

# **ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА**

**№ 6 декабрь 2010 Москва**

Главный редактор Владимир Мау

Редакционная коллегия  
Абел Аганбегян, Кристилина Георгиева,  
Елена Карпухина, Вадим Новиков,  
Александр Радыгин, Сергей Синельников–  
Мурылев (заместитель главного редактора),  
Владимир Фаминский (заместитель главного  
редактора), Ксения Юдаева.

**Академия народного хозяйства  
при Правительстве Российской Федерации  
и Институт экономической политики им. Е. Т. Гайдара**  
Издается при поддержке Всемирного Банка

Оікововщя • Політика

ОΙΚΟΝΟΜΙΑ • POLITIKA

## **РЕДАКЦИОННЫЙ СОВЕТ:**

Франсуа БУРГИНЬОН  
Андрей ВОЛКОВ  
Евгений ГАВРИЛЕНКОВ  
Алан ГЕЛБ  
Герман ГРЕФ  
Марек ДОМБРОВСКИЙ  
Владимир ДРЕБЕНЦОВ  
Александр ДЫНКИН  
Леонид ЕВЕНКО  
Александр ЖУКОВ  
Михаил ЗАДОРНОВ  
Татьяна ЗАСЛАВСКАЯ  
Сергей КАРАГАНОВ  
Михаил КОПЕЙКИН  
Алексей КУДРИН  
Энн КРЮГЕР  
Джон ЛИТВАК  
Елена ЛОБАНОВА  
Аугусто ЛОПЕЗ-КЛАРОС  
Прадип МИТРА  
Сергей МЯСОЕДОВ  
Рустем НУРЕЕВ  
Александр РОМАНОВ  
Сергей СТЕПАШИН  
Алексей УЛЮКАЕВ  
Александр ХЛОПОНИН  
Теодор ШАНИН  
Андрей ШАСТИТКО  
Сергей ШАТАЛОВ  
Игорь ШУВАЛОВ  
Револьд ЭНТОВ  
Евгений ЯСИН

Спонсорская поддержка оказана компанией ВР



© Экономическая политика, № 6, 2010.

# СОДЕРЖАНИЕ

<b>Памяти Е. Т. Гайдара</b>	
Владимир МАУ Долгосрочные вызовы развития России и научное наследие Е. Т. Гайдара	<b>5</b>
Андрей НЕЧАЕВ Реформы Гайдара: правда и вымыслы	<b>12</b>
Абел АГАНБЕГЯН О Е. Т. Гайдаре как о выдающемся реформаторе и ученом	<b>23</b>
Сергей ДУБИНИН Жизненный путь Егора Гайдара	<b>32</b>
<b>Экономическая политика</b>	
<b>Т е о р и я</b>	
Аскар АКАЕВ, Виктор САДОВНИЧИЙ, Андрей КОРОТАЕВ О возможности предсказания нынешнего глобального кризиса и его второй волны ( <i>Памяти Е. Т. Гайдара</i> )	<b>39</b>
<b>И с т о р и я</b>	
Ирина КАРАВАЕВА, Марина ЕЛИЦУР Социально ориентированное налогообложение: теория вопроса	<b>47</b>
<b>Нобелевские лауреаты по экономике</b>	
Питер ДАЙМОНД Налоги и пенсионные выплаты	<b>59</b>
<b>Классика экономической науки</b>	
Фрэнк ИСТЕРБУК Пределы антимонопольного правоприменения	<b>75</b>
<b>Антимонопольная политика</b>	
Джеффри А. МАНН, Джошуа Д. РАЙТ Инновации и пределы антимонопольной политики	<b>99</b>
Виктор БРОДСКИЙ О некоторых ключевых понятиях антимонопольного законодательства	<b>124</b>
<b>Корпоративные стратегии</b>	
Виталий АРДИСЛАМОВ, Мария КОКОРЕВА Диверсификация и горизонтальная интеграция: выбор эффективного типа слияний и поглощений	<b>144</b>
<b>Кризис и банки</b>	
Рене М. ШТУЛЬЦ Кредитно–дефолтные свопы и кредитный кризис	<b>157</b>
<b>Аналитика и прогноз</b>	
Игорь САЛИЦКИЙ Перенос обменного курса рубля в цены импорта Российской Федерации	<b>176</b>
Ксения ЮДАЕВА New Normal для России	<b>196</b>
Аннотации к статьям номера	<b>201</b>
Содержание журнала за 2010 год	<b>206</b>

## ДИВЕРСИФИКАЦИЯ И ГОРИЗОНТАЛЬНАЯ ИНТЕГРАЦИЯ: ВЫБОР ЭФФЕКТИВНОГО ТИПА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

**Виталий АРДИСЛАМОВ**

инвестиционный аналитик,  
Bank of America Merrill Lynch

**Мария КОКОРЕВА**

преподаватель кафедры экономики  
и финансов фирмы, факультет экономики,  
Государственный университет —  
Высшая школа экономики

Око̀воца • Полџка

OIKONOMIA • POLITIKA

Слияния и поглощения (M&A)<sup>1</sup> являются одним из важнейших инструментов эффективной реакции фирм на меняющиеся экономические условия. Возможности покупки и продажи бизнеса создают достаточно гибкий механизм как для роста, так и для сокращения деятельности в непривлекательных отраслях; рынок корпоративного контроля стимулирует менеджеров к более эффективной работе.

Неудивительно, что M&A уже более двадцати лет остаются одной из наиболее актуальных тем в исследованиях по корпоративным финансам. За это время был накоплен значительный объем теоретических и эмпирических результатов, пройден путь от ранних работ, где внимание уделялось систематизации данных по слияниям и поглощениям и оценке потенциала M&A как инструмента корпоративного развития в целом, к оценке различных типов сделок с помощью анализа десятков тысяч наблюдений из разных стран. Теоретические модели вначале были сосредоточены на рассмотрении потенциала создания стоимости через диверсифицирующие M&A, а также на анализе антимонопольного регулирования сделок внутри одной отрасли (горизонтальной интеграции). С середины 1980-х годов стала набирать популярность агентская теория слияний и поглощений, предложенная Р. Роллом<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Общепринятое обозначение сделок по слияниям и поглощениям (*mergers and acquisitions*).

<sup>2</sup> Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers // The Journal of Business. 1986. Vol. 59. No 2. Part 1. P. 197—216.

На сегодняшний день существуют доказательства как создания, так и разрушения стоимости в сделках по слияниям и поглощениям. В этом контексте остается не вполне ясным, как фирмы-покупатели выбирают тип сделки M&A, если было принято решение об использовании подобной стратегии роста. Цель настоящей работы состоит в систематизации тех оснований, на базе которых осуществляется выбор типа сделки, посредством последовательного рассмотрения работ, относящихся к диверсификации либо к горизонтальным сделкам.

### 1. Корпоративная диверсификация: теоретические и эмпирические аргументы в пользу стратегии

Диверсификация в контексте M&A означает приобретение компании, операционная деятельность которой существенно отличается от деятельности покупателя. Такие отличия в деятельности можно классифицировать по нескольким признакам, при этом наиболее распространенными в литературе являются отраслевой и географический.

Как утверждают М. Гринблатт и Ш. Титман<sup>3</sup>, популярное объяснение диверсификации, опирающееся на снижение рисков денежных потоков компании и, следовательно, на понижение затрат на обслуживание ее капитала (что означает больше доступных проектов с положительной чистой приведенной стоимостью), не работает в случае равновесия на финансовых рынках, описываемого такими моделями ценообразования, как CAPM или APТ. В рамках данных моделей инвесторы имеют возможность самостоятельно и бесплатно диверсифицировать портфели до полного исключения индивидуального риска фирм, поэтому то, что фирмы проводят диверсификацию за инвесторов, не увеличивает стоимости таких фирм. Значит, для возможности эффективных диверсификаций в подобном контексте необходимо создание ими операционных и/или финансовых синергий.

При исследовании первого из этих вопросов можно отметить, что финансовые синергии в диверсифицированных компаниях возникают благодаря налоговым выгодам и появлению внутреннего рынка капитала. Как будет более подробно рассмотрено далее, согласно моделям эффективного внутреннего рынка капитала К. Линса и Г. Серваеса, само формирование этого рынка приводит к оптимальному распределению ресурсов<sup>4</sup>. То есть низко коррелированные, а значит, мало подверженные симметричным шокам денежные потоки из разных сегментов деятельности могут обеспечить механизм быстрого и гибкого перераспределения ресурсов при условии, что этих потоков достаточно. Сама задача диверсифицированной фирмы меняется, поскольку ее новая цель — максимизация суммы стоимостей сегментов.

Существуют и операционные преимущества диверсификации, возрастание значимости которых с размером отрасли отметил Р. Прендергаст, хотя данные преимущества, как правило, сопровождаются соответствующим ростом операционных издержек<sup>5</sup>. В действительности даже значительно различающиеся по характеру операционной деятельности компании могут использовать большое количество идентичных ресурсов. Например, как показано в работе М. Гринблатта и Ш. Титмана, объединенная компания может сэкономить

<sup>3</sup> Grinblatt M., Titman S. *Financial Markets and Corporate Strategy*. N.Y.: McGraw-Hill, 2002.

<sup>4</sup> Lins K., Servaes H. International Evidence on the Value of Corporate Diversification // *The Journal of Finance*. 1999. Vol. 54. No 6. P. 2215—2239.

<sup>5</sup> Prendergast R. Causes of Multiproduct Production: the Case of the Engineering Industries in Developing Countries // *World Development*. 1990. Vol. 18. No 3. P. 361—370.

на общих и административных издержках<sup>6</sup>. Возрастающие масштабы заказов поставщикам от подобных фирм, как показано в работе Дж. Мартина и А. Сайрака<sup>7</sup>, ведут к увеличению рыночной власти и снижению цен на ресурсы. Таким образом, экономия от масштаба и от разнообразия для некоторых видов операций достижима даже при диверсифицирующей сделке. Однако по сравнению со случаем горизонтальной интеграции эти эффекты малы, так как распространяются на меньшее число издержек.

Следовательно, теоретически можно утверждать, что при отсутствии агентских издержек объединенная фирма имеет как минимум такую же стоимость, как отдельные сегменты до слияния. Те операции, которые выполнялись до сделки, всегда могут быть продолжены без изменений, если это — оптимальная стратегия. В то же время возникают дополнительные варианты благодаря внутреннему рынку капитала и возможности объединения некоторых видов деятельности, не связанных напрямую с бизнес-операциями. Значит, любые потенциальные отрицательные эмпирические результаты должны объясняться отклонениями от идеального состояния рынков.

Что же касается упомянутых выше моделей CAPM и АРТ, то даже приблизительное осуществление их на практике остается фактом, не имеющим однозначного подтверждения. Несоблюдение условий равновесных моделей создает дополнительные источники выгод и издержек при диверсификации. По утверждению С. Росси и П. Волпина<sup>8</sup>, исследователи рассматривают три вида таких отклонений от условий идеального рынка капитала: трансакционные издержки, асимметрию информации и агентские издержки.

При наличии трансакционных издержек инвесторы могут сталкиваться с ограничением возможностей по диверсификации собственных портфелей. В этом случае диверсификация фирмы создает для ее акционеров дополнительные выгоды по снижению систематического риска, недостижимые другим путем.

При наличии асимметрии информации особое значение приобретает внутренний рынок капитала, возникающий в диверсифицированной фирме. О. Ламонт<sup>9</sup>, а также Х. Шин и Р. Штульц<sup>10</sup> подтверждают факты использования этого рынка компаниями, отмечая, что инвестиции в одних сегментах таких фирм зависят от денежных потоков в других. Теоретические модели эффективного внутреннего рынка капитала утверждают, что его возникновение приводит к оптимальному распределению ресурсов, в том числе потому, что издержки внутреннего финансирования ниже, чем внешнего, ввиду меньшей асимметрии информации при финансировании. Развитием данных моделей занимались Дж. Мацусака и В. Нанда<sup>11</sup>, К. Линс и Г. Серваес<sup>12</sup>. М. Гринблатт и Ш. Титман<sup>13</sup> обобщают эти выводы так: стоимость внутреннего капитала

<sup>6</sup> Grinblatt M., Titman S. Financial Markets and Corporate Strategy.

<sup>7</sup> Martin J.D., Sayrak A. Corporate Diversification and Shareholder Value: a Survey of Recent Literature // Journal of Corporate Finance. Vol. 9. 2003. P. 37—57.

<sup>8</sup> Rossi S., Volpin P. Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions // ECGI Working Paper Series in Finance. 2003. No 25/2003.

<sup>9</sup> Lamont O. Cash flow and investment: evidence from internal capital markets // Journal of Finance. 1997. Vol. 52. P. 83—109.

<sup>10</sup> Shin H.-H., Stulz R.M. Are internal capital markets efficient // The Quarterly Journal of Economics 1998. Vol. 113. P. 531—552.

<sup>11</sup> Matsusaka J.G., Nanda V. Internal Capital Markets and Corporate Refocusing // Journal of Financial Intermediation. 2002. Vol. 11. P. 176—211.

<sup>12</sup> Lins K.V., Servaes H. Is corporate diversification beneficial in emerging markets? // Financial Management. 2002. Vol. 31. No 2. P. 5—31.

<sup>13</sup> Grinblatt M., Titman S. Op. cit.

ниже тогда, когда фирмы обладают ценной частной информацией, которой считают неоптимальным делиться с рынком. В качестве примера М. Гринблатт и Ш. Титман показывают, что внутренний рынок капитала позволяет инвестировать в проекты с положительными чистыми приведенными стоимостями (NPV), которые были бы недоступны независимой фирме.

Тем не менее описанные модели, согласно Дж. Мартину и А. Сайраку, не объясняют эмпирически подтвержденные факты субсидирования наименее прибыльных сегментов корпораций<sup>14</sup>. Более того, в этих моделях большое внимание уделяется тому, что диверсификация может генерировать потери, в частности в результате избыточного инвестирования как следствия более привлекательного соотношения издержек и выгод при внутреннем финансировании проектов. Р. Раджан<sup>15</sup> и Д. Шарфштейн<sup>16</sup> рассматривают различные доказательства того, что внутренний рынок капитала неэффективен и ведет к неоптимальному распределению капитала между разными сегментами с точки зрения коэффициента  $q$ -Тобина<sup>17</sup>.

С позиции агентской теории диверсификация объясняется преследованием менеджерами личных выгод. Например, в работе А. Шляйфера и Р. Вишни показано, что они могут инвестировать в проекты (в том числе в приобретение компаний из других отраслей), которыми они смогут управлять лучше любого другого менеджера, — так называемые *manager-specific investments*, повышающие издержки акционеров по замене управляющего, а следовательно, безопасность его рабочего места и переговорную силу, увеличивая вовлеченность (*entrenchment*) менеджера<sup>18</sup>. Кроме того, М. Дженсен отмечает, что сделки по диверсификации могут приводить к росту власти менеджеров и повышению компенсации для них<sup>19</sup>. Агентскими издержками объясняют диверсификацию также Д. Денис с соавторами<sup>20</sup>.

К агентской теории относятся и модели, базирующиеся на рассмотрении влияния борьбы управляющих различными сегментами корпорации за расположение общего топ-менеджмента и ресурсы для инвестиций. Например, в модели Р. Раджана и соавторов<sup>21</sup> общий топ-менеджмент фирмы с двумя сегментами может распределять ресурсы между ними; каждый управляется независимым менеджером, имеющим возможность инвестировать в «эффективный» либо в «защитный» проект. В равновесии эффективные инвестиции будут сделаны только тогда, когда разница между возможностями сегментов достаточно мала. Поэтому авторы утверждают, что наибольшую вероятность быть оцененными с премией имеют диверсифицированные фирмы, степень диверсификации которых низка.

<sup>14</sup> Martin J.D., Sayrak A. Corporate Diversification and Shareholder Value: a Survey of Recent Literature.

<sup>15</sup> Rajan R., Servaes H., Zingales L. The Cost of Diversity: the Diversification Discount and Inefficient Investment // The Journal of Finance. 2000. Vol. 55. No 1. P. 35—80.

<sup>16</sup> Scharfstein D.S. The Dark Side of Internal Capital Markets II: Evidence from Diversified Conglomerates // NBER Unpublished Manuscript. 1998. No 6352.

<sup>17</sup> Коэффициент  $q$ -Тобина представляет собой отношение рыночной стоимости активов к их восстановительной стоимости; часто выступает в качестве индикатора инвестиционной привлекательности активов.

<sup>18</sup> Shleifer A., Vishny R.W. Management Entrenchment. The Case of Manager-Specific Investments // Journal of Financial Economics. 1989. Vol. 25. P. 123—139.

<sup>19</sup> Jensen M.C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // The American Economic Review. 1986. Vol. 76. No 2. P. 323—329.

<sup>20</sup> Denis D.J., Denis D.K., Sarin A. Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification // The Journal of Finance. 1997. Vol. LII. No 1.

<sup>21</sup> Rajan R., Servaes H., Zingales L. Op. cit.

Существуют и объяснения диверсификации за пределами анализа отклонений от САРМ и АРТ. К. Монтгомери<sup>22</sup> пишет о теории рыночной власти. Для иллюстрации этой теории Дж. Мартин и А. Сайрак<sup>23</sup>, а также Б. Виллалонга<sup>24</sup> показывают, что диверсифицированные фирмы могут использовать прибыли, полученные в одной отрасли, для снижения цен в другой. Кроме того, большие игроки могут заключать между собой сделки для вытеснения малых конкурентов. Данные меры будут максимизировать стоимость благодаря росту рыночной власти фирмы и увеличению будущих прибылей, несмотря на потенциальное ценообразование ниже уровня издержек в краткосрочном периоде. Эффект рыночной власти при диверсификации по сравнению с горизонтальными слияниями примечателен еще и тем, что такая ситуация с меньшей вероятностью вызовет действия регуляторов (хотя и само влияние на рынки, скорее всего, будет меньше).

Несмотря на многообразие теорий, объясняющих возможное положительное влияние диверсификации на стоимость компании, эмпирические данные по падению стоимости от диверсификации приводятся многими авторами. В статье Ф. Бергера и Е. Офека<sup>25</sup> сравниваются стоимости диверсифицированной фирмы и оцененной суммы стоимостей ее сегментов, взятых отдельно. Авторы утверждают, что при диверсификации наблюдается средняя потеря стоимости в размере 13—15% от суммы стоимостей до сделки в 1986—1991 годах, причем потеря стоимости тем меньше, чем ближе сегменты бизнеса корпорации (по классификации SIC<sup>26</sup>). Основными драйверами падения стоимости названы перекрестные субсидии и избыточное инвестирование, причем внутренние инвестиционные решения часто не согласуются с такими критериями, как  $q$ -Тобина. Тем не менее авторы отмечают сглаживающий эффект налоговых выгод, которые получают диверсифицированные фирмы.

К. Линс и Г. Серваес<sup>27</sup> обнаруживают скидку за диверсификацию в Великобритании (около 15%) и Японии (около 10%) и отсутствие такой скидки в Германии в 1994—1996 годах. Аналогично Ф. Бергер и Е. Офек<sup>28</sup> сравнивают гипотетические стоимости сегментов диверсифицированных фирм со стоимостями сфокусированных компаний из тех же отраслей.

Статья Д. Дениса и соавторов<sup>29</sup> посвящена международной диверсификации. Авторы отмечают, что в выборке наблюдается тенденция к увеличению диверсификации в другие страны (используется панель из 44 288 наблюдений с 1984 по 1997 год), но на уровне фирм не наблюдается замены географической диверсификацией отраслевой. Вывод заключается в том, что оба типа диверсификации уменьшают стоимость компаний. Авторы не приходят к однозначному заключению об источниках падения стоимости, но отмеча-

<sup>22</sup> *Montgomery C.A.* Corporate Diversification // *Journal of Economic Perspectives*. 1994. Vol. 8. No 3. P. 163—178.

<sup>23</sup> *Martin J.D., Sayrak A.* Corporate Diversification and Shareholder Value: a Survey of Recent Literature.

<sup>24</sup> *Villalonga B.* Diversification Discount or Premium? New Evidence from BITS Establishment-level Data // *Journal of Finance*. 2000. No 59. P. 475—503.

<sup>25</sup> *Berger P.G., Ofek E.* Diversification's Effect on Firm Value // *Journal of Financial Economics*. 1995. Vol. 37. P. 39—65.

<sup>26</sup> Standard industrial classification code (SIC) — код стандартной промышленной классификации.

<sup>27</sup> *Lins K., Servaes H.* International Evidence on the Value of Corporate Diversification.

<sup>28</sup> *Berger P.G., Ofek E.* Diversification's effect on firm value.

<sup>29</sup> *Denis D.J., Denis D.K., Yost K.* Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value // *The Journal of Finance*. 2002. Vol. 57. No 5. P. 1951—1979.



ют, что данные подтверждают гипотезу о внутренней борьбе управляющих различными сегментами, то есть теорию издержек влияния.

Почему же диверсификационные сделки продолжают активно совершаться? К ответу на этот вопрос можно подойти с двух сторон. Во-первых, найти объяснения тому, что диверсификации происходят, несмотря на их средний эффект по снижению стоимости фирмы-покупателя. Во-вторых, предположить, что исследования, документирующие скидки за диверсификацию, используют неверную методологию и на самом деле систематическая скидка отсутствует. Оба подхода реализованы в современной эмпирической литературе.

Дж. Мацусака и В. Нанда<sup>30</sup> проводят обзор исследований с 1983 по 1998 год, в которых оценивается доля фирм, торгующихся с премией после диверсификации; эта доля составляет примерно одну треть.

Применение базы данных BITS вместо COMPUSTAT (использованной Ф. Бергером и Е. Офеком<sup>31</sup>) приводит Б. Виллалонгу<sup>32</sup> к нахождению премий, а не скидок за диверсификацию.

Кроме того, подходы к оценке премий/скидок за диверсификацию и к определению «разрушения стоимости», примененные в работах Ф. Бергера и Е. Офека<sup>33</sup>, К. Линса и Г. Серваеса<sup>34</sup>, документирующих разрушение стоимости диверсификацией, подвергаются критике Дж. Грэхэмом с соавторами<sup>35</sup>. Таким образом, важный с точки зрения теоретических оснований для анализа данных вопрос заключается в том, ведут ли себя диверсифицированные фирмы образом, отличным от поведения их сегментов, если бы те были независимы. Источники особого поведения диверсифицированных фирм выделяются с помощью трех типов моделей, предложенных Р. Раджаном с соавторами<sup>36</sup>, которые также можно использовать для объяснения диверсификации и создания ею дополнительной стоимости. В трехпериодной модели Дж. Матсусаки и В. Нанды<sup>37</sup> фирма выбирает, продолжать ли операции в виде многосегментной компании или разделиться на отдельные фирмы, и это решение зависит от распределения прав на распоряжение денежными потоками, то есть от структуры внутреннего рынка капитала.

Найдены и эмпирические подтверждения критики. Дж. Грэхэм и соавторы<sup>38</sup> обнаруживают систематические различия в характеристиках поглощаемых и отдельно работающих фирм. Они делают вывод, что влияние диверсификации на цену акции фирмы-покупателя связано не с разрушением стоимости, а с тем, что мишени, как правило, торгуются с большой скидкой относительно типичных отраслевых показателей, и это инкорпорируется в капитализацию покупателя после объявления о сделке. Таким образом, нельзя утверждать, что диверсификация снижает стоимость покупателей,

<sup>30</sup> *Matsusaka J.G., Nanda V.* Internal Capital Markets and Corporate Refocusing // *Journal of Financial Intermediation*. 2002. Vol. 11. P. 176—211.

<sup>31</sup> *Berger P.G., Ofek E.* Diversification's Effect on Firm Value.

<sup>32</sup> *Villalonga B.* Diversification Discount or Premium? New Evidence from BITS Establishment-level Data.

<sup>33</sup> *Berger P.G., Ofek E.* Op. cit.

<sup>34</sup> *Lins K.V., Servaes H.* Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets?

<sup>35</sup> *Graham J.R., Lemmon M.L., Wolf J.G.* Does Corporate Diversification Destroy Value? // *The Journal of Finance*. 2002. Vol. 57. No 2. P. 695—720.

<sup>36</sup> *Rajan R., Servaes H., Zingales L.* The Cost of Diversity: the Diversification Discount and Inefficient Investment.

<sup>37</sup> *Matsusaka J.G., Nanda V.* Op. cit.

<sup>38</sup> *Graham J.R., Lemmon M.L., Wolf J.G.* Op. cit.

на основе сравнения капитализации объединенной фирмы с суммой стоимостей сегментов, полученных при использовании средних отраслевых показателей. Похожие выводы делают Р. Аднер и П. Земски<sup>39</sup>, предлагая модель с эндогенной степенью диверсификации, зависящей от отраслевой близости сегментов (заданной экзогенно). Эндогенность диверсификации наряду с этим подтверждается исследованием Б. Виллалонги<sup>40</sup> с использованием методологии формирования выборки Ф. Бергера и Е. Офека<sup>41</sup> и поправки на причинно-следственные зависимости и моделирования склонности к диверсификации с помощью пробит-регрессии. Однако такие выводы поднимают вопрос о наличии в исследованиях проблемы «выискивания данных» (*data snooping*) при использовании идентичной методологии для выборок, что подчеркивается в работе А. Паттона<sup>42</sup>.

В целом диверсифицирующие M&A сопряжены с многочисленными выгодами и издержками как на идеальных и находящихся в равновесии рынках капитала, так и при наличии провалов рынка. Существует несколько классов теорий, объясняющих как положительные, так и отрицательные эффекты диверсификации. Результаты эмпирических работ по созданию стоимости для покупателей зависят от методологии и являются неоднозначными. При этом большинство исследователей, сообщающих о скидках за диверсификацию, объясняет их при помощи агентских теорий.

## 2. Горизонтальная интеграция: теоретические предпосылки и фактические доводы в пользу выбора стратегии

В общем случае под сделкой по горизонтальной интеграции (также — горизонтальным слиянием, горизонтальной сделкой) понимается сделка, в которой покупатель приобретает своего конкурента. В случае если покупатель действует на нескольких рынках, горизонтальной сделкой может считаться покупка фирмы на любом из этих рынков.

Теоретический анализ горизонтальной интеграции существенно отличается от случая диверсификации и лежит, в первую очередь, в областях теории отраслевых рынков (частного равновесия на рынке конечного продукта фирмы) и теории производства. Наиболее логично разделить источники создания стоимости этим типом M&A на возникающие со стороны выручки и со стороны издержек.

Многие статьи по теории отраслевых рынков демонстрируют теоретическую возможность эффективных горизонтальных сделок в различных рыночных структурах. А. Банал-Эстаньол<sup>43</sup> утверждает, что в олигополии по Курно с  $N$  фирм горизонтальная интеграция в условиях неопределенности может повышать общественное благосостояние, если у фирм есть частная информация об исходах на рынке и в производстве. Более того, при наличии частной информации у самих фирм больше стимулов к слиянию. Возможность эффективных горизонтальных слияний в модели доминирующей олигополии в конкурентном окружении демонстрируют

<sup>39</sup> Adner R., Zemsky P. Diversification and Performance: Linking Relatedness, Market Structure and the Decision to Diversify // INSEAD Working Paper Series. 2006. [ssrn.com/abstract=890499](http://ssrn.com/abstract=890499).

<sup>40</sup> Villalonga B. Does Diversification Cause the «Diversification Discount»? // Financial Management. 2004. Summer. P. 5—27.

<sup>41</sup> Berger P.G., Ofek E. Diversification's Effect on Firm Value.

<sup>42</sup> Patton A. Quantitative Finance. L.: University of London Press, 2009.

<sup>43</sup> Banal-Estacol A. Information-sharing Implications of Horizontal Mergers // International Journal of Industrial Organization. 2007. Vol. 25. P. 31—49.

Р. Ротшильд<sup>44</sup> (в зависимости от типа стратегического поведения и типа сливающихся фирм), М. Перри и Р. Портер<sup>45</sup> (в зависимости от параметров спроса и функций издержек), В. Мак-Элрой<sup>46</sup> (также в зависимости от параметров спроса и функций издержек).

Для сравнительного анализа с диверсификацией имеет значение, в чем заключается основа эффективной горизонтальной интеграции. Если таковой является изменение рыночной структуры в силу уменьшения числа конкурентов, это затрудняет сравнение. У объяснений изменения стоимости в результате двух типов сделок окажется мало общих факторов, а сами эффекты горизонтальной интеграции будет крайне трудно описать обобщенно, без обращения к специфической рыночной структуре и/или отрасли. Если же горизонтальные сделки в первую очередь создают стоимость через операционные синергии, то фундамент для сравнения с диверсификацией более существенный.

В изученной литературе по вопросу об источниках эффективности горизонтальной интеграции наблюдается общая тенденция к принятию именно операционных синергий и сопутствующего роста эффективности по издержкам в качестве основного объяснения горизонтальных слияний.

Так, анализ Р. Стильманом одиннадцати запрещенных властями горизонтальных сделок в США (1964—1972 годы) на предмет потенциала повышения цен поддерживает вывод об отсутствии значимых доказательств антиконкурентного эффекта горизонтальной интеграции<sup>47</sup>. Сравнивая горизонтальные и вертикальные слияния в промышленных и добывающих отраслях США, автор утверждает, что источником эффективности в обоих типах сделок являются в первую очередь синергетические эффекты, а не влияние на структуру отрасли. Эти выводы поддерживаются в работе Е. Экбо<sup>48</sup>: автор приходит к заключению, что положительная реакция рынка на горизонтальную интеграцию не связана с падением конкуренции. Эмпирические результаты, приведенные в статье, свидетельствуют о более эффективном распределении ресурсов корпораций благодаря горизонтальным слияниям, поэтому отвергается антидогматическая доктрина того времени. Вообще, критику антимонопольной политики США 1960—1980-х годов можно назвать систематической со стороны авторов эмпирических статей, содержащих анализ данных того времени. К. Фи и С. Томас<sup>49</sup> при рассмотрении выборки из 554 сделок за 1980—1997 годы также находят мало доказательств большего монополистического сговора, но статистически значимые показатели увеличения производственной эффективности, в том числе ввиду большей переговорной силы при закупках. Кроме того, исследование избыточных накопленных доходностей (CAR) вокруг даты объявления показывает значимые положительные избыточные доходности по акциям как покупателя, так и мишени.

<sup>44</sup> *Rotschild R.* On the Incentives for Horizontal Merger in an Industry with Dominant Firms // *European Journal of Political Economy.* 1990. Vol. 6. P. 473—485.

<sup>45</sup> *Perry M.K., Porter R.H.* Oligopoly and the Incentive for Horizontal Merger // *The American Economic Review.* 1985. Vol. 75. No 1. P. 219—227.

<sup>46</sup> *McElroy W.F.* The Welfare Economics of Dominant-Firm Acquisitions // *Journal of Economics.* 1985. Vol. 45. No 2. P. 115—140.

<sup>47</sup> *Stillman R.* Examining Antitrust Policy Towards Horizontal Mergers // *Journal of Financial Economics.* Vol. 11. 1983. P. 225—240; *Eckbo E.B.* Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth // *Journal of Financial Economics.* 1983. Vol. 11. P. 241—273.

<sup>48</sup> *Eckbo E.B.* Mergers and the Market Concentration Doctrine: Evidence from the Capital Market // *The Journal of Business.* 1985. Vol. 58. No 3. P. 325—349.

<sup>49</sup> *Fee C.E., Thomas S.* Sources of gains in horizontal mergers: evidence from customer, supplier, and rival firms // *Journal of Financial Economics.* 2004. Vol. 74. P. 423—460.

Тем не менее исследователи различаются во взглядах на специфические источники эффективности горизонтальной интеграции. Некоторые из них задаются вопросом: что является более эффективным — интегрировать приобретенную фирму или сохранить конкуренцию между ней и существовавшим на данном рынке бизнесом? С точки зрения С. Миалон<sup>50</sup>, при горизонтальных сделках достижимо увеличение эффективности по издержкам с помощью перераспределения капитала между покупателем и мишенью, если они обладают в достаточной степени разными характеристиками. В этом случае может оказаться более эффективным решение сохранить конкуренцию. Если фирмы схожи по характеристикам, оптимальной стратегией будет их интеграция. Эта идея обобщена в работе М. Гринблатта и Ш. Титмана<sup>51</sup>, где упоминается «опцион на перемещение ресурсов» при создающей синергии горизонтальной интеграции.

Е. Экбо и соавторы<sup>52</sup> строят эконометрическую модель горизонтальных слияний, основанную на методе максимального правдоподобия. Используя выборку из более ранней работы Е. Экбо<sup>53</sup> — 196 горизонтальных слияний с 1963 по 1981 год, — они приводят доказательства, что при горизонтальной интеграции у менеджмента покупателя, но не мишени, есть ценная частная информация о потенциальных синергиях. Выгоды от интеграции уменьшаются с ростом размера покупателя относительно размера мишени (так как при этом синергии уменьшаются), уровня концентрации в отрасли и числа предыдущих сделок в ней. Тем не менее в модели предполагается, что менеджмент покупателя никогда не инициирует сделку, ожидая отрицательный эффект на цены акций, то есть не учитывается проблема принципала—агента, релевантность которой для объяснения эмпирических данных по выбору типа М&А подчеркивают К. Линс и Г. Серваес<sup>54</sup> и другие авторы.

Интересный взгляд на проблему предлагает Е. Акдогу<sup>55</sup>. Обнаруживая значимо отрицательное влияние на цены акций конкурентов при горизонтальных слияниях, он утверждает, что решение о подобной сделке может быть выбором «меньшего из двух зол» и, таким образом, эффективным при прочих равных условиях.

Вслед за значительным ростом объемов горизонтальной интеграции начиная с 1980-х годов последовала активизация эмпирических исследований по теме. Большинство соответствующих статей посвящено анализу М&А в отдельных отраслях отдельных стран и содержит смешанные результаты с точки зрения роста/падения эффективности и стоимости компаний. Так, Л. Карпон<sup>56</sup> рассматривает 253 сделки по горизонтальной интеграции в производственных отраслях ЕС и США в 1988—1992 годы, отмечая тенденцию к созданию стоимости в таких сделках. С. Роадес<sup>57</sup> не находит доказательств

<sup>50</sup> Mialon S.H. Efficient Horizontal Mergers: The Effects of Internal Capital Reallocation and Organizational Form // International Journal of Industrial Organization. 2008. Vol. 26. P. 861—877.

<sup>51</sup> Grinblatt M., Titman S. Financial Markets and Corporate Strategy.

<sup>52</sup> Eckbo E.B., Maksimovic V., Williams J. Consistent Estimation of Cross-Sectional Models in Event Studies // The Review of Financial Studies. 1990. Vol. 3. No 3. P. 343—365.

<sup>53</sup> Eckbo E.B. Mergers and the Market Concentration Doctrine: Evidence from the Capital Market // The Journal of Business. 1985. Vol. 58. No 3. P. 325—349.

<sup>54</sup> Lins K.V., Servaes H. Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets?

<sup>55</sup> Akdogu E. Gaining a Competitive Edge Through Acquisitions: Evidence from the Telecom Industry // Working Paper. 2003. www.ssrn.com.

<sup>56</sup> Carpon L. The Long-Term Performance of Horizontal Acquisitions // Strategic Management. 1999. Vol. 20. P. 987—1018.

<sup>57</sup> Rhoades S.A. Efficiency effects of horizontal (in-market) bank mergers // Journal of Banking and Finance. 1993. Vol. 17. P. 411—422.

увеличения эффективности американских банков по сравнению с другими фирмами после волны горизонтальных слияний в 1981—1986 годах. Дж. Вяне и Кс. Желлинк<sup>58</sup> отмечают увеличивающуюся концентрацию в отраслях европейской пищевой промышленности, низкий уровень отраслевой и высокий — географической диверсификации. Количественные измерения влияния сделок на стоимость пищевых компаний не приводятся.

Дж. Робинсон<sup>59</sup> выделяет пять стратегий M&A в американском медицинском секторе, включая горизонтальную интеграцию внутри страны как типичные сделки для малых и средних госпиталей. Он также приводит примеры диверсификации по продуктам, услугам и дистрибуции. М. Песендорфер<sup>60</sup> приводит доказательства потерь фирм-покупателей из сферы бумажной промышленности США от горизонтальных сделок 1980-х годов, но возрастания общего излишка потребителей и производителей на рынке в семи из восьми сегментов (при моделировании спроса с постоянной эластичностью). Дж. Мета и соавторы<sup>61</sup> видят фундамент для консолидации в индийском банковском секторе, так как, по их мнению, он слишком сегментирован, имеет высокие издержки, потенциал высоких рисков и в существовавшем виде имел бы проблемы с международным регулированием. Таким образом, обосновывается существование эффективной экономии от масштаба, которая должна послужить стимулом к горизонтальной интеграции. По мнению авторов, снижение конкуренции (и выгод потребителей) в результате консолидации полностью компенсируется ростом международной конкурентоспособности индийской банковской системы как драйвера «экономической силы»<sup>62</sup> страны. На уровне же частного равновесия эта статья вновь подчеркивает сравнительную важность влияния интеграции на издержки.

С. Мажумдар и соавторы<sup>63</sup> анализируют воздействие M&A на американские телекоммуникационные компании с 1988 по 2001 год, обнаруживая отрицательное влияние сделок на эффективность и благосостояние потребителей. Установленный тренд — консолидация локальных операторов-монополий (то есть отвергается мотив рыночной власти). Для рынка высоких технологий Великобритании в эпоху «пузыря доткомов» Л. Гао и П. Сударсанам<sup>64</sup> делают вывод, что горизонтальная интеграция в секторе создавала стоимость, а благосостояние акционеров фирм-покупателей из других отраслей падало после поглощения высокотехнологичной фирмы.

Используя данные о сделках в оборонной отрасли США в 1978—1996 годах, Дж. Ананд показывает, что горизонтальная интеграция может быть эффективной как способ продажи излишних ресурсов в сокращающейся отрасли<sup>65</sup>.

<sup>58</sup> *Viaene J., Gellynck X.* Structure, Conduct and Performance of the European Food Sector // *European Review of Agricultural Economics*. 1995. Vol. 22. P. 282—295.

<sup>59</sup> *Robinson J.C.* The Dynamics and Limits of Corporate Growth in Health Care // *Health Affairs*. 1996. Summer. P. 155—169.

<sup>60</sup> *Pesendorfer M.* Horizontal Mergers in the Paper Industry // *The RAND Journal of Economics*. 2003. Vol. 34. No 3. P. 495—515.

<sup>61</sup> *Mehta J., Kakani R.K.* Motives for Mergers and Acquisitions in the Indian Banking Sector — A Note on Opportunities & Imperatives // Working Paper. 2006. No 06-13. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>62</sup> *Ibid.* P. 10.

<sup>63</sup> *Majumdar S.K., Moussawi R., Yaylagicigi U.* Quest for Efficiency: Assessing the Impact of Mergers on Performance in the US Telecommunications Industry // Working Paper. 2007. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>64</sup> *Gao L., Sudarsanam P.S.* Value Creation in UK High Technology Acquisitions // Working Paper. 2003. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>65</sup> *Anand J.* Redeployment of Corporate Resources: a Study of Acquisition Strategies in the US Defense Industries, 1978—1996 // *Managerial and Decision Economics*. 2004. Vol. 25. No 6/7. P. 383—400. [onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/mde.v25:6/7/issuetoc](http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/mde.v25:6/7/issuetoc).

Таким образом, в большинстве отраслевых исследований горизонтальные слияния оцениваются как распространенное и в целом положительно воздействующее на стоимость компаний явление.

Наконец, существуют и эмпирические статьи по горизонтальной интеграции в целом. Например, Дж. Фан и В. Гойял<sup>66</sup> находят, что горизонтальные слияния в 1962—1996 годы имели в целом более позитивный результат, чем диверсификации (на выборке из 2162 сделок среди компаний, торговавшихся в этот период на американских биржах).

Подводя промежуточный итог, мы можем сказать, что в литературе упоминается множество источников создания стоимости горизонтальными сделками, большинство из которых связано с более высокой производственной эффективностью, а не с антиконкурентными эффектами. Эмпирические исследования для развитых рынков обнаруживают более благоприятное влияние горизонтальной интеграции на стоимость компании, то есть сравнительную эффективность этого типа сделок M&A, с точки зрения акционеров покупателя. Как было упомянуто в работе Дж. Дениса и соавторов<sup>67</sup>, горизонтальную интеграцию, в отличие от диверсификации, относят к одной из эффективных дисциплинарных мер на рынке корпоративного контроля.

### 3. Источники эффективности диверсификации и горизонтальной интеграции, характерные для развивающихся рынков

Стоит обратить внимание на то, что большинство «классических», в том числе описанных выше, эмпирических исследований касаются рынка США. К. Линс и Г. Серваес<sup>68</sup> анализируют другие развитые рынки (Великобритания, Германия и Япония) и обнаруживают значимую разницу в эффективности диверсификации. Различие эмпирических результатов по странам, а также при разных типах корпоративного управления и при разных уровнях развития рынков капитала заставляет поставить и рассмотреть вопрос: существуют ли на развивающихся рынках особенности, создающие дополнительные выгоды (или издержки) при диверсификации и горизонтальной интеграции?

Например, системные риски в отраслях на развивающихся рынках могут быть более высокими из-за институциональной и политической неопределенности. Это свидетельствует в пользу более высокой оценки диверсификации рынком, чем в развитых экономиках, поскольку достигается более существенное снижение рисков. В то же время менее конкурентная, чем на развитых рынках, структура некоторых отраслей может означать большее увеличение ренты при горизонтальном слиянии (если оно одобряется властями).

Можно предложить и следующий аргумент: в США волна диверсифицирующихся, так называемых конгломератных, M&A прошла в большинстве отраслей в 1960-е и 1970-е годы, сменившись достаточно устойчивым ростом доли горизонтальных сделок в 1980-е и 1990-е. Данные аргументы рассмотрены в работах С. Грея и М. Мак-Дермотта<sup>69</sup>, Дж. Либескинд и со-

<sup>66</sup> Fan J.P.H., Goyal V.K. On the Patterns and Wealth Effects of Vertical Mergers // *Journal of Business*. 2006. Vol. 79. No 2. P. 877—902.

<sup>67</sup> Denis D.J., Denis D.K., Sarin A. Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification // *The Journal of Finance*. 1997. Vol. LII. No 1.

<sup>68</sup> Lins K., Servaes H. International Evidence on the Value of Corporate Diversification // *The Journal of Finance*. 1999. Vol. 54. No 6. P. 2215—2239.

<sup>69</sup> Gray S.J., McDermott M.C. International Mergers and Takeovers: a Review of Trends and Recent Developments // *European Management Journal*. 1987. Vol. 6. No 1. P. 26—43.

авторов<sup>70</sup>, П. Лейна и соавторов<sup>71</sup>, М. Гринблатта и Ш. Титмана<sup>72</sup>. Это могло быть связано не только с изменившимся восприятием влияния различных типов сделок на эффективность, но и с тем, что определенные отрасли достигли своей новой, оптимальной (на тот момент) архитектуры, так как М&А могут быть оптимальной реакцией на меняющиеся условия в отрасли и во всей экономике, что показано в работе Е. Акдогу<sup>73</sup>. Повторение условий, благоприятствующих диверсификации, возможно на развивающихся рынках и сегодня.

В числе прочего это зависит от состояния институтов, развитости рынков капитала и регулирующего законодательства. В статье Т. Ханна и К. Палепу<sup>74</sup> анализ институциональных особенностей позволяет сделать вывод, что у диверсифицированных групп на развивающихся рынках есть значительный потенциал для роста стоимости. В контексте теорий внутреннего рынка капитала авторы показывают, что неразвитые и неликвидные финансовые рынки значительно повышают выгоды от использования внутренних источников финансирования на таких рынках. Более того, эффект снижения риска усиливается сравнительно слабым исполнением контрактов. Таким образом, авторы не находят фундаментально новых источников для эффективных диверсификаций на развивающихся рынках. Но они утверждают, что те же самые драйверы роста стоимости — в силу институциональных особенностей — играют на таких рынках гораздо большую роль.

Л. Фовер и соавторы<sup>75</sup> приходят к похожим выводам, рассмотрев более 8 тыс. компаний из 35 стран: их анализ показывает, что стоимость, создаваемая при сделках диверсификации, связана с законодательным климатом и уровнем развития рынков капитала. В частности, «для стран с более низким уровнем дохода было установлено или отсутствие скидки за диверсификацию, или премия за диверсификацию. Для таких фирм преимущества диверсификации, скорее всего, компенсируют агентские издержки диверсификации»<sup>76</sup>. Дж. Шакман<sup>77</sup> также устанавливает, что объем диверсификации отрицательно зависит от уровня развития рынка капитала.

Более специфическое эмпирическое исследование представлено в статье И. Ивашковской и соавторов<sup>78</sup>. Авторы исследуют диверсификации только в странах БРИК и, получая значимые положительные оценки избыточных накопленных доходностей для 75 диверсификационных сделок в 21-дневном окне события, приходят к выводу, что такие сделки повышают стоимость компаний-покупателей.

<sup>70</sup> *Liebeskind J.P., Opler T.C., Hatfield D.E.* Corporate Restructuring and the Consolidation of US Industry // *The Journal of Industrial Economics*. 1996. Vol. 44. No 1. P. 53—68.

<sup>71</sup> *Lane P.J., Cannella A.A.J., Lubatkin M.H.* Agency Problems as Antecedents to Unrelated Mergers and Diversification: Amihud and Lev Reconsidered // *Strategic Management Journal*. 1998. Vol. 19. No 6. P. 555—578.

<sup>72</sup> *Grinblatt M., Titman S.* Financial Markets and Corporate Strategy.

<sup>73</sup> *Akdogu E.* Gaining a Competitive Edge Through Acquisitions: Evidence from the Telecom Industry.

<sup>74</sup> *Khanna T., Palepu K.* Why Focused Strategies May be Wrong for Emerging Markets // *Harvard Business Review*. 1997. July-August. P. 41—51.

<sup>75</sup> *Fauver L., Houston J.F., Naranjo A.* Capital Market Development, Integration, Legal Systems, and the Value of Corporate Diversification: A Cross-Country Analysis / *Tuck-JFQA Contemporary Corporate Governance Issues II Conference*, 2002. [ssrn.com/abstract=320220](http://ssrn.com/abstract=320220), доступ 18.06.2010.

<sup>76</sup> *Ibid.* P. 138.

<sup>77</sup> *Shackman J.D.* Corporate Diversification, Vertical Integration, and Internal Capital Markets: a Cross-Country Study // *Management International Review*. Vol. 47. No 4. 2007. P. 479—504.

<sup>78</sup> *Ивашковская И.В., Шамраева С.А., Григориади Е.Е.* Эмпирический анализ эффективности корпоративной диверсификации на растущих рынках капитала на примере группы БРИК // *Экономический журнал ВШЭ*. 2009. № 3. С. 1—23.

Таким образом, применительно к развивающимся рынкам как поправки к теоретическим аргументам, так и существующие эмпирические результаты говорят в пользу наличия потенциала для эффективных диверсификаций (в том числе в России). Поскольку по горизонтальным слияниям также приводятся многочисленные эмпирические доказательства роста стоимости, оказывается неочевидным, какой тип сделок и при каких обстоятельствах вероятнее всего генерирует наибольшие положительные экономические эффекты. Следовательно, сравнение диверсификации и горизонтальной интеграции особенно актуально в контексте развивающихся рынков.

### Выводы

Анализ теоретических и эмпирических работ, посвященных эффективности диверсификаций и горизонтальных слияний, позволяет заключить, что и диверсификация, и горизонтальная интеграция способны создавать синергии. При этом в первом случае синергетические эффекты носят преимущественно финансовый характер, а во втором — операционный. Оба типа сделок могут привести к росту рыночной власти для объединенной фирмы в отношении поставщиков, однако в случае горизонтальной интеграции эффекты сильнее. Владение покупателем частной информацией является фактором роста стоимости в обоих типах сделок, при этом роль агентских отношений в сделках по диверсификации выше, чем в горизонтальных сделках.

Стоит отметить и различия в ключевых стимулах при выборе типа сделки. Если в случае горизонтальной интеграции стимулы в большей степени зависят от типа рыночной структуры и состояния отрасли, то стимулы к диверсификации относятся к расположенности менеджеров к той или иной отрасли. При этом благодаря внутреннему рынку капитала диверсифицированная фирма может инвестировать в проекты с положительной NPV, недоступные фирме, работающей только на одном рынке.

Несмотря на обширное представление в теоретической и эмпирической литературе вопросов, связанных с выбором того или иного типа сделок, некоторые проблемы остаются нерешенными. Так, отсутствуют однозначные результаты по сравнительному изменению стоимости компаний-покупателей от диверсификаций и горизонтальных слияний. Более того, слабо изучены характеристики фирм — покупателей и мишеней, влияющие на выбор того или иного типа сделки. Данные вопросы требуют особого внимания и, несомненно, станут предметом будущих исследований.