

Институциональные детерминанты премии в сделках трансграничных слияний и поглощений

Воронцов Юрий Александрович

Студент 1 курса магистратуры

*Национальный Исследовательский Университет – Высшая Школа Экономики
Международный Институт Экономики и Финансов, Москва, Россия*

E-mail: vorontsov_msu@mail.ru

Согласно мнению, доминирующему в современной правовой и финансовой литературе институциональная среда, в которой функционирует компания, значительно влияет на ее стоимость. Впервые данная проблема была исследована в статье Ла Порты и др. (La Porta et al. (1998))¹, в которой эмпирическим путем было доказано влияние качества правового регулирования на фундаментальные финансовые показатели фирмы. Позже многие статьи подтвердили и развили данный результат.²

Однако, данные исследования, несмотря на широкий охват проблемы, имеют один важный недостаток – они не учитывают панельные различия между странами, что оказывает влияние на то, как конкретная компания «воспринимает» изменения в институциональной среде. Следовательно, итоговые результаты могут быть искажены.

Однако, существует способ, как оценить влияние институциональных детерминант, зафиксировав при этом подобный искажающий эффект – исследование проблемы в контексте сделок трансграничных слияний и поглощений.

Данное исследование базируется на следующем алгоритме, использующем метод case-study:

1) за временной промежуток с 1990 по 2007 год (устраиваем кризисные эффекты) собирается информация по компаниям, участвующим в сделках трансграничных поглощений (премия, фундаментальные характеристики);

2) для каждой трансграничной сделки находим соответствующую внутреннюю сделку, которая соответствует определенным критериям:

- Объявлена в тот же год;
- Компании-цели принадлежат одной стране и отрасли;
- Если трансграничная сделка заключалась в покупке более 50% акций компании, цели, то внутренняя сделка также заключается в покупке более 50%. И наоборот;
- Компании-цели в трансграничных и внутренних сделках не совпадают;
- Компании-цели схожи по объему активов;

Аналогичные критерии были использованы в работе Бриса (Bris) и Каболиса (Cabolis) (2008)³, однако авторы в своем исследовании концентрировались на влиянии степени защищенности инвестора на премию.

3) рассчитываем предельную кумулятивную сверхдоходность (ПКС) по данным сделкам как разность сверхдоходности по трансграничной и внутренней сделке;

4) проводим панельно-регрессионный анализ влияния институциональных показателей эффективности государственного управления (World Governance Indexes) на ПКС;

В результате исследования был сделан вывод о значимом влиянии институциональных детерминант на премию в сделках слияний и поглощений.

Полученный вывод важен потому что, во-первых, он эконометрическим путем доказал состоятельность более ранних исследований, не учитывавших панельные

¹ La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 1998. Law and Finance. Journal of Political Economy 106:1113-47.

² Ла Порты и др. (La Porta et al.) (2002), Химмельберг (Himmelberg), Хаббард (Hubbard), и Лав (Love) (2002) подтвердили влияние степени защищенности инвестора на стоимость компании; Клаессенс (Claessens) и Лаевен (Laeven) – выявили влияние степени защиты прав собственности; Демиргуч-Кант (Demirguc-Kunt) и Максимович (Maksimovic) (1998, 1999) – исследовали прочие институциональные детерминанты

³ Arturo Bris and Christos Cabolis, The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-Border Mergers, The Review of Financial Studies, Vol. 21, No. 2 (Mar., 2008), pp. 605-648

различия между странами, а во-вторых, позволил доказать значимость институциональных детерминант не только на локальных рынках, но и в мире в целом.

Библиографический список

1. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 1998. Law and Finance. *Journal of Political Economy* 106:1113-47.
2. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 2002. Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance* 57:1 147-70.
3. Himmelberg, C, R. G. Hubbard, and I. Love. 2002. Investor Protection, Ownership, and the Cost of Capital. Working Paper series no. 2834, World Bank.
4. Claessens, S., and L. Laeven. 2003. Financial Development, Property Rights, and Growth. *Journal of Finance* 58:2401-36.
5. Demirgüç-Kunt, A., and V. Maksimovic. 1999. Institutions, Financial Markets, and Firm Debt Maturity. *Journal of Financial Economics* 54:295-336.
6. Arturo Bris and Christos Cabolis, The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-Border Mergers, *The Review of Financial Studies*, Vol. 21, No. 2 (Mar., 2008), pp. 605-648