

Финансовый анализ

УДК 65.012; 334.758

ЗИМИН Владислав Владимирович,

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
Ленинградский проспект, д. 49, Москва, 125993, Россия.

<https://orcid.org/0000-0001-8582-3863>

Зимин Владислав Владимирович, аспирант Финансового университета при
Правительстве Российской Федерации, Москва

E-mail: vladislav14@rambler.ru

Научный руководитель: Бакулина Анна Александровна, доктор экономических
наук, профессор кафедры «Государственное и муниципальное управление»,
заместитель проректора по научной работе ФГОБУ ВО «Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации», Москва. E-mail: abakulina@fa.ru

<https://orcid.org/0000-0001-8016-3093>

СИНЕРГЕТИЧЕСКИЙ ЭФФЕКТ В СДЕЛКАХ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ: ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ

Аннотация

Предмет/тема. Исследование посвящено анализу существующих методов
оценки эффективности и результативности синергетического эффекта при
сделках слияния и поглощения.

Цели/задачи. Определение подходов к оценке эффективности реально или
потенциально объединенных компаний. Для достижения поставленной
цели был проведен анализ самих подходов, моделей, выделяемых в рамках
подходов, достоинств и недостатков.

Методология. В исследовании использовалась смешанная методология
исследования поставленной задачи: теоретический и практический анализ,
системный анализ, методы классификации. Методология объединяет обзор
литературы, анализ результатов исследований ученых и научных
специалистов для всестороннего охвата поставленной цели.

Вывод. В ходе проведенного исследования выявлено, что в научной
литературе и практике выделяются различные методы оценки
эффективности сделки по слиянию и поглощению. Однако рассмотренные
методы имеют недостатки и оценивают синергию в основном только
качественно.

Ключевые слова: синергия, синергетический эффект, слияния и
поглощения, методы оценки, оценка эффективности, перспективный
анализ, ретроспективный анализ.

Financial analysis

Vladislav V. Zimin, postgraduate student of Financial University under the
Government of the Russian Federation. E-mail: vladislav14@rambler.ru

Scientific adviser: Anna A. Bakulina, Doctor of Economics, Professor of the Department
of State and Municipal Administration, Deputy Vice-Rector for Research, Financial
University under the Government of the Russian Federation, Moscow.

E-mail: abakulina@fa.ru

SYNERGIES IN MERGERS AND ACQUISITIONS: EVALUATION OF THE EFFECTIVENESS

Abstract

Subject / Topic The study is devoted to the analysis of existing methods of assessing the effectiveness and efficiency of the synergetic effect in mergers and acquisitions.

Goals / Objectives To define approaches to the assessment of effectiveness in actually or potentially consolidated companies. To achieve this goal, an analysis of the approaches themselves, together with the models identified in the approaches, their advantages and disadvantages was carried out.

Methodology The study used a mixed methodology for the study of the task: theoretical and practical analysis, system analysis, classification methods. The methodology combines literature review, analysis of research results of scientists and scientific specialists for a comprehensive coverage of the goal.

Conclusions and Relevance The study revealed that there are different methods of assessing the effectiveness of mergers and acquisitions in the scientific literature and practice. However, analyzed methods have shortcomings and mostly evaluate only the qualitative aspect of synergy.

Keywords: *synergy, synergistic effect, mergers and acquisitions, methods of evaluation, performance evaluation, perspective analysis, retrospective analysis.*

Слияния и поглощения влекут за собой ряд ключевых юридических, деловых, кадровых, интеллектуальных и финансовых вопросов. Чтобы успешно ориентироваться в реализации сделки, необходимо уделять внимание ключевым моментам при слияниях и поглощениях, основным из которых выступает оценка эффективности проводимой сделки. Когда руководство решает «приобрести» другую компанию, оно в основном сосредоточено на увеличении стоимости новой компании.

Учитывая значения синергизма в экономической поддержке проводимой сделки, лица, принимающие решения, должны иметь возможность быстро определить, являются ли предлагаемые оценки на самом деле реалистичными и достижимыми.

Ряд ученых проводили эмпирические исследования в сфере оценки эффективности приобретения компании с 1980-х гг. Основные исследования проводятся в соответствии с двумя основными подходами – доходный и оценка финансовых показателей. В результате исследований Дженсен и Рубак [11] обнаружили, что акционеры целевой компании (компании-мишени) могут получать 30% сверхприбыли при слияниях и поглощениях. Джаррелл и Поулсен [10] проанализировали 663 успешных случая слияний и поглощений в период с 1960 по 1985 год и обнаружили, что средняя норма прибыли целевой компании превышает 20%, но средняя норма прибыли покупателя составляет всего 1,14%.

Хили, Палепу и Рубак [9] исследовали и изучили 50 крупнейших дел о слияниях и поглощениях в США с 1979 по 1984 годы, и обнаружили, что возврат активов компании значительно улучшился. Такое увеличение

обусловлено повышением эффективности управления, а не увольнением работников с целью экономии затрат на рабочую силу. Лангтик [13] обнаружил, что после слияния и поглощения производительность компании существенно не увеличилась.

Деннис и Сарин [7] проанализировали реакцию рынка на уведомления о передачи акций и обнаружили, что за день до объявления о совершении сделки акции выросли до 7,3%, а после объявления – на 12,8%.

Грегор Андраде, Марк Митчелл и Эрик Стаффорд [6] исследовали и изучили около 2000 дел о слияниях и поглощениях в США с 1973 по 1998 год. Результат показывает, что после слияния и поглощения операционная прибыль несколько увеличилась.

Чтобы рассчитать синергию в сделках слияния и поглощения, оценка должна быть сфокусирована на трех параметрах:

Влияние выгоды от синергетического эффект, который может иметь положительное или отрицательное значение. Именно поэтому каждый элемент прогноза должен быть тщательно проанализирован. Однако, как правило, специалисты делают чрезмерно оптимистические прогнозы в части денежных потоков и оттоков.

Вероятность достижения. Здесь рассматриваются три сценария: оптимистичный, пессимистичный и реалистичный. Для оценки возможных результатов можно применять эконометрические методы, например, метод моделирования Монте-Карло.

Время получения выгоды. Ускорение с целью повышения привлекательности приобретения приводит к завышенной стоимости синергии.

Метод расчет синергетического эффекта является ключевым вопросом для принятия правильного решения о слиянии и поглощении. В годы, когда только начали выявлять преимущества синергетического эффекта, исследователи также расходились во взглядах на методологию оценки. Так, Сударсанам [14] считает, что использование метода дисконтированных денежных потоков для расчета разницы между до и после сделки является хорошим способом. Пошаговый способ определяет стоимость синергизма и, соответственно, синергетический эффект путем прогнозирования увеличения денежных потоков от слияний и поглощений.

Xinping Xia [15] выявил два аспекта расчета синергии при сделках слияний и поглощений: модель внутреннего рынка и модель внешнего рынка. Внутренняя модель синергии означает, что компании, принимающие бизнес-решения в сфере слияний и поглощений, используют собственные ретроспективные, перспективные и текущие данные и данные о компании, которую они приобрели. Затем, посредством анализа и расчета чистого прироста прибыли, получается оценку эффекта синергии. Как правило, ретроспективные данные используются для оценки эффективности функционирования компании при реализованной сделке

слияния и поглощения, перспективные – для принятия решения об осуществлении сделки о слиянии и поглощении.

Ретроспективный метод оценки в основе имеет оценку компании-приобретателя. Различают несколько подходов в рамках данного вида анализа. Одним из распространенных является рыночный подход, реализующийся через доходность акций. В данном подходе происходит сравнение доходности акций уже объединенной компании со средней доходностью акций обеих компаний, компании-приобретателя и компании-цели. Показатели при ретроспективном методе оценки имеют фактическое значение, и метод не учитывает баланс между затратами и полученными результатами от реализации этих затрат.

В качестве примера можно привести Dilshad M.N. [8], который проанализировал среднюю доходность акций обеих компаний за месяц до и после объявления сделки. Подобный подход использовали исследователи в конце 1980-х гг. Затем Dilshad определил взаимосвязь через функцию регрессии между изменениями доходности и рыночного индекса для определения избыточной доходности.

Другие исследователи оценивают синергетический эффект через бухгалтерские показатели – метод бухгалтерского учета. Например, Azeem Ahmad Khan [12] сравнивает рентабельность продаж по всем видам прибыли (валовой, операционной и чистой), доход от используемого капитала, прибыль на акционерный капитал, коэффициент платежеспособности в диапазоне 3-х лет до и после объявления о сделке. Различия между анализируемыми показателями показывают синергетический эффект, который может быть положительным или отрицательным. В дополнение к перечисленным показателям в данный перечень для сравнения могут быть включены любые операционные и финансовый показатели, например, выручка, себестоимость, рентабельность. Основным преимуществом данного подхода является возможность получения данных в необходимом и достаточном количестве, простой обработки и анализа. Тем не менее, в данном методе оценки можно выявить недостатки: игнорирование текущих значений и возможные расхождения между бухгалтерским балансом и реальной рыночной ситуацией.

Несмотря на то, какие показатели берутся для оценки через ретроспективный анализ, суть метода одинаковая: сравнение показателей или использование регрессионного анализа в определенном диапазоне лет и дальнейшая проверка этих показателей с использованием теста Стьюдента для подтверждения гипотезы о том, что выбранные показатели связаны и сделка по слиянию и поглощению влияет на них.

В описанных выше примерах синергетический эффект оценивается лишь с качественной стороны, то есть эффективность деятельности объединенной компании изменилась, но на сколько именно – нельзя

сказать. В данных случаях количественно синергетический эффект не измеряется.

Интересным предложенным методом представляется исследование, проведенное в 2008 г., в котором синергетический эффект рассчитывается количественно в явном виде [2]. В данном примере сначала, как и в первом, определяется разница между изменениями цены акции и рыночного индекса. Затем на основе показателя EBITDA определяется синергетическая рентабельность – суммирование EBITDA каждой корпорации до сделки и деление на сумму продаж каждой корпорации также до осуществления сделки. Далее производится расчет чистого эффекта слияния, который определяется как разница между синергетической рентабельностью и рентабельностью, посчитанной по фактическим данным в заданном интервале. В конце строится регрессия в целях выявления зависимости между бухгалтерскими и рыночными показателями и мультипликаторами.

Перспективный анализ слияний и поглощений основывается на сравнении транзакционных издержек со стоимостью компании-цели в зависимости от ее будущих потоков. Основным недостатком выступает субъективизм данного метода, поскольку точность прогноза зависит от профессиональных знаний и опыта эксперта. В результате, переоцененный или недооцененный потенциал компании приводит к дополнительным финансовым и репутационным потерям.

Как правило, анализ перспективных данных, обратно ретроспективному, направлен на оценку компании-цели. К наиболее распространенным моделям оценки эффективности перспективными методами относятся доходный, сравнительные и затратный методы. Синергетические эффекты, которые являются дополнительными выгодами, полученными в результате слияния компаний, могут быть описаны как увеличение прибыльности или создание стоимости компании. Используя такой подход можно оценить синергетический эффект через оценку стоимости корпорации.

Доходный подход определяет стоимость через приведенную стоимость, то есть оценивает эффективность в будущем, например, через упомянутый выше метод дисконтированных потоков. Хотя слияние и поглощение фактически является инвестиционным решением, оно является более сложным, чем другие инвестиции, в связи с тем, что риски обычных, типичных инвестиций аналогичны текущим инвестициям предприятия, в то время как слияние требует учета других факторов, помимо активов, которые объединяются, включая долги предприятий, менеджеров и других сотрудников, клиентов и корпоративную культуру. По этой причине решения о проведении слияний и поглощений должны приниматься после тщательного анализа. Как при слияниях и поглощениях, так и при принятии решений о предании гласности необходимо определить

свободный денежный поток, ожидаемый в будущем, подходящую ставку дисконтирования и период, в течение которого следует делать прогнозы, чтобы использовать метод дисконтированных денежных потоков при оценке стоимости компании.

Синергетический эффект можно рассчитать по формуле [16]:

$$V_{synergy} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}, \quad (1)$$

где: FCF – свободный денежный поток; WACC – средневзвешенная стоимость капитала; TV – терминальная стоимость: представляет собой стоимость будущих потоков, полученную компанией после запланированного периода [5].

Практика показывает, что, несмотря на преимущества данного метода, прогнозирование каждого показателя – долговременный процесс, сопряженный с неточностями прогноза.

Другие распространенные модели в доходном подходе, метод добавленной стоимости (EVA) и модель CARM, которые также имеют преимущества и недостатки. Так, модель EVA акцентируется на экономической прибыли и учитывать баланс между затратами и полученными результатами от реализации этих затрат. В то же время, оценка не отражается в будущих денежных потоках и, соответственно, приведенной стоимости, как следствие, руководство акцентируется на быстрореализуемых проектах, не думая о дальнейших последствиях. Модель CARM, несмотря на популярность использования, имеет слишком мало количество переменных, что не отражает полностью деятельность, специфику факторов, влияющих на доходность и дальнейшую стоимость компании. Кроме того, ряд специалистов считает, что сам коэффициент бета в модели не отражает степень риска в полной мере, так как не объясняет отраслевую специфику и изменчив во времени.

Сравнительный подход заключается в анализе схожих компаний-аналогов и сделок по бухгалтерским показателям и мультипликаторам. Данная методика имеет своим преимуществом краткосрочность проведения, однако подбор аналогов должен обосновываться.

Затратный подход имеет в основе оценку затрат на восстановление или замещение активов. Однако данный подход некоторые авторы считают наименее приемлемым при сделках слияний и поглощений, так как он не учитывает эффект от синергии [3].

Некоторые исследователи объединили два вида анализа [1], объясняя это тем, что ретроспективный анализ, в отличие от перспективного, более точный, но менее корректный, в то время как перспективный – менее точный, но более правильный. Объединенный алгоритм позволяет оценить модель до и после реализации сделки и состоит из последовательности действий: оценка денежных потоков до сделки, определение ставки дисконтирования, скорости роста в прогнозируемый интервал,

продолженной стоимости и стоимости компании, доходности акций, доходности рыночного значения и расчет кумулятивной аномальной доходности в результате проведения сделки по слиянию и поглощению.

По сравнению с внутренним расчетом модель расчета доходности акций осуществляется с позиции акционеров. В соответствии с принципами эффективности рынка, рассчитываются изменения цены акций и объема торгов при слиянии и поглощении. Изменение цен, типов акций и обращения до и после сделки используются для расчета сумм чистой прибыли обеих сторон для получения синергетической ценности.

Выделяются различные точки зрения на суть слияний и поглощения: одни исследователи считают, что подобные сделки – это реструктуризация бизнеса, то есть преобразование компании в целях увеличения эффективности, оптимизации активов и пассивов, структуры управления, другие специалисты рассматривают сделки по слиянию и поглощению в качестве инвестиционного проекта.

Ценность может быть создана, например, за счет увеличения выручки, сокращения затрат, увеличения денежных потоков от операционной деятельности, улучшения процесса принятия управленческих решений или продажи избыточных активов. Тем не менее, стоимость, созданная в результате предлагаемой синергии, также может иметь дополнительные инвестиционные затраты.

Общая стоимость приобретения состоит из имеющихся активов и стоимости объединяемых компаний в сочетании с реальными опционами. Стратегические реальные опционы после приобретения рассматриваются как реальные опционы с добавленной стоимостью (которые в широком смысле определяется как синергия), которые вряд ли будут полностью оценены на рынке, поскольку они могут быть доступны только для конкретной приобретающей компании.

Метод реальных опционов возник в 1980-х гг. в ответ на недостатки существующих на тот момент методов оценки эффективности инвестиционных проектов [17]. Рассматривая реальные опционы применительно к сделкам слияния и поглощения как инвестиционному проекту, метод стал активно внедряться в начале 2000-х гг. в ответ на классическую формулу оценки стоимости целевой компании. Так, одной из первых формул, учитывающей синергетический эффект в стоимости компании, является формула А. Дамодарана:

$$V(\text{target}) = V(\text{targetstand} - \text{alone}) + V(\text{synergy}) + \text{ControlPremium}, \quad (2)$$

где: $V(\text{targetstand} - \text{alone})$ – самостоятельная стоимость целевой компании; $V(\text{synergy})$ – стоимость синергии, полученной в результате сделки слияния и поглощения; ControlPremium – премия, представляющая собой дополнительные расходы покупателя по справедливой самостоятельной стоимости целевой компании.

Для учета управленческой гибкости, связанной со сделкой по слиянию и поглощению, которая отражается в различных будущих стратегических альтернативах, включается в систему оценки реальные опционы:

$$V(\text{target}) = V(\text{targetstand} - \text{alone}) + V(\text{synergiesinplace}) + V(\text{synergiesrealoption}) \quad (3)$$

Основное различие между двумя формулами заключается в том, что во второй вариант вводится категория реальных опционов как синергии.

На стоимость опциона влияют несколько факторов:

- Цена базового актива (в данном случае компании);
- Стоимость инвестиций;
- Стандартное отклонение денежных потоков,
- Срок исполнения;
- Дивидендная доходность или издержки владения активов.

Изначально данная теория была разработана для финансовых опционов.

В таком случае фактами стоимости опционов будут:

- Цена акции;
- Цена исполнения;
- Стандартно отклонение стоимости акций;
- Срок исполнения;
- Дивиденды.

При этом оба вида опционов оцениваются одинаково и в основном по модели Блэка-Шоулза. В общем виде модель выглядит следующим образом [4]:

$$\frac{\delta V}{\delta t} + \frac{1}{2} \sigma^2 S^2 \frac{\delta^2 V}{\delta S^2} + rS \frac{\delta V}{\delta S} - rV = 0, \quad (4)$$

где: V – цена опциона; t – время (в годах); σ – волатильность доходности акции; S – цена акции; r – безрисковая ставка (начисляемая непрерывно).

Данное уравнение изменяется исходя из вида опциона и наличия или отсутствия тех или иных условий.

Другой методологией оценки реальных опционов является Datar-Mathews [17]. Самым большим преимуществом метода Datar-Mathews является то, что он связывает оценку чистой приведенной стоимости (NPV) и сценарный анализ с методом моделирования Монте-Карло, тем самым значительно улучшая потенциал использования методов реальных опционов в принятии управленческих решений. Этот метод является очень гибким, поскольку он может легче справляться с логнормальным распределением денежных потоков, множественными неопределенностями и случайной ценой исполнения, чем другие методы.

В данной модели необходимо понимать, какие виды синергии подлежат оценке, поскольку конкретизация параметров зависит от вида и

характеристик синергии. Для этой методологии исследования выделяют восемь типов синергии:

1. Операционная синергия

1.1. Синергия доходов за счет перекрестных продаж, кросс-брендинг и т.д.

1.2. Синергия затрат за счет повышения покупательной способности, загрузки мощностей, сокращения дублирования управления.

1.3. Синергия роста.

2. Финансовая синергия.

2.1. Налоговые льготы.

2.1.1. Перенос убытка.

2.1.2. Списание активов.

2.1.3. Снижение налоговой ставки.

2.2. Увеличение объема заимствований/уменьшенная ставка.

2.3. Снижение стоимости капитала.

Общее уравнение предполагаемой модели оценки:

$$NPV(\text{общей синергии}) = PV(\text{costsyn}) + PV(\text{revenuesyn}) + PV(\text{growthsyn}) + PV(\text{taxsyn}) + PV(\text{bcsyn}) + PV(\text{drsyn}) - PV(CI) \quad (5)$$

где: $PV(\text{costsyn})$ – синергия затрат; $PV(\text{revenuesyn})$ – синергия доходов; $PV(\text{growthsyn})$ – синергия роста; $PV(\text{taxsyn})$ – налоговая синергия; $PV(\text{bcsyn})$ – синергия заимствований; $PV(\text{drsyn})$ – синергия дисконтной ставки; $PV(CI)$ – затраты на интеграцию.

После n -ного количества моделирований получены значения NPV. Значение синергии может быть определено как положительное среднее значение распределения результатов NPV. После получения объединенной стоимости синергии компания может построить свою стратегию по принципу:

$$IV + S > MV + P, \quad (6)$$

где: IV – внутренняя стоимость компании цели; S – ожидаемая величина синергии; MV – рыночная стоимость компании цели; P – необходимая премия для приобретения компании.

Из приведенной выше формулы видно, что целевая компания должна быть приобретена только в том случае, если ее внутренняя стоимость плюс приобретенная стоимость синергии больше, чем общая сумма денег, которую покупатель заплатил бы за цель.

Из недостатков к данной модели можно отнести то, что она позволяет оценить только положительную синергию, что не является логичным. С другой стороны, если следовать предложенному выше принципу стратегии, то при отрицательной синергии нет смысла переходить к ее оценке.

Таким образом, анализ существующих методов оценки эффективности синергии показал, что существует разнообразие методов, имеющих как достоинства, так и недостатки, не позволяющие комплексно, в полной мере количественно определить синергетический эффект. Исходя из этого, необходим совершенно новый подход, оценивающий эффективность синергии.

Список источников:

1. Савченко Я.В., Григорьев М.Н. Методический подход к оценке экономической эффективности сделок слияний и поглощений // *Journal of new economy*, № 1 (45), 2013, p. 82-88.
2. Хусаинов З.И. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений: интегрированная методика // *Корпоративные финансы*. – 2008. – № 1 (5). С. 12-33.
3. Тихомиров Д.В. Оценка стоимости компаний при слияниях и поглощениях / Д.В. Тихомиров. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2009. – С. 132.
4. Модель Блэка-Шоулза [Электронный ресурс] // Финансовый инвестиции – образовательный центр. URL: <https://allfi.biz/model-bljeka-shoulza/> (дата обращения: 30.07.2019).
5. Терминальная стоимость [Электронный ресурс] // Финансовый инвестиции – образовательный центр. URL: <https://allfi.biz/glossary/eng/T/terminalvalue.php> (дата обращения: 30.07.2019).
6. Andrade Gr., Mitchell M., Stafford E. New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 2001, 15 (2), pp. 103-120.
7. Dennis D.J., Denis D.K., Sarin A. The information content of dividend changes. Cash flow signaling, over investment and dividend clienteles, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1994, 29, p. 567-87.
8. Dilshad M.N. Profitability analysis of mergers and acquisitions: an event study approach. *Business and Economic Research*, 2013, 1 (3), p. 89-125.
9. Healy P.M., Palepu K.G., Ruback R.S. Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 1992, 31, p. 135-175.
10. Jarrell G.A., Poulsen A.B. The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades. *Financial Management*, 1989, 18, p. 12-19.
11. Jensen, M.C., Ruback, A.B. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 1983, 11, p. 5-50.
12. Khan A.A. Mergers and acquisitions in the Indian banking sector in post liberalization regime. *International journal of contemporary business studies*, 11 (2), 2011
13. Langetieg, T. C. An Application of a Three Factors Performance Index to Measure Stockholder Gains from Merger. *Journal of Financial Economics*, 1978, 6, p. 365-384.
14. Sudarsanam P.S. (1995) *The Essence of Mergers and Acquisitions*. Prentice Hall Europe. England. 295 p.
15. Xinping X. The value of government ownership during the global financial crisis. *Journal of Corporate Finance*, 2017, 42, p. 481-493.
16. Bousquet J. Synergies valuation in M&A. URL: http://www.vernimmen.com/ftp/Memoire_Finance_Julien_BOUSQUET_Synergie_Valuation_in_M_A.pdf (Accessed 28.07.2019).

17. Kinnunen J. Valuing M&A Synergies as (Fuzzy) Real Options. URL: <http://www.realoptions.org/papers2010/238.pdf> (Accessed 30.07.2019).

References

Savchenko, Grigoriev (2013) – *Savchenko Y.V., Grigoriev M.N. A methodological approach to assessing the economic efficiency of mergers and acquisitions* [Metodicheskiy podhod k ocenke ekonomicheskoy effektivnosti sdelok sliyanij i pogloshchenij] // Journal of new economy [Journal of new economy], No. 1 (45), 2013, p. 82-88.

Khusainov (2008) – *Khusainov Z.I. Evaluation of the effectiveness of mergers and acquisitions: integrated methodology* [Ocenka effektivnosti sdelok sliyanij i pogloshchenij: integrirovannaya metodika] // Corporate Finance [Korporativnye finansy]. – 2008. - No. 1 (5). p. 12-33.

Tikhomirov (2009) – *Tikhomirov D.V. Evaluation of companies in mergers and acquisitions* [Ocenka stoimosti kompanij pri sliyaniyah i pogloshcheniyah] / D.V. Tikhomirov. – St. Petersburg: Publishing House of St. Petersburg State University of Economics and Economics [Izd-vo SPbGUEF], 2009. -- p. 132.

Model of Blach-Shoulz. *Financial investments-educational center* [Elektronnyj resurs] // [Finansovyj investicii – obrazovatel'nyj centr]. URL: <https://allfi.biz/model-bljeka-shoulza/> (date of access: 30.07.2019).

Terminal value. *Financial investments-educational center* [Elektronnyj resurs] // Finansovyj investicii – obrazovatel'nyj centr. URL: <https://allfi.biz/glossary/eng/T/terminalvalue.php> (date of access: 30.07.2019).

Andrade Gr., Mitchell M., Stafford E. New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 2001, 15 (2), pp. 103-120.

Dennis D.J., Denis D.K., Sarin A. The information content of dividend changes. Cash flow signaling, over investment and dividend clienteles, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1994, 29, p. 567-87.

Dilshad M.N. Profitability analysis of mergers and acquisitions: an event study approach. *Business and Economic Research*, 2013, 1 (3), p. 89-125.

Healy P.M., Palepu K.G., Ruback R.S. Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 1992, 31, p. 135-175.

Jarrell G.A., Poulsen A.B. The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades. *Financial Management*, 1989, 18, p. 12-19.

Jensen, M.C., Ruback, A.B. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 1983, 11, p. 5-50.

Khan A.A. Mergers and acquisitions in the Indian banking sector in post liberalization regime. *International journal of contemporary business studies*, 11 (2), 2011

Langetieg, T. C. An Application of a Three Factors Performance Index to Measure Stockholder Gains from Merger. *Journal of Financial Economics*, 1978, 6, p. 365-384.

Sudarsanam P.S. (1995) *The Essence of Mergers and Acquisitions*. Prentice Hall Europe. England. 295 p.

Xinping X. The value of government ownership during the global financial crisis. *Journal of Corporate Finance*, 2017, 42, p. 481-493.

Bousquet J. Synergies valuation in M&A. URL: http://www.vernimmen.com/ftp/Memoire_Finance_Julien_BOUSQUET_Synergie_Valuation_in_M_A.pdf (Accessed 28.07.2019).

Kinnunen J. Valuing M&A Synergies as (Fuzzy) Real Options. URL: <http://www.realoptions.org/papers2010/238.pdf> (Accessed 30.07.2019).

Статья поступила 20.06.2019; принята к публикации 17.07.2019. Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи. The article was received on 20.06.2019; accepted for publication on 17.07.2019. The author read and approved the final version of the manuscript.