того, какие драйверы влияют на увеличение активности в сфере слияний и поглощений в развивающихся странах было решено собрать данные и построить модель линейной регрессии. В качестве зависимой переменной было выбрано количество сделок о слияниях и поглощениях за год.

Как альтернатива для данной переменной рассматривался объем сделок в М&А в денежном выражении за год. Однако, объем сделок может не отражать реальной картины на рынке, так как может быть скомпрометирован одной, либо несколькими сделками, чрезвычайно крупного размера. Соответственно, количество сделок является более подходящей зависимой переменной для модели.

Список стран, по которым были собраны данные включал в себя 15 развивающихся стран из различных частей мира для того, чтобы получить наиболее универсальную и точную модель для прогнозирования. Список включал в себя следующие страны: Аргентина, Бразилия, Чили, Китай, Колумбия, Индия, Индонезия, Мексика, Нигерия, Филиппины, Россия, Южная Африка, Таиланд, Турция и Вьетнам. Все данные собирались 6-и летний интервал с 2012 по 2017 годы. Данные по количеству слияний и поглощений были собраны с веб-сайта The Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances [28].

В качестве независимых переменных были использованы девять показателей и индексов, которые потенциально могли бы напрямую или косвенно повлиять на активность в М&А. Данные по независимым переменным были собраны с веб-сайта Всемирного Банка.

Первая независимая переменная, которая была использована – рост ВВП на душу населения: ежегодный темп роста ВВП на душу населения в постоянной валюте [20]. Расчеты темпа роста ВВП на душу населения были основаны на данных в долларах США 2010 года. ВВП на душу населения рассчитан, как валовой внутренний продукт, поделенный на среднегодовое население страны. Данный фактор был выбран в качестве независимой переменной, т.к. он показывает общее направление, в котором движется рынок страны. Рост ВВП на душу населения свидетельствует о том, что компании в данной стране в целом увеличивают объем произведенной продукции и услуг, что ведет к увеличению

благополучия, и как следствие к развитию компаний и созданию новых инновационных компаний. Следовательно, для потенциальных инвесторов появляется больше целей для приобретения, что должно приводить к росту количества сделок в M&A.

В качестве второй независимой переменной был использован экспорт, как процент от ВВП [16]. Экспорт товаров и услуг представляет собой стоимость всех товаров и иных услуг рынка, предоставленных остальной части мира. Он включает в себя стоимость товаров, грузов, страхования, транспорта, роялти, лицензионных взносов и других услуг, таких как коммуникация, строительство, финансовые услуги, информационные услуги и т.д. В объем экспорта не включаются компенсации сотрудникам, доход от инвестиций и трансфертные платежи. Я полагаю, что больший процент экспорта от ВВП показывает, что страна имеет большее количество предприятий, обладающих эксклюзивными ресурсами, импорте которых заинтересованы другие страны, и, соответственно, большее количество компаний в данной стране будет рассматриваться в качестве объекта для поглощения либо слияния.

Третьим фактором, который был использован, была инфляция. Для расчета инфляции используется метод дефлятора ВВП. Дефлятор ВВП – отношение ВВП в текущей местной валюте к ВВП в постоянной местной валюте [25]. При построении модели линейной регрессии ожидалась обратная связь между инфляцией и количеством сделок о слияниях и поглощениях, так как высокая инфляция свидетельствует о меньшей экономической стабильности в стране и большей неопределенности и рисках, которые отпугивают потенциальных инвесторов.

Следующая независимая переменная – индекс раскрытия деловой информации (0 = наименьшая степень раскрытия, 10 = наибольшая степень раскрытия) [3]. Индекс раскрытия деловой информации показывает, насколько легко для потенциального инвестора на рынке данной страны найти интересующую финансовую и иную информацию об объекте для инвестиций. Соответственно, более легкий доступ к информации потенциально должен привести к большему количеству сделок.

Пятой независимой переменной являлся индекс легкости ведения бизнеса. Индекс может принимать значение от 1 до 190, где 1 является лучшим [14]. Высокое место свидетельствует о том, что законодательная база и регуляторы в стране способствуют легкому и эффективному ведению бизнеса. Индекс базируется на десяти внутренних индикаторах. По каждому индикатору стране

выставляется оценка и затем находится среднее значение среди всех индикаторов. Более легкое ведение бизнеса стимулирует появление новых компаний и эффективное развитие компаний, которые уже оперируют на рынке. Легкость ведения бизнеса может стать положительным знаком для инвесторов и должна позитивно коррелировать с количеством сделок в M&A.

Шестым фактором роста активности в сфере слияний и поглощений, который был выбран, стала доля высокотехнологичного экспорта в общем объеме экспорта [23]. Высокотехнологический экспорт – экспорт продуктов с высокими затратами на изучение и разработку, таких как в космической сфере, компьютерной технике, фармацевтике и т.п. В последнее время компании, которые работают в сфере высоких технологий, были наиболее прибыльными для инвесторов. Такие компании, как Google, Amazon, Apple и другие за последние десятилетия увеличили свою рыночную капитализацию в сотни раз, и на данный момент эта тенденция продолжается. В современном мире технологии развиваются стремительно и крупные высокотехнологичные компании, являющиеся лидерами на своих рынках, чтобы остаться лидерами, приобретают большое количество стартапов с высоким потенциалом к синергии. Следовательно, большая доля высокотехнологичного экспорта свидетельствует о большом количестве уникальных высокотехнологичных компаний, которые могут заинтересовать лидеров их рынка как объект для поглощения.

Следующая независимая переменная – рыночная капитализация отечественных компаний в долларах США [29]. Рыночная капитализация отечественных компаний высчитывается как произведение текущей стоимости акций и количества акций в обращении для данных компаний. Инвестиционные фонды, трастовые подразделения и компании, чьи бизнес цели – владение акциями других котируемых компаний, были исключены из расчета. Данные собираются на конец соответствующего года и переведены в доллары США по курсам валют на конец года. Данная переменная показывает ценность всех компаний, зарегистрированных в данной стране. Увеличение рыночной капитализации должно быть знаком потенциальному инвестору, что ему следует обратить внимание на компании, которые работают в сферах, интересующих данного инвестора. Тем не менее, этот фактор может быть сильно завышен при наличии нескольких отечественных компаний с очень большой рыночной стоимостью.

Восьмым рассмотренным драйвером является количество зарегистрированных новых организаций в календарного года. Большее количество

новых компаний увеличивает вероятность, что на рынке появится успешная компания с уникальной идеей, либо технологией, которая станет объектом для поглощения для компаний, работающих в той же сфере.

Последним рассмотренным фактором, был показатель налоговой нагрузки, в проценте от дохода [33]. К рассмотренным налогам относятся подоходные налоги, налог на прибыль, налог на прирост капитала, которыми облагаются доходы физических лиц, прибыль корпораций и компаний, прирост капитала, земля, ценные бумаги и другие активы. Внутригосударственные платежи исключены из расчета. Чем меньше налоговая нагрузка в стране, тем больше прибыль после уплаты налогов, соответственно дополнительная нераспределенная прибыль может быть использована для выплат дивидендов, либо для инвестиций. Более низкие налоги в стране будут привлекать иностранные компании, так как после приобретения отечественной компании, они смогут получить преимущество от более дружественного налогового законодательства. Кроме того, низкие налоги и большая прибыль после уплаты налогов означает наличие капитала, который можно инвестировать в другие компании, что приведет к увеличению активности в сфере M&A на рынке.

2.2 Построение модели линейной регрессии и полученные результаты

Как было отмечено ранее, для того чтобы выяснить какие факторы влияют на количество сделок по слиянию и поглощению, была построена модель линейной регрессии. Для удобства, далее в работе будут использованы следующие сокращения для переменных: количество сделок в M&A (QuantityMA), рост ВВП на душу населения (GDPperCapGrowth), экспорт в проценте от ВВП (ExpGDP), инфляция (Inflation), индекс раскрытия деловой информации (BusDisclosure), индекс легкости ведения бизнеса (EaseBus), высокотехнологичный экспорт в проценте от ВВП (HighTechExpTTL), рыночная капитализация отечественных компаний (MKTCapDomComp), количество зарегистрированных новых организация (NewBus), налоговая нагрузка (Tax).

Для первоначальной модели были использованы все независимые переменные. Уравнение для модели линейной регрессии:

$$\text{QuantityMA} = B_0 + B_1 * \text{GDPperCapGrowth} + B_2 * \text{ExpGDP} + B_3 * \text{Inflation} + B_4 * \text{BusDisclosure} + \quad (2.1)$$

$$+B_5*EaseBus + B_6*HighTechExpTTL + \\ B_7*MKTCapDomComp + B_8*NewBus + B_9*Tax$$

где B_n – коэффициенты при независимых переменных.

Первоначальная линейная регрессия описана в таблице 2.1.

Таблица 2.1 – Первоначальная модель линейной регрессии

Residuals:

Min	1Q	Median	3Q	Max
-704.72	-189.04	13.49	183.60	773.27

Coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	2.303e+02	3.631e+02	0.634	0.52772
GDPperCapGrowth	1.756e+01	1.600e+01	1.097	0.27582
ExpGDP	2.514e+00	1.996e+00	1.260	0.21144
Inflation	1.600e+01	5.899e+00	2.713	0.00817 **
BusDisclosure	-1.882e+01	2.860e+01	-0.658	0.51237
EaseBus	-3.630e+00	1.820e+00	-1.994	0.04951 *
HightechExpTTL	1.402e+01	4.116e+00	3.406	0.00103 **
MKTCapDomComp	9.715e-10	2.814e-11	34.522	< 2e-16 ***
NewBus	2.149e-03	3.974e-04	5.407	6.46e-07 ***
Tax	-1.511e+01	2.598e+00	-5.819	1.17e-07 ***

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 319 on 80 degrees of freedom

Multiple R-squared: 0.9657, Adjusted R-squared: 0.9619

F-statistic: 250.5 on 9 and 80 DF, p-value: < 2.2e-16

Примечание – Источник: собственная разработка

В соответствии с данной моделью, шесть независимых переменных оказались значимыми при 95% доверительном интервале. Р-значения описанные в последней колонке для переменных Inflation, EaseBus, HightechExpTTL, MKTCapDomComp, NewBus, Tax ниже порога в 5%, что делает данные переменные статистически значимыми.

Р-значение F-статистики меньше 0,05 (2,2e-16), что означает низкую вероятность того, что все коэффициенты в данной модели будут равны нулю, соответственно нулевая гипотеза отвергается. R-квадрат равен 96,2%, что означает, что 96,2% результатов зависимой переменной могут быть объяснены независимыми переменными.

Уравнение, которое описывает данную модель линейной регрессии:

$$QuantityMA = 230.3 + 17.56*GDPperCapGrowth + \quad (2.2)$$

$$2.514 * \text{ExpGDP} + 16 * \text{Inflation} - 18.82 * \text{BusDisclosure} \\ - 3.63 * \text{EaseBus} + 14.02 * \text{HighTechExpTTL} \\ + 9.715e-10 * \text{MKTCapDomComp} + 0.002149 * \text{NewBus} - 15.11 * \text{Tax}.$$

Тем не менее, данная модель имела три статистически незначимые переменные, так что было решено исключить их из модели, чтобы получить более качественную модель.

Для построения второй модели, переменная GDPperCapGrowth была исключена. Результаты второй модели описаны в таблице 2.2.

Таблица 2.2 – Вторая модель линейной регрессии

```
Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-759.06 -179.23   27.55  178.37  806.13

Coefficients:
              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)  2.845e+02  3.601e+02   0.790  0.431844
ExpGDP       2.909e+00  1.966e+00   1.480  0.142808
Inflation    1.369e+01  5.516e+00   2.482  0.015145 *
BusDisclosure -1.883e+01  2.864e+01  -0.658  0.512627
EaseBus      -3.732e+00  1.820e+00  -2.051  0.043543 *
HightechExpTTL 1.438e+01  4.109e+00   3.501  0.000758 ***
MKTCapDomComp  9.803e-10  2.700e-11  36.303 < 2e-16 ***
NewBus       2.018e-03  3.795e-04   5.317  9.13e-07 ***
Tax          -1.515e+01  2.601e+00  -5.827  1.10e-07 ***
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 319.4 on 81 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.9652,    Adjusted R-squared:  0.9618
F-statistic: 280.9 on 8 and 81 DF,  p-value: < 2.2e-16
```

Примечание – Источник: собственная разработка

В данной модели все переменные, которые были значимыми в первоначальной модели, остались значимыми. Тем не менее, R-квадрат ниже, чем в первой модели и соответственно объясняет меньшую долю результатов. Соответственно, качество второй модели ниже, чем первоначальной.

В третьем варианте модели линейной регрессии была исключена переменная ExpGDP. Результаты третьей модели показаны в таблице 2.3.

Таблица 2.3 – Третья модель линейной регрессии

Residuals:

Min	1Q	Median	3Q	Max
-687.28	-173.35	-13.38	184.06	761.81

Coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	4.084e+02	3.356e+02	1.217	0.227216
GDPperCapGrowth	2.119e+01	1.580e+01	1.341	0.183534
Inflation	1.570e+01	5.915e+00	2.654	0.009574 **
BusDisclosure	-2.416e+01	2.839e+01	-0.851	0.397249
EaseBus	-4.477e+00	1.697e+00	-2.638	0.009989 **
HightechExpTTL	1.425e+01	4.128e+00	3.451	0.000889 ***
MKTCapDomComp	9.658e-10	2.787e-11	34.650	< 2e-16 ***
NewBus	2.061e-03	3.927e-04	5.249	1.20e-06 ***
Tax	-1.492e+01	2.602e+00	-5.734	1.63e-07 ***

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 320.2 on 81 degrees of freedom
Multiple R-squared: 0.9651, Adjusted R-squared: 0.9616
F-statistic: 279.6 on 8 and 81 DF, p-value: < 2.2e-16

Примечание – Источник: собственная разработка

Как и в случае со второй моделью, третья модель характеризуется более низким значением R-квадрат и имеет худшее качество, чем первоначальная модель.

Четвертая модель, которая была построена путем исключения переменной BusDisclosure из первоначальной модели оказалась наиболее качественной из всех протестированных моделей. Результаты четвертой модели показаны в таблице 2.4.

Таблица 2.4 – Четвертая модель линейной регрессии

Residuals:

Min	1Q	Median	3Q	Max
-703.21	-172.78	12.19	164.87	753.33

Coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	1.572e+01	1.592e+02	0.099	0.92158
GDPperCapGrowth	1.756e+01	1.595e+01	1.101	0.27400
ExpGDP	2.709e+00	1.967e+00	1.377	0.17226
Inflation	1.531e+01	5.784e+00	2.647	0.00975 **
EaseBus	-2.749e+00	1.229e+00	-2.237	0.02807 *
HightechExpTTL	1.567e+01	3.256e+00	4.813	6.79e-06 ***
MKTCapDomComp	9.620e-10	2.407e-11	39.965	< 2e-16 ***
NewBus	2.265e-03	3.547e-04	6.385	1.01e-08 ***
Tax	-1.582e+01	2.361e+00	-6.698	2.56e-09 ***

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 317.9 on 81 degrees of freedom
Multiple R-squared: 0.9655, Adjusted R-squared: 0.9621
F-statistic: 283.7 on 8 and 81 DF, p-value: < 2.2e-16

Примечание – Источник: собственная разработка

Как видно из таблицы 2.4, R-квадрат данной модели выше, чем в первоначальной. Более того, р-значения независимых переменных выше, чем в первоначальной модели, что означает, что независимые переменные более значимы.

Модели, из которых были исключены более одной независимой статистически незначимой переменной показали меньшее значение R-квадрат и большие Р-значения, что означает более низкое качество.

Более того, чтобы проверить качество данной модели был проведен VIF тест на мультиколлинеарность. Результаты VIF теста показаны в таблице 2.5.

Таблица 2.5 – VIF тест четвертой модели линейной регрессии

GDPperCapGrowth	ExpGDP	Inflation	EaseBus	HightechExpTTL	MKTCapDomComp
1.76	1.47	1.49	1.50	1.45	1.32
NewBus	Tax				
1.300746	1.347329				

Примечание – Источник: собственная разработка

Так как VIF тест показал значение VIF меньше 5 для всех независимых переменных, можно утверждать об отсутствии мультиколлинеарности.

Данная модель может быть описана уравнением:

$$\begin{aligned} \text{QuantityMA} = & 15.72 + 17.56 * \text{GDPperCapGrowth} \\ & + 2.709 * \text{ExpGDP} + 15.31 * \text{Inflation} - 2.749 * \text{EaseBus} \\ & + 15.67 * \text{HighTechExpTTL} + 9.620\text{e-}10 * \text{MKTCapDomComp} \\ & + 0.002265 * \text{NewBus} - 15.82 * \text{Tax}. \end{aligned} \quad (2.3)$$

Исходя из полученных результатов модели можно сделать следующие выводы о зависимости количества сделок по слиянию и поглощению от независимых переменных:

1. Существует прямая зависимость от роста ВВП на душу населения, экспорта в % от ВВП, инфляции, доли высокотехнологичного экспорта,

рыночной капитализации отечественных компаний, количества зарегистрированных новых предприятий.

2. Существует обратная зависимость от индекса легкости ведения бизнеса (прямая зависимость от легкости, так как индекс показывает место в списке) и от налоговой нагрузки.

По результатам данной главы можно сделать ряд выводов.

Список стран, по которым были собраны данные включал в себя 15 развивающихся стран из различных частей мира для того, чтобы получить наиболее универсальную и точную модель для прогнозирования. Список включал в себя следующие страны: Аргентина, Бразилия, Чили, Китай, Колумбия, Индия, Индонезия, Мексика, Нигерия, Филиппины, Россия, Южная Африка, Таиланд, Турция и Вьетнам. Все данные собирались 6-и летний интервал с 2012 по 2017 годы.

В качестве эндогенной переменной было использовано количество сделок в M&A (QuantityMA).

В качестве экзогенных переменных были использованы: рост ВВП на душу населения (GDPperCapGrowth), экспорт в проценте от ВВП (ExpGDP), инфляция (Inflation), индекс раскрытия деловой информации (BusDisclosure), индекс легкости ведения бизнеса (EaseBus), высокотехнологичный экспорт в проценте от ВВП (HighTechExpTTL), рыночная капитализация отечественных компаний (MKTCapDomComp), количество зарегистрированных новых организация (NewBus), налоговая нагрузка (Tax).

Модель, обладающая наивысшим качеством из всех рассмотренных и, соответственно, лучше всего описывающая факторы роста количество сделок в M&A описывается следующим уравнением: $QuantityMA = 15.72 + 17.56 * GDPperCapGrowth + 2.709 * ExpGDP + 15.31 * Inflation - 2.749 * EaseBus + 15.67 * HighTechExpTTL + 9.620e-10 * MKTCapDomComp + 0.002265 * NewBus - 15.82 * Tax$.

По результатам данной модели существует прямая зависимость от роста ВВП на душу населения, экспорта в % от ВВП, инфляции, доли высокотехнологичного экспорта, рыночной капитализации отечественных компаний, количества зарегистрированных новых предприятий.

Также существует обратная зависимость от индекса легкости ведения бизнеса и от налоговой нагрузки.

ГЛАВА 3 АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ ФАКТОРОВ, ИСПОЛЬЗОВАННЫХ В МОДЕЛИ, НА РОСТ АКТИВНОСТИ В СФЕРЕ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

3.1 Статистически незначимые переменные

Для того, чтобы спрогнозировать возможный рост активности в сфере слияний и поглощений с помощью модели линейной регрессии, полученной ранее, необходимо проанализировать использованные факторы на значимость. Результаты полученной модели свидетельствуют о том, что такие независимые переменные, как объем экспорта (в % от ВВП), рост ВВП на душу населения, а также индекс раскрытия деловой информации не являются статистически значимыми

Большой объем экспорта в процентах от ВВП, по общему признанию, является универсальным показателем производственных показателей страны и показывает, что страна обладает промышленностью, технологиями, либо услугами, на которые есть спрос со стороны других стран.

Однако эта переменная не является существенной в соответствии с нашей моделью, то есть эта переменная не коррелирует с объемом слияний и поглощений. Многие страны, особенно развивающиеся, получают выгоду от высокого уровня экспорта, но только благодаря производственным показателям определенной отрасли или определенного товара, соответственно и объем сделок в М&А в таких странах зачастую не будет коррелировать с объемом экспорта.

Согласно UNCTAD (Конференция Организации Объединенных Наций по торговле и развитию), страна определяется как зависимая от сырьевых товаров, когда на ее долю приходится более 60% ее общего экспорта товаров в стоимостном выражении [30].

В 2014–2015 годах девяносто одна развивающаяся страна считалась зависимой от сырьевых товаров, по сравнению с 82 в 2000–2010 годах. В процентном отношении к общему числу развивающихся стран, представленных в докладе, почти 68% из них считаются зависимыми от сырьевых товаров развивающимися странами (CDDC) [27]. Степень зависимости развивающихся стран от сырьевых товаров рассмотрена на рисунке 3.1.

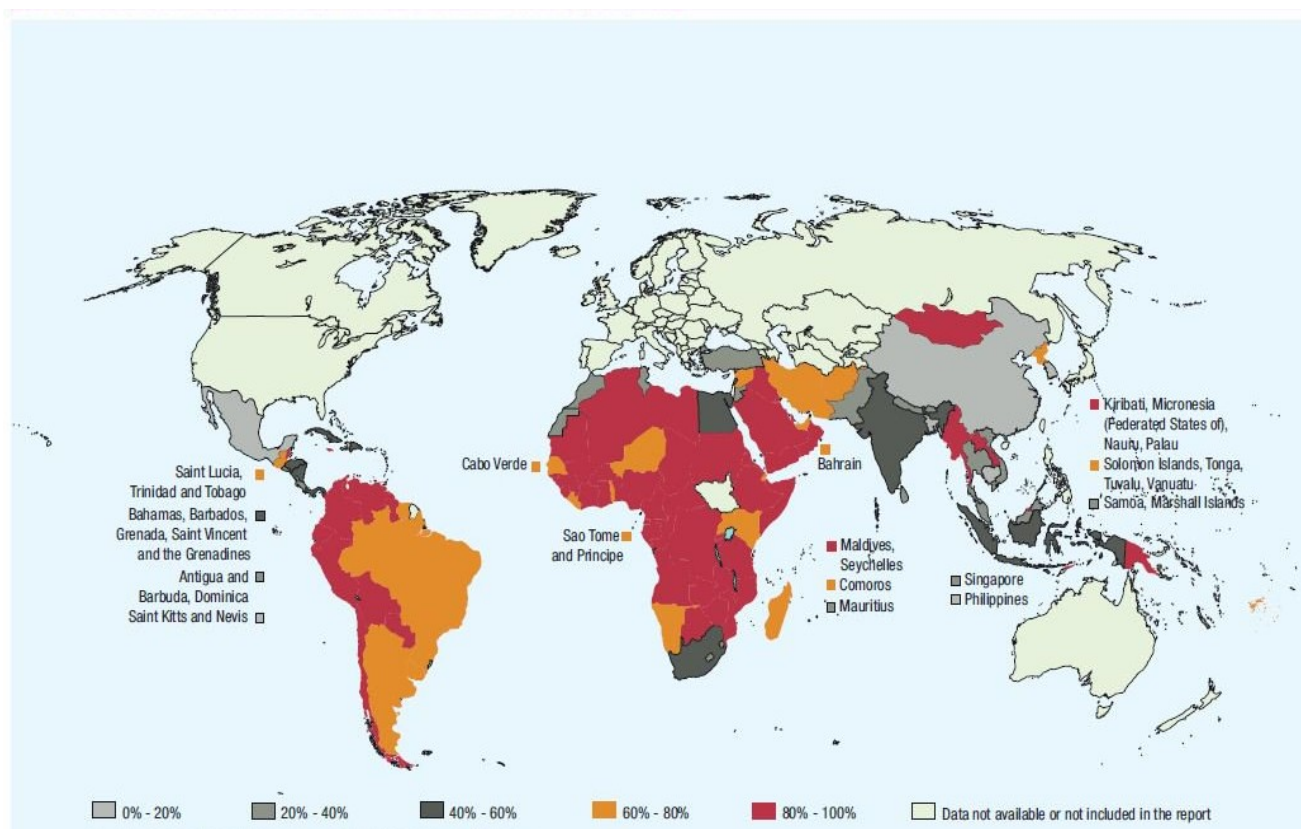


Рисунок 3.1 - Развивающиеся страны: зависимость от экспорта сырьевых товаров, 2014-2015

Примечание - Источник: [27]

Следовательно, отрасли, представляющие возможности для бизнеса, очень ограничены, а зависящая от сырья страна не столь привлекательна для иностранных компаний, как страна, демонстрирующая успех в различных отраслях.

Более того, во многих странах, зависимых от сырьевых товаров, правительство сохраняет контроль над экспортной отраслью. В таком случае компании-производители зачастую являются государственными компаниями, и они не могут принимать никаких решений в отношении сделок по слиянию и поглощению без одобрения правительства, для которого сохранение контроля над отраслью является приоритетом.

Второй незначимой переменной, в соответствии с описанной моделью, является рост ВВП на душу населения. ВВП — это денежная мера рыночной стоимости всех товаров и услуг, произведенных за определенный период времени (как правило, в год).

Рост ВВП на душу населения равен валовому внутреннему продукту, деленному на среднегодовое население (например, общая численность населения на 30 июня).

Согласно нашей модели, эта переменная не является значимой, что означает, что изменение этого фактора для страны не окажет существенного влияния на количество слияний и поглощений.

Во-первых, как объяснялось ранее в отношении экспорта в процентах от переменной ВВП, высокий уровень ВВП означает наличие хороших экономических показателей, однако это не означает, что отрасли, которые вносят наибольший вклад в ВВП страны предоставляют возможности для слияний и поглощений для иностранных компаний.

Во-вторых, это может быть связано с тем, что при расчете этой переменной используется численность населения. Действительно, население сильно отличается от страны к другой, даже если эти две страны имеют одинаковый объем слияний и поглощений. Таким образом, численность населения также не является значимым фактором при сравнении привлекательности бизнеса и активности слияний и поглощений.

Например, количество сделок по слияниям и поглощениям в 2017 году для Индонезии было равно 172, а для Турции – 168 [27]. Тем не менее, численность населения Индонезии в 2017 году была равна 263 991 379, а население Турции составляло 80 745 020 человек. Обе страны имеют примерно одинаковый объем слияний и поглощений, однако разница в населении была более чем в три раза и составляла 183,2 миллиона человек.

Индекс раскрытия деловой информации, измеряющий степень защиты инвесторов посредством раскрытия информации о праве собственности и финансовой информации, не была описана нашей моделью как существенная переменная. Это можно объяснить тем, что эта информация недоступна до совершения сделки в большинстве случаев. Действительно, до начала инвестирования и создания компании в другой стране иностранные компании не могут быть уверены в степени раскрытия информации в этой стране, даже если официально она официально считается высокой.

Данный фактор не является значимым так как является чересчур субъективным и редко является ключевым при выборе решения об инвестировании в определенный развивающийся рынок. Наиболее вероятно, что данный фактор будет абсолютно незначимым в сравнении с, например, потенциальной прибылью от сделки, что является измеримым критерием.

Более того, компании, инвестирующие в развивающиеся страны, часто являются крупными фирмами, располагающими финансовыми средствами, силой в переговорах и мощными связями. Таким образом, для этих компаний степень раскрытия информации не является ключевым фактором, поскольку они достаточно влиятельны, даже чтобы при необходимости заключать соглашения с иностранными правительствами.

Следовательно, различные институты в развивающихся странах, на которых может оказать влияние рост активности в М&А, не должны обращать внимание на ранее описанные статистически незначимые факторы. Хотя рост экспорта, ВВП на душу населения или индекса раскрытия деловой информации может привлечь внимание потенциального иностранного инвестора, который может быть заинтересован в приобретении бизнеса в развивающейся стране, при принятии решения следует анализировать другие, более значимые макроэкономические показатели, а также законодательство страны.

3.2 Статистически значимые переменные

Для наиболее точного прогнозирования активности в сфере слияний и поглощений в развивающихся странах с помощью полученной модели, необходимо наибольшее внимание уделять данным по статистически значимым переменным.

Согласно полученным результатам, наиболее значимой переменной является налоговая нагрузка. Другими словами, процент налога на доходы, прибыль и прирост капитала является той переменной, которая оказывает наибольшее влияние на количество сделок по слияниям и поглощениям на развивающихся рынках.

Полученное уравнение модели и тот факт, что данная переменная имеет отрицательный коэффициент (- 15,82), показывают, что количество сделок по слияниям и поглощениям увеличивается при уменьшении налоговой нагрузки.

В большинстве развитых стран наблюдается быстро растущая заработная плата, активность работников и периодическая нехватка рабочей силы, и, следовательно, рост стоимости рабочей силы зачастую служит стимулом для компаний отдавать на аутсорсинг часть своей деятельности, создавать дочерние компании и/или использовать сделки по слияниям и поглощениям в развивающихся странах, где стоимость рабочей силы намного дешевле [14]. Та же логика может объяснить влияние налоговой нагрузки на объем слияний и

поглощений. Налоговая нагрузка, выражающаяся в уровне налогов на доходы, прибыль и прирост капитала в различных странах можно увидеть на рисунке 3.2.

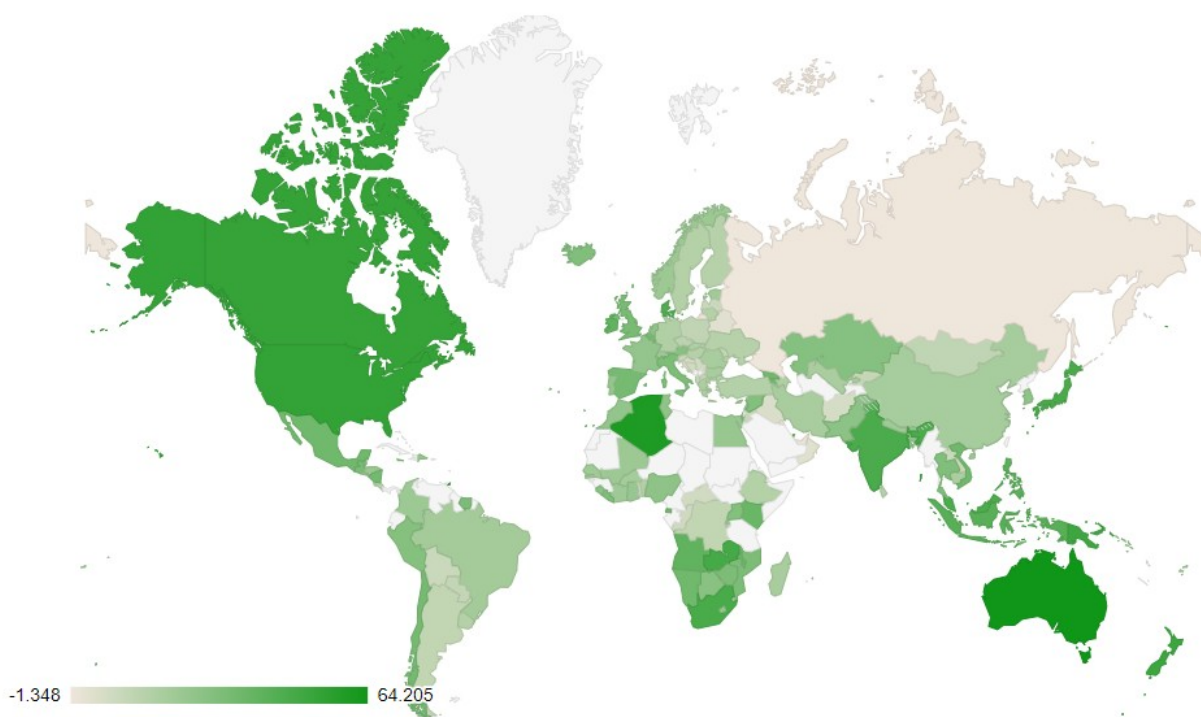


Рисунок 3.2 - Налог на доходы, прибыль и прирост капитала (% от выручки)

Примечание - Источник: [14]

На этой карте показано, как изменяются налоги на доходы, прибыль и прирост капитала (% от дохода) в зависимости от страны. Оттенок страны соответствует величине показателя, то есть чем темнее оттенок, тем выше значение. Страна с самой высокой налоговой нагрузкой в мире - Австралия со значением 64,21. Страна с самой низкой налоговой нагрузкой в мире - Россия со значением -1,35 [14].

Бедные страны и развивающиеся страны применяют низкие налоговые ставки по разным причинам.

Одной из целей налогообложения является передача ресурсов от самого богатого населения бедному населению и среднему классу, что обычно не отвечает интересам политиков в развивающихся странах, где уровень коррупции выше, чем в развитых странах.

Согласно исследованию Gbeworo Attila [1], даже если в редких случаях коррупция может привести к завышенным ставкам налога, большинство стран с высоким уровнем коррупции применяют неоптимальные ставки налога.

Также существуют нераспределительные мотивы для налогообложения, особенно для создания инфраструктуры и расходов на образование, здравоохранение и социальное обеспечение, которые являются приоритетными для многих развивающихся стран.

Также уклонение от уплаты налогов может стать дополнительной проблемой для развивающихся стран, поэтому, правительство может предпочитать удержание налоговой нагрузки на низком уровне.

Кроме того, разрешение компаниям платить низкие налоги привлекает иностранные компании и поощряет трансграничные слияния и поглощения. Принимающие страны также держат эти налоги низкими из-за выгод, полученных благодаря перемещению иностранных компаний. Они создают активность и экономический рост в принимающей стране, возможности партнерства и заключения контрактов для местных компаний, новые рабочие места для населения, а также передачу знаний и технологий в развивающуюся страну.

В развитых странах конкуренция между предприятиями жесткая. Ценовые войны, стагнация темпов роста, последствия экономического кризиса, например, уровень безработицы, и дешевая импортная продукция — вот те проблемы, с которыми приходится сталкиваться компаниям. Таким образом, выигрыш от снижения налоговых ставок за рубежом путем слияния или приобретения иностранных компаний является интересным компромиссом, поскольку он позволяет им переводить часть своей деятельности за границу и платить меньше налогов.

Даже если налог на репатриацию может частично компенсировать эту прибыль, число стран, использующих налог на репатриацию, уменьшается. В 2000 году половина стран входящих в Организацию экономического сотрудничества и развития облагала налогом доходы своих компаний по всему миру, как это делают Соединенные Штаты. В то же время в 2017 году только 6 из 35 стран ОЭСР, или 18%, имеют мировые системы корпоративного подоходного налога. Соединенные Штаты являются единственной страной ОЭСР с мировой системой и установленным законом уровнем, превышающим 30% [27].

Более того, налог на репатриацию иностранных доходов корпораций США не обязательно должен быть уплачен немедленно. Например, американские компании обычно платят налоги с доходов своих контролируемых иностранных

корпораций только тогда, когда этот доход репатрируется в Соединенные Штаты или когда налоговый кодекс считается «пассивным» или «мобильным» доходом и подлежит на немедленный налог США в соответствии с правилами «Subpart F». Иностраный доход, полученный с помощью контролируемых иностранных корпораций, который не репатрирован или не покрывается Subpart F, называется «отложенным», поскольку он не облагается немедленным налогом США [25]. Компании, зарегистрированные в США, также получают иностранные доходы через зарубежные филиалы. Доход, полученный через зарубежные филиалы, считается доходом корпорации США и облагается немедленным налогом США. Однако отсрочка откладывает и снижает текущую стоимость налогов. На практике из-за отсрочки налоги на репатриацию могут выплачиваться уже после получения соответствующего дохода, однако иногда могут и вовсе не выплачиваться.

По этим причинам можно утверждать, что налоговый доход, прибыль и прирост капитала являются переменной величиной, которая негативно влияет на активность в сфере слияний и поглощений в развивающихся странах.

Количество зарегистрированных новых организаций. Существует положительная корреляция между количеством новых предприятий, зарегистрированных в стране, и объемом сделок M&A. Другими словами, чем больше новых предприятий зарегистрировано в стране, тем больше сделок M&A. Это утверждение, описанное нашей моделью, было ожидаемым, учитывая, что приобретения стартапов очень распространены из-за всех преимуществ, которые они могут предоставить покупателям, например, в виде доступа к новым технологиям, новой демографии, сильному бренду или новой модели дистрибуции.

Кроме того, тот факт, что в стране создано много новых предприятий, также может свидетельствовать о том, что в этой стране экономическая ситуация благоприятна для создания бизнеса, поэтому она представляет выгодные условия, такие как положительные темпы роста ВВП, население, которое имеет покупательную способность и создает спрос, приемлемый уровень инфляции и стабильную экономическую среду. Такие элементы, которые учитываются иностранными компаниями при выборе целевой страны для вложения инвестиций.

Рыночная капитализация отечественных компаний. Можно заметить, что существует положительная корреляция между объемом слияний и поглощений и рыночной капитализацией отечественных компаний (в% к ВВП). Чем выше сумма всей рыночной капитализации отечественных компаний, тем более благоприятной для бизнеса является страна, тем более динамичной экономика является,

следовательно, потенциально также привлекательной для иностранных компаний. Растущая рыночная капитализация компаний в стране свидетельствует о том, что отечественные компании увеличивают свою доходность для инвесторов, и, соответственно становятся более привлекательными целями для приобретения.

Однако стоит отметить, что между рыночной капитализацией и активностью в сфере М&А существует двусторонняя взаимосвязь. В большинстве случаев, сделка по слиянию или поглощению приводит к увеличению суммарной стоимости компаний, соответственно, если компании являются акционерными обществами, то произойдет увеличение рыночной капитализации.

Согласно базе данных Всемирной федерации бирж, сегодня страной с более высоким уровнем рыночной капитализации отечественных компаний является Китай.

Что касается африканского континента, то наивысший показатель в Южной Африке. В Европе наибольшая рыночная капитализация отечественных компаний в Швейцарии, на Ближнем Востоке в Кувейте, в Северной Америке в Соединенных Штатах, в Океании в Австралии, в Южной Америке в Чили, а также в Центральной Америке и Карибском бассейне в Гондурасе [27].

Как можно заметить, большое количество стран с самым высоким уровнем рыночной капитализации являются развивающимися. Характерно, что такие страны как Китай, Чили и ЮАР также являются основными направлениями для инвестиций в Азии, Южной Америке и Африке и характеризуются большим количеством сделок по слияниям и поглощениям.

Доля высокотехнологичного экспорта в общем объеме экспорта. Как показывает уравнение, полученное с помощью построенной модели, существует положительная корреляция между экспортом высоких технологий в процентах от общего экспорта и активностью слияний и поглощений в развивающихся странах.

Если страна экспортирует высокие технологии, это означает, что существуют инновационные местные компании, создающие высокотехнологичные продукты, аналоги которых не существуют в мире или на которые есть спрос за рубежом. Компании, производящие высокотехнологичную продукцию, являются одними из наиболее частных инвесторов в сфере М&А. Чтобы постоянно поставлять инновации, высокотехнологичные компании зачастую приобретают более мелкие компании, обладающие качественными патентами и идеями, чтобы при слиянии с ними за счет синергии получить преимущество перед конкурентами. Также, высокотехнологичные компании зачастую приносят сверхприбыль своим инвесторам, особенно в периоды роста

экономики. Например, только за 3 года с 2015 по 2018 стоимость портфеля акций крупнейших высокотехнологичных компаний, таких как Facebook, Amazon, Apple, Netflix и Google возросла в 2,4 раза [36]. Соответственно, высокотехнологичные компании являются привлекательной целью для различных инвесторов, и рост их количества, о чем будет свидетельствовать рост высокотехнологичного экспорта, должен привести к росту активности по слияниям и поглощениям.

Еще одним значимым фактором построенной модели является уровень инфляции. Согласно нашей модели, уровень инфляции положительно коррелирует с активностью слияний и поглощений в развивающихся странах. Этот результат не соответствовал нашим ожиданиям. Действительно, высокий уровень инфляции обычно рассматривается как фактор экономической нестабильности, особенно в развивающихся странах. Во-первых, неопределенность, связанная с денежной стоимостью, препятствует инвестициям, тогда как низкий уровень инфляции обеспечивает стабильность и побуждает фирмы инвестировать и рисковать. Во-вторых, если правительство не примет меры по контролю за инфляцией, страна может столкнуться с порочным кругом, когда рост инфляции заставляет компании и продавцов ожидать ещё более высокий уровень инфляции. Цены будут подталкиваться еще выше и будут стимулировать более высокий уровень инфляции. Таким образом, страна будет привлекать меньше иностранных компаний желающих инвестировать в отечественные компании.

Однако этот результат может быть объяснен тем фактом, что высокий уровень инфляции может вызвать снижение реальной заработной платы, что удешевляет рабочую силу. Более низкая рабочая сила в свою очередь увеличивает прибыль компании, а более высокая прибыль повышает привлекательность компаний как объекта для приобретения. Более того, поскольку дефляция увеличивает реальную стоимость долга, долгосрочные темпы инфляции могут побудить потребителей заключать кредиты, поскольку они ожидают, что инфляция со временем подорвет стоимость долга. Следовательно, население тратит больше и увеличивает спрос, что является благоприятной средой для компаний. Наконец, некоторые экономисты поддерживают идею о том, что более высокий уровень инфляции может способствовать ускорению экономического роста из-за механизмов, описанных выше, и что очень низкая инфляция может привести к застреванию экономики в рецессии.

Индекс легкости ведения бизнеса. Простота ведения бизнеса — это переменная, представленная рейтингами от 1 до 190. Если страна имеет рейтинг 1, это означает, что она имеет наиболее благоприятные для бизнеса правила. Когда

рейтинг увеличивается и чем ближе к 190, тем сложнее вести бизнес в стране, попавшей в рейтинг.

По данным Всемирного банка, за последние 12 лет вести бизнес за рубежом стало легче благодаря реформам, проводимым развивающимися странами [21]. Нормативно-правовые ограничения для малого и среднего бизнеса были сокращены в различных областях, таких как уплата налогов, урегулирование несостоятельности, обеспечение соблюдения контрактов, получение кредитов и начало бизнеса. На эффективность регулирования также влияют другие факторы, такие как глобальная конкурентоспособность и уровень коррупции в стране.

В 2015 году в первую десятку стран с наиболее высокой эффективностью регулирования вошли: Сингапур, Новая Зеландия, Дания, Южная Корея, Гонконг, Великобритания, США, Швеция, Норвегия и Финляндия. В регионе Европы и Центральной Азии выдающейся страной-реформатором является Грузия (занимающая 24-е место в мире). Руанда (62-е место) является лучшей страной в странах Африки к югу от Сахары, Колумбия (54-е место) в Латинской Америке и Карибском бассейне, Египет (131-е место) в регионе Ближнего Востока и Северной Африки, Китай (84-е место) в Восточной Азии и районе Тихого океана, Индия (130-е место) в Южной Азии и Польша (25-е место) в группе стран ОЭСР с высоким уровнем дохода [21].

Сингапур был признан Всемирным банком наиболее благоприятной для бизнеса экономикой на протяжении почти десятилетия благодаря его эффективности в разрешении коммерческих споров (всего 150 дней в Сингапурском окружном суде), в более быстрой выдаче разрешений на строительство (всего 26 дней) и в обеспечение исполнения контрактов в короткие сроки (120 дней).

Уравнение, описываемое нашей моделью, показывает отрицательный коэффициент для переменной «Легкость ведения бизнеса», что означает, что чем меньше рейтинг страны (от 1 до 190), тем легче компании заниматься бизнесом в этой стране и тем больше будет сделок по слияниям и поглощениям. Другими словами, отрицательный коэффициент перед данной переменной, напротив, свидетельствует о положительной корреляции между лёгкостью ведения бизнеса и объемом слияний и поглощений.

Это означает, что для стран с развивающейся экономикой задача состоит не только в том, чтобы хорошо работать с чисто экономическими показателями, такими как уровень занятости, ВВП, уровень инфляции, но они также должны

создать регуляторный переход, чтобы облегчить создание компаний, развиваться и избавляться от определенных регуляторных барьеров.

По результатам данной главы можно сделать следующие выводы.

Объем экспорта в процентах от ВВП не является существенной переменной в соответствии с нашей моделью. Многие страны, особенно развивающиеся, получают выгоду от высокого уровня экспорта только благодаря производственным показателям определенной отрасли или определенного товара. В то же время компании, работающие в данной отрасли могут иметь ограниченные возможности для слияний и поглощений в силу различных факторов. Ограничивающими факторами могут выступать законодательные ограничения, либо государственное владение данной отраслью.

Рост ВВП на душу населения не является значимой переменной. Это может быть связано с тем, что при расчете этой переменной используется численность населения.

Индекс раскрытия деловой информации не был описан нашей моделью как значимый фактор. Это можно объяснить тем, что эта информация недоступна инвестору в большинстве случаев. Данный фактор является субъективным для каждого отдельного инвестора и зачастую информация о значении данного индекса не доступна заранее. Также в поглощениях в качестве приобретающей стороны зачастую выступают крупные корпорации, обладающие связями и властью, чтобы получить всю необходимую информацию о цели от закрытых источников

Согласно полученным результатам, наиболее значимой переменной является налоговая нагрузка. Полученное уравнение модели показывают, что количество сделок по слияниям и поглощениям увеличивается при уменьшении налоговой нагрузки. Низкие налоги стимулируют трансграничные сделки и позволяют инвесторам получать большую прибыль после налогообложения. Также, увеличение инвестиций стимулирует развитие различных секторов экономики и создание новых рабочих мест в стране.

Существует положительная корреляция между количеством новых предприятий, зарегистрированных в стране, и объемом сделок M&A. Приобретения стартапов очень распространены из-за всех преимуществ, которые они могут предоставить покупателям, например, в виде доступа к новым технологиям, новой демографии, сильному бренду или новой модели дистрибуции. Также большое количество новых компаний может свидетельствовать о таких положительных тенденциях в стране как

положительные темпы роста ВВП, население, которое имеет покупательную способность и создает спрос, приемлемый уровень инфляции и стабильную экономическую среду.

Можно заметить, что существует положительная корреляция между объемом слияний и поглощений и рыночной капитализацией отечественных компаний (в% к ВВП). Чем выше сумма всей рыночной капитализации отечественных компаний, тем более благоприятной для бизнеса является страна, тем более динамичной экономика является, следовательно, потенциально также привлекательной для иностранных компаний.

Как показывает уравнение, данное нашей моделью, существует положительная корреляция между экспортом высоких технологий в процентах от общего экспорта и активностью слияний и поглощений в развивающихся странах. Если страна экспортирует высокие технологии, это означает, что существуют инновационные местные компании, создающие высокотехнологичные продукты, которым нет аналогов в мире, либо обладающие конкурентными преимуществами перед заграничными аналогами. Также высокотехнологические компании зачастую интересны инвесторам за счет высокой прибыльности.

По результатам полученной модели уровень инфляции положительно коррелирует с активностью слияний и поглощений в развивающихся странах. Высокий уровень инфляции вызывает снижение реальной заработной платы, что удешевляет рабочую силу и увеличивает прибыль компаний, увеличивая их привлекательность в качестве цели для слияния или приобретения.

Рассмотренная модель показала обратную зависимость для переменной «Индекс легкости ведения бизнеса». Это означает, что развивающиеся страны с меньшими барьерами для ведения бизнеса будут характеризоваться большим количеством сделок в M&A.

Модель линейной регрессии, описанная уравнением $QuantityMA = 15.72 + 17.56 * GDPperCapGrowth + 2.709 * ExpGDP + 15.31 * Inflation - 2.749 * EaseBus + 15.67 * HighTechExpTTL + 9.620e-10 * MKTCapDomComp + 0.002265 * NewBus - 15.82 * Tax$ может быть использована для прогнозирования количества сделок по слияниям и поглощениям на развивающихся рынках. Данные для построения этой модели достаточно разнообразны и модель обладает высоким качеством.

Прогнозирование активности в сфере слияний и поглощений может быть интересно различным институтам. Рост активности в сфере слияний и поглощений в большинстве случаев приводит к росту общей стоимости компаний, в чем заинтересованы потенциальные инвесторы. Также в результате слияний и

поглощений зачастую формируются влиятельные корпорации, которые могут стать монополиями на своих рынках, соответственно, законодательная власть также заинтересована в предвидении увеличения активности в М&А, чтобы адаптировать текущие антимонопольные законы. С другой стороны, рост трансграничных сделок и инвестиций в отечественные компании приведёт к росту благосостояния в стране, а также развитию отраслей, в которые осуществляются инвестиции. Этот положительный эффект может быть усилен при раннем прогнозировании и адаптации законодательства. Также для сделок требуется наличие доступных рынков капитала. Соответственно, банки и другие финансовые институты также могут использовать прогнозирование увеличения роста активности в сфере слияний и поглощений, чтобы вовремя трансформировать свою бизнес модель и иметь возможность получить дополнительную прибыль от предоставления займов инвесторам.

При прогнозировании активности в сфере М&А с помощью полученной модели линейной регрессии необходимо собрать наиболее качественные прогнозные данные по ожидаемому уровню налоговой нагрузки, выраженному в проценте налога на доходы, прибыль и прирост капитала, а также ожидаемой рыночной капитализации отечественных компаний. Также значимыми факторами для прогнозирования являются доля высокотехнологического экспорта от общего экспорта, ожидаемый уровень инфляции и индекс легкости ведения бизнеса. При владении надежным прогнозом по данным факторам, заинтересованный институт может прогнозировать количество сделок в сфере слияний и поглощений с помощью ранее описанного уравнения и адаптироваться к изменениям в рынке для достижения своих целей

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Слияния и поглощения – это сделки, в которых права собственности на компании, другие коммерческие организации или их операционные подразделения передаются или объединяются с другими организациями.

Инвесторы могут иметь различные мотивы для совершения сделок по слияниям и поглощениям: Экономия от масштаба, экономия объема, увеличение выручки или доли рынка, перекрестные продажи, синергия, минимизация налоговых обязательств, географическая или иная диверсификация, передача ресурсов, вертикальная интеграция, альтернатива обычному процессу найма, доступ к скрытым или неработающим активам (земля, недвижимость), приобретение инновационной интеллектуальной собственности.

Развивающиеся рынки предоставляют инвесторам большие возможности для получения высокой прибыли инвесторам, характеризуются более высоким уровнем риска и зачастую обладают менее развитыми рынками капитала и законодательством в сравнении с развитыми странами. Соответственно, факторы роста активности в сфере слияний и поглощений в развивающихся странах будут отличаться от факторов в развитых странах.

Для анализа драйверов, влияющих на рост активности в сфере M&A, была построена модель линейной регрессии. Данные были собраны по 15 развивающимся странам из различных частей мира, чтобы сделать модель наиболее универсальной и точной. Список включал в себя следующие страны: Аргентина, Бразилия, Чили, Китай, Колумбия, Индия, Индонезия, Мексика, Нигерия, Филиппины, Россия, Южная Африка, Таиланд, Турция и Вьетнам. Все данные собирались 6-и летний интервал с 2012 по 2017 годы.

В качестве эндогенной переменной для модели линейной регрессии было использовано количество сделок в M&A (QuantityMA).

В качестве экзогенных переменных были использованы: рост ВВП на душу населения (GDPperCapGrowth), экспорт в проценте от ВВП (ExpGDP), инфляция (Inflation), индекс раскрытия деловой информации (BusDisclosure), индекс легкости ведения бизнеса (EaseBus), высокотехнологичный экспорт в проценте от ВВП (HighTechExpTTL), рыночная капитализация отечественных компаний (MKTCapDomComp), количество зарегистрированных новых организация (NewBus), налоговая нагрузка (Tax).

Модель, обладающая наивысшим качеством из всех рассмотренных и, соответственно, лучше всего описывающая факторы роста количество сделок в

M&A описывается следующим уравнением: $QuantityMA = 15.72 + 17.56 * GDPperCapGrowth + 2.709 * ExpGDP + 15.31 * Inflation - 2.749 * EaseBus + 15.67 * HighTechExpTTL + 9.620e-10 * MKTCapDomComp + 0.002265 * NewBus - 15.82 * Tax$

По результатам данной модели существует прямая зависимость от роста ВВП на душу населения, экспорта в % от ВВП, инфляции, доли высокотехнологичного экспорта, рыночной капитализации отечественных компаний, количества зарегистрированных новых предприятий.

Также существует обратная зависимость от индекса легкости ведения бизнеса и от налоговой нагрузки.

Объем экспорта в процентах от ВВП не является существенной переменной в соответствии с построенной. Многие страны, особенно развивающиеся, получают выгоду от высокого уровня экспорта только благодаря производственным показателям определенной отрасли или определенного товара, которая может контролироваться государством и в которой может не быть возможности для слияний и поглощений.

Рост ВВП на душу населения также не является значимой переменной. Это может быть связано с тем, что при расчете этой переменной используется численность населения.

Индекс раскрытия деловой информации не был описан нашей моделью как существенная переменная. Это можно объяснить тем, что данная информация может быть недоступна инвестору перед совершением сделки. Также данный фактор не является значимым так как является чересчур субъективным и редко является ключевым при выборе решения об инвестировании в определенный развивающийся рынок.

Согласно полученным результатам, наиболее значимой переменной является налоговая нагрузка. Полученное уравнение модели и тот факт, что данная переменная имеет отрицательный коэффициент (-15,82), показывают, что количество сделок по слияниям и поглощениям увеличивается при уменьшении налоговой нагрузки. Низкая налоговая нагрузка позволяет компаниям иметь большую прибыль после налогообложения, соответственно, страны с низким уровнем налогов будут привлекательны для потенциальных инвесторов, ищущих способы максимизировать прибыль своих акционеров.

Также модель выявила положительную корреляцию между количеством новых предприятий, зарегистрированных в стране, и объемом сделок M&A. Приобретения стартапов очень распространены из-за всех преимуществ, которые

они могут предоставить покупателям, например, в виде доступа к новым технологиям, новой демографии, сильному бренду или новой модели дистрибуции. Кроме того, тот факт, что в стране создано много новых предприятий, также может свидетельствовать о том, что в этой стране экономическая ситуация благоприятна для создания бизнеса, поэтому она представляет выгодные условия для инвестиций, такие как положительные темпы роста ВВП, население, которое имеет покупательную способность и создает спрос, приемлемый уровень инфляции и стабильную экономическую среду.

Можно заметить, что существует положительная корреляция между объемом слияний и поглощений и рыночной капитализацией отечественных компаний (в% к ВВП). Чем выше сумма всей рыночной капитализации отечественных компаний, тем более благоприятной для бизнеса является страна, тем более динамичной экономика является. Растущая рыночная капитализация также свидетельствует о росте благосостояния инвесторов и соответственно привлекает новых инвесторов, чем увеличивает рост сделок в M&A.

Как показывает уравнение, полученное с помощью нашей модели, существует положительная корреляция между экспортом высоких технологий в процентах от общего экспорта и активностью слияний и поглощений в развивающихся странах. Инновационные компании являются привлекательными целями для инвесторов из-за высокой прибыльности. Также компании, производящие высокотехнологичную продукцию, часто выступают в качестве приобретающей стороны, увеличивая количество сделок.

Уровень инфляции положительно коррелирует с активностью слияний и поглощений в развивающихся странах. Как показала модель, повышающаяся неопределенность при высокой инфляции не мешает активности в M&A на развивающихся рынках. Наоборот, высокий уровень инфляции может вызвать снижение реальной заработной платы и других затрат увеличивая прибыль и привлекательность компаний как целей для приобретения.

Также была выявлена прямая зависимость между легкостью ведения бизнеса и количеством сделок по слияниям и поглощениям. Соответственно, чтобы увеличить активность в сфере слияний и поглощений, государству необходимо минимизировать барьеры для ведения бизнеса и максимально облегчить деятельность организации.

Полученную модель линейной регрессии можно использовать для прогнозирования количества сделок по слияниям и поглощениям, что может заинтересовать инвесторов, ищущих возможность для увеличения своей прибыли,

законодательную власть, желающую заранее привести законодательство в соответствие с обновляющимися потребностями экономики, а также других институтов, преследующих различные цели.

Для получения максимально точных прогнозов необходимо использовать качественные данные по статистически значимым драйверам, таким как ожидаемый процент налога на доходы, прибыль и прирост капитала, рыночная капитализация отечественных компаний, доля высокотехнологического экспорта от общего экспорта, ожидаемый уровень инфляции и индекс лёгкости ведения бизнеса. Об ожидаемом росте количества сделок по слияниям и поглощениям будет свидетельствовать уменьшающаяся налоговая нагрузка, рост рыночной капитализации компаний на рынке, растущая доля высокотехнологичного экспорта, растущая инфляция и уменьшающийся индекс лёгкости ведения бизнеса.

Данная модель также может быть использована в Республике Беларусь, чтобы сформировать основные направления развития, для стимулирования активности в М&А. Увеличение активности по слияниям и поглощениям, особенно с участием иностранных инвесторов в перспективе может оказать положительное влияние на рынок Республики Беларусь. С привлечением новых инвестиций в отечественные компании, улучшится как качество товаров и услуг, продаваемых на рынке Беларуси, так и восприятие Беларуси за рубежом, как перспективного направления для инвестирования.

Для стимулирования активности в сфере слияний и поглощений правительству необходимо уделять особое внимание значимым факторам, описанным построенной моделью.

Для увеличения инвестиционной активности на рынке Республики Беларусь на рынках государству необходимо стимулировать развитие высокотехнологичных отраслей, таких как информационные технологии и медицина.

Стоит отметить, что определённые шаги для развития высоких технологий уже были приняты. В стране с 2005 года функционирует парк высоких технологий, что дало свои плоды. В настоящее время сфере информационных технологий в Беларуси работает большое количество перспективных компаний, и их число только увеличивается. Наиболее успешные из IT компаний уже сейчас зачастую приобретаются иностранными высокотехнологичными компаниями.

Однако, чтобы ускорить развитие данной отрасли, и обеспечить рост инвестиций в Республику Беларусь в целом, необходимо принимать

дополнительные действия и приспособлять законодательство, чтобы облегчить ведение бизнеса. Также необходимо предоставлять компаниям, оперирующим на стратегически важных для страны рынках, дополнительные налоговые льготы. В целях создания наиболее высоких темпов роста, может быть принята система, при которой компании, имеющие возможность для льготного налогообложения, получали бы данную выгоду только при выполнении определенных показателей и целей, установленных государством в интересах развития конкретного рынка. В итоге, внедрение новых регуляторных инициатив, облегчающих ведение бизнеса вместе с налоговыми послаблениями могут обеспечить рост активности в сфере слияний и поглощений, что может послужить толчком для более быстрого развития экономики, развития технологий, а также создать дополнительные рабочие места в стране.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Attila, G. Corruption, Taxation and Economic growth: theory and evidence / G. Attila - 2011.
2. Besley, T. The origins of state capacity: property, rights, taxation and politics / T. Besley, T. Persson - 2013.
3. Business extent of disclosure index (0=less disclosure to 10=more disclosure) // The World Bank Data [Электронный ресурс]. – 2018 – Режим доступа: <https://data.worldbank.org/indicator/IC.BUS.DISC.XQ> - Дата доступа: 16.08.2018.
4. Buying and selling: cross-border mergers and acquisitions, and the US corporate income tax // EY - 2015.
5. Canestri, I. International Mergers and Acquisitions in BRICS versus Developed Markets / I. Canestri – 2014.
6. Cartwright, S. 30 Years Of Mergers And Acquisitions Research: Recent Advances And Future Opportunities / S. Cartwright - 2006.
7. Chakrabarti Mars-Venus Marriages Culture and Cross-Border M&A / Chakrabarti, Gupta-Mukherjee, Jayaraman - 2009.
8. Cogman, D. Why emerging-market companies acquire abroad / D. Cogman, P. Jaslowitzer, M. S. Rapp - 2015.
9. Corruption Perceptions Index // Transparency International - 2013.
10. Countries ranked by market capitalization of listed domestic companies // Index Mundi - 2018.
11. Countries with the most business-friendly regulations // Financial Management - 2015.
12. Cross Border M&A Yearbook // Deloitte - 2017.
13. Deng, P. Cross-Border Mergers and Acquisitions by Emerging Market Firms: A Comparative Investigation / P. Deng, M. Yang - 2015.
14. Ease of doing business index (1=most business-friendly regulations) // The World Bank Data [Электронный ресурс]. – 2018 – Режим доступа: <https://data.worldbank.org/indicator/IC.BUS.EASE.XQ> - Дата доступа: 16.08.2018.
15. Epstein, M. J. The drivers of success in post-merger integration / M. J. Epstein - 2004.

16. Exports of goods and services (% of GDP) // The World Bank Data [Электронный ресурс]. – 2018 – Режим доступа: <https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS> - Дата доступа: 16.08.2018.
17. Fogertey, K. What probability of M&A is Priced into Stocks? / K. Fogertey. J. Marshall, A. Prakash, V. Vivek - 2018.
18. Gao, X. Where Have All the IPOs Gone? / X. Gao, J. R. Ritter, Z. Zhu - 2013.
19. Gatti, S. M&A in Uncertain Times: Is There Still Value in Growing? / S. Gatti, C. Chiarella - 2013.
20. GDP per capita growth (annual %) // The World Bank Data [Электронный ресурс]. – 2018 – Режим доступа: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.KD.ZG> - Дата доступа: 16.08.2018.
21. Governance Research Indicator Country Snapshot // World Bank - 2013.
22. Grave, K. The Global Financial Crisis and M&A / K. Grave, D. Vardiabasis, B. Yavas - 2012.
23. High-technology exports (% of manufactured exports) // The World Bank Data [Электронный ресурс]. – 2018 – Режим доступа: <https://data.worldbank.org/indicator/TX.VAL.TECH.MF.ZS> - Дата доступа: 16.08.2018.
24. Hyland, K. Cross-Border M&A on a record pace: A look at the first half numbers / K. Hyland - 2017.
25. Inflation, GDP deflator (annual %) // The World Bank Data [Электронный ресурс]. – 2018 – Режим доступа: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.DEFL.KD.ZG> - Дата доступа: 16.08.2018.
26. Lipton, M. Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries / M. Lipton – 2006.
27. M&A Investment Into Emerging Markets Continues to Decline / A. Greenshields - 2016.
28. M&A statistics by countries // Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances [Электронный ресурс]. – 2018 – Режим доступа: <https://imaa-institute.org/m-and-a-statistics-countries/> - Дата доступа: 16.08.2018.
29. Market capitalization of listed domestic companies (current US\$) // The World Bank Data [Электронный ресурс]. – 2018 – Режим доступа: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> - Дата доступа: 16.08.2018.
30. Mergers and Acquisitions by Emerging Country Multinational Companies / A. Yüce - 2016.
31. MSCI Emerging Markets Index Overview // AGF Investment. - September 2013.

32. New businesses registered (number) // The World Bank Data [Электронный ресурс]. – 2018 – Режим доступа: <https://data.worldbank.org/indicator/IC.BUS.NREG> - Дата доступа: 16.08.2018.
33. Taxes on income, profits and capital gains (% of revenue) // Index Mundi - 2018.
34. Taxes on income, profits and capital gains (% of revenue) // The World Bank Data [Электронный ресурс]. – 2018 – Режим доступа: <https://data.worldbank.org/indicator/GC.TAX.YPKG.RV.ZS> - Дата доступа: 16.08.2018.
35. The Global Competitiveness Report // World Economic Forum -2013.
36. The siren song of M&A in emerging markets // Deloitte - 2012.
37. Uslu, C.L. Economic Growth, Financial Development, and Trade Openness in Emerging Markets: Panel approach / C. L. Uslu, E. T. Aydogan, N. Ketenci // Yeditepe University, Istanbul – 2015.
38. Weber Comprehensive guide to Mergers and Acquisitions / Weber, Oberg, Tarba - 2014.
39. Ван Хорн, Дж. К. Основы управления финансами / Дж. К. Ван Хорн // Москва, "Финансы и статистика" - 1996 г.
40. Воронин, С. В. Совместное предпринимательство и международная инвестиционная деятельность: проблемы, тенденции и перспективы / С. В. Воронин, М. С. Воронин // Учебное пособие, - СПбГУ - 1999. – 324 с.
41. Гарднер, Д. Привлечение капитала / Д. Гарднер // Москва, "Джон Уайли энд Санз" - 1995 г.
42. Гохан, П Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса / П. Гохан // М.; Альпина Бизнес Букс - 2004.
43. Грязновая, А. Г. Финансово-кредитный энциклопедический словарь. Финансы и статистика / Под общ. ред. А. Г. Грязновой, М. - 2002.
44. Ионцев, М. Г. Корпоративные захваты: слияния, поглощения, гринмэйл / М. Г. Ионцев - 2003.
45. Молотников, А. Е. Слияния и поглощения. Российский опыт/ А. Е. Молотников // М.: Вершина – 2007.
46. Радыгин, А. Д. Современные тенденции развития рынка слияний и поглощений / А. Д. Радыгин // М.: Дело - 2010.
47. Решетько, Н. И Сущность слияний и поглощений, и их влияние на конкурентоспособность компаний на рынке / Н. И. Решетько, Ю. И. Башкатова // Науковедение – 2015.
48. Рид, С. Ф. Искусство слияний и поглощений / С. Ф. Рид, А. Р. Лажу // Альпина Бизнес Бук, Москва - 2004.

49. Рубцов, Б. В. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования / Б. В. Рубцов // М.: ИНФРА-М, 1996. - 304 с.
50. Рудык, Н. Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы с долговым финансированием / Н. Б. Рудык, Е. В. Семенова // М. Финансы и статистика. – 2000. - 342 с.
51. Савчук, С. В. Анализ основных мотивов слияний и поглощений / С. В. Савчук // Менеджмент в России и за рубежом. – 2002, №5.
52. Саратовский, А. Д. Международные волны сделок слияний и поглощений / А. Д. Саратовский // Мировая экономика – 2014.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение А

Данные, использованные для построения модели линейной регрессии

CountryYear	QuantityM&A	GDPperCapGrowth	Exp%GDP	Inflation	BusDisclosure	EaseBus	High-techExp%TTL	MKTCapDomComp	NewBus	Tax
Argentina2012	156	(2.06)	16.24	22.31	7	117	6.42	34 254 750 000.00	13799	13.13
Argentina2013	124	1.34	14.62	23.95	7	117	7.26	53 104 790 000.00	12228	13.47
Argentina2014	126	(3.51)	14.41	40.28	7	117	6.88	60 142 040 000.00	11672	13.85
Argentina2015	96	1.70	10.71	26.58	7	117	9.01	56 134 630 000.00	0	15.16
Argentina2016	122	(2.78)	12.58	40.07	7	117	8.79	63 601 116 144.46	0	12.38
Argentina2017	126	1.88	11.18	25.35	7	117	-	108 740 050 000.00	0	-
Brazil2012	789	0.98	11.70	7.93	5	125	10.49	1 227 447 020 000.00	29134	21.01
Brazil2013	598	2.07	11.63	7.50	5	125	9.65	1 020 455 330 000.00	32290	21.71
Brazil2014	554	(0.38)	11.01	7.84	5	125	10.61	843 894 200 000.00	21850	22.01
Brazil2015	652	(4.37)	12.90	7.57	5	125	12.31	490 534 110 000.00	21044	20.44
Brazil2016	629	(4.25)	12.49	8.14	5	125	13.45	758 558 918 034.70	18393	21.76
Brazil2017	605	0.19	12.57	3.79	5	125	-	954 715 100 000.00	0	-
Chile2012	240	4.37	34.12	1.13	8	55	4.86	313 325 270 000.00	68439	30.36
Chile2013	178	3.13	32.20	1.98	8	55	6.04	265 150 080 000.00	85418	28.68
Chile2014	146	0.90	33.11	5.92	8	55	6.35	233 245 470 000.00	98433	28.89
Chile2015	153	1.45	29.37	4.97	8	55	6.10	190 352 000 000.00	102991	29.83
Chile2016	145	0.43	28.18	4.73	8	55	6.95	212 479 793 765.00	109974	33.85
Chile2017	142	0.67	28.70	4.65	8	55	-	294 675 740 000.00	0	-
China2012	4 313	7.33	25.41	2.39	10	78	26.27	3 697 376 040 000.00	0	25.96
China2013	4 544	7.23	24.50	2.23	10	78	26.97	3 949 143 490 000.00	0	28.27
China2014	5 954	6.76	23.50	0.83	10	78	25.37	6 004 947 670 000.00	0	19.88
China2015	7 892	6.36	21.35	0.09	10	78	25.65	8 188 019 320 000.00	0	20.64
China2016	8 058	6.12	19.66	1.14	10	78	25.24	7 320 738 379 789.18	0	-
China2017	7 812	6.30	19.76	4.05	10	78	-	8 711 267 220 000.00	0	-
Colombia2012	177	2.99	18.26	2.99	9	59	5.19	262 101 260 000.00	62993	19.73
Colombia2013	123	3.85	17.57	1.99	9	59	7.39	202 693 250 000.00	0	16.20

Colombia2014	112	3.41	15.94	2.07	9	59	7.71	146 745 680 000.00	71299	20.29
Colombia2015	105	2.12	15.25	2.45	9	59	9.49	85 955 450 000.00	62417	22.61
Colombia2016	90	1.15	14.76	4.88	9	59	9.83	103 818 618 591.61	76334	17.49
Colombia2017	94	0.91	14.77	4.82	9	59	-	121 477 230 000.00	0	-
India2012	1 070	4.13	24.53	7.93	6	100	6.63	1 263 335 500 000.00	103078	44.84
India2013	958	5.10	25.43	6.19	6	100	8.07	1 138 834 020 000.00	91841	46.58
India2014	1 086	6.14	22.97	3.33	7	100	8.59	1 558 299 690 000.00	69841	-
India2015	1 252	6.90	19.82	2.07	7	100	7.52	1 516 216 710 000.00	80546	-
India2016	1 310	5.89	19.31	3.46	7	100	7.13	1 566 680 487 700.57	93714	-
India2017	1 499	5.43	18.87	3.00	8	100	-	2 331 566 700 000.00	0	-
Indonesia2012	322	4.68	24.59	3.75	10	72	7.30	428 222 560 000.00	47714	34.76
Indonesia2013	211	4.24	23.92	4.97	10	72	7.05	346 673 810 000.00	51151	35.20
Indonesia2014	200	3.73	23.67	5.44	10	72	6.97	422 127 050 000.00	57926	35.25
Indonesia2015	146	3.65	21.16	3.98	10	72	6.63	353 270 960 000.00	57079	39.99
Indonesia2016	207	3.85	19.12	2.48	10	72	5.79	425 767 769 935.99	58426	42.82
Indonesia2017	172	3.92	20.37	4.24	10	72	-	520 686 680 000.00	0	-
Mexico2012	259	2.15	32.27	4.07	8	49	16.34	525 056 680 000.00	31028	27.08
Mexico2013	251	(0.06)	31.31	1.53	8	49	15.92	526 015 640 000.00	42562	31.27
Mexico2014	249	1.45	31.90	4.37	8	49	15.99	480 245 320 000.00	43617	30.51
Mexico2015	234	1.90	34.59	2.74	8	49	14.69	402 253 280 000.00	46174	34.72
Mexico2016	219	1.58	37.12	5.36	8	49	15.29	350 809 553 623.58	45256	35.71
Mexico2017	206	0.75	37.88	6.13	8	49	-	417 020 520 000.00	0	-
Nigeria2012	40	1.52	31.44	9.27	4	145	1.88	56 205 200 000.00	81144	28.32
Nigeria2013	32	2.61	18.05	5.87	4	145	2.74	80 609 900 000.00	74391	26.95
Nigeria2014	64	3.52	18.44	4.66	4	145	2.10	62 766 310 000.00	71941	-
Nigeria2015	53	(0.02)	10.67	2.86	7	145	-	49 973 880 000.00	70441	-
Nigeria2016	53	(4.16)	9.22	9.54	7	145	1.97	29 792 434 000.26	75380	-
Nigeria2017	37	(1.77)		11.12	7	145	-	37 217 620 000.00	0	-
Phillipines2012	180	4.93	30.82	1.97	2	113	48.86	229 316 640 000.00	18515	42.08
Phillipines	144	5.31	28.02	2.05	2	113	49.24	217 320 260 000.00	2023	41.93

2013									1	
Philippines 2014	157	4.43	28.91	3.16	2	113	49.00	261 840 670 000.00	2106 6	41.16
Philippines 2015	144	4.38	28.40	(0.59)	2	113	53.06	238 819 940 000.00	2106 8	41.34
Philippines 2016	133	5.22	27.97	1.70	2	113	55.10	239 738 046 230.45	2173 5	41.95
Philippines 2017	152	5.06	30.55	2.32	2	113	-	290 401 420 000.00	0	-
Russia201 2	2 532	3.48	26.88	9.09	6	35	8.38	825 340 470 000.00	3979 52	1.90
Russia201 3	2 021	1.57	25.79	5.41	6	35	10.01	770 656 620 000.00	3987 82	1.72
Russia201 4	1 915	(1.04)	27.05	7.50	6	35	11.45	385 926 680 000.00	4273 88	1.90
Russia201 5	1 820	(3.04)	28.61	8.35	6	35	13.76	393 237 760 000.00	4560 46	1.90
Russia201 6	1 850	(0.41)	25.70	3.54	6	35	10.72	622 051 532 644.56	4334 64	(1.35)
Russia201 7	1 448	1.43	26.04	5.21	6	35	-	623 424 900 000.00	0	-
South Africa2012	382	0.80	29.72	5.28	8	82	5.38	907 723 200 000.00	2209 10	49.24
South Africa2013	333	1.02	30.97	6.16	8	82	5.47	942 812 110 000.00	2395 96	48.44
South Africa2014	402	0.41	31.47	5.55	8	82	5.85	933 930 700 000.00	2356 02	47.40
South Africa2015	450	(0.10)	30.16	5.12	8	82	5.88	735 945 170 000.00	3156 77	47.09
South Africa2016	432	(0.73)	30.70	6.77	8	82	5.29	951 320 328 603.54	3767 27	49.29
South Africa2017	438	0.07	29.77	5.54	8	82	-	1 230 977 190 000.00	0	-
Thailand2 012	263	6.75	69.78	1.91	10	26	20.54	389 756 320 000.00	4090 0	36.86
Thailand2 013	240	2.24	68.12	1.78	10	26	20.09	354 366 960 000.00	4448 2	35.54
Thailand2 014	236	0.58	69.29	1.44	10	26	20.43	430 426 610 000.00	4358 9	33.94
Thailand2 015	214	2.66	68.71	0.86	10	26	21.44	348 798 010 000.00	4480 9	31.91
Thailand2 016	278	2.97	68.11	2.36	10	26	21.51	432 956 179 450.80	4890 7	30.66
Thailand2 017	242	3.64		2.31	10	26	-	548 795 410 000.00	0	-
Turkey201 2	320	3.16	23.67	7.42	9	60	1.83	315 197 530 000.00	3882 3	17.55
Turkey201 3	364	6.75	22.27	6.27	9	60	1.88	195 745 520 000.00	4899 9	16.33
Turkey201 4	363	3.47	23.76	7.42	9	60	1.94	219 762 560 000.00	5337 5	17.38
Turkey201 5	347	4.40	23.35	7.83	9	60	2.16	188 861 890 000.00	6532 4	15.87
Turkey201 6	230	1.57	21.97	8.10	9	60	2.03	171 764 937 097.97	6267 4	16.25
Turkey201 7	168	5.78	24.84	10.81	9	60	-	227 511 820 000.00	0	-
Vietnam20	364	4.07	80.03	10.93	6	68	20.48	32 552 900 000.00	0	37.90

12										
Vietnam2013	302	4.22	83.63	4.76	7	68	28.21	40 061 270 000.00	0	35.51
Vietnam2014	348	4.78	86.40	3.66	7	68	26.93	46 067 020 000.00	0	-
Vietnam2015	535	5.51	89.78	(0.19)	7	68	-	51 876 650 000.00	0	-
Vietnam2016	659	5.09	93.62	1.11	7	68	-	66 395 686 031.24	0	-
Vietnam2017	510	5.73	101.56	4.12	7	68	-	116 657 040 000.00	0	-