

С. А. Григорьева

канд. экон. наук, доцент школы финансов, научный сотрудник научно-учебной лаборатории корпоративных финансов Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»

И. Д. Панькова

специалист-аналитик АО «БАЙЕР»

ВЫПЛАТЫ ПО РЕЗУЛЬТАТАМ (EARNOUT) В СДЕЛКАХ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ КАПИТАЛА

Введение

В современных рыночных условиях сделки слияний и поглощений являются важным стратегическим шагом компаний на их пути к увеличению конкурентоспособности. Эффективность сделок во многом зависит от производственных мощностей и потенциала компании-цели, которые выражены в стоимости фирмы. Однако из-за асимметрии информации у покупателя и продавца возникают различные ожидания относительно справедливой стоимости компании (Kohers, Ang, 2000). Некорректная, в большинстве случаев завышенная оценка приводит к неточным предсказаниям синергетических эффектов, что впоследствии выражается в значительных убытках для акционеров компании-покупателя. С целью нивелирования риска переоценки многие компании прибегают к так называемым выплатам по результатам или условному отложенному вознаграждению (earnout), при котором часть стоимости акционеры компании-цели получают по результатам совместной с компанией-покупателем деятельности спустя определенное время после объединения.

В существующей научной литературе анализ эффективности данного метода платежа рассматривался в основном на данных компаний развитых стран, США, Канады, Австралии, Великобритании и Германии (Cain, et al., 2011; Barbopoulos, Sudarsanam, 2012; Heimann, Lukas, 2014; Barbopoulos et al., 2018). На развивающихся рынках этот вопрос только начинает рассматриваться исследователями. На сегодняшний день существует лишь несколько работ, изучающих данный метод платежа, для компаний Индии и Китая (Kohli, Mann, 2013; Song et al., 2018). К доминирующим направлениям исследований можно отнести поиск детерминант выбора механизма выплат по результатам для оплаты сделок (Kohers, Ang, 2000; Datar et al., 2001; Ragozzino, Reuer, 2011) и анализ реакции фондового рынка на такие слияния и поглощения (Mantecon, 2009; Officer et al., 2009; Barbopoulos, Sudarsanam, 2012; Barbopoulos et al., 2018). Реже в работах можно встретить поиск и анализ факторов, создающих стоимость для акционеров компаний-покупателей, оплачивающих сделки с помощью механизма выплат по результатам (Heimann, Lukas, 2014; Song et al., 2018). Большинство авторов приходят к выводу, что выплаты по результатам позволяют снизить уровень неопределенности, возникающий при определенных условиях и характеристиках участников объединения. Также стоит отметить, что максимальный информационный разрыв между сторонами сделок

слияний и поглощений возникает именно на развивающихся рынках капитала ввиду неблагоприятной конъюнктуры рынка.

В отличие от предыдущих академических работ мы: (1) проводим исследование на данных компаний всех развивающихся рынков капитала (согласно классификации ООН), (2) представляем разносторонний анализ особенностей метода выплат по результатам для компаний данных рынков, изучая факторы, влияющие на вероятность выбора данного метода оплаты приобретений, эффективность сделок, оплаченных с помощью как этого механизма, так и классических инструментов (денежных средств и акций), и детерминанты эффективности слияний и поглощений, оплаченных с помощью метода выплат по результатам и (3) изучаем влияние уровня экономического и политического риска страны компании-цели на вероятность использования механизма выплат по результатам в сделках по приобретению других компаний.

Статья структурирована следующим образом. В первую очередь мы приводим понятие и анализируем особенности механизма выплат по результатам в сделках слияний и поглощений. Затем мы представляем анализ результатов существующих исследований, изучающих вероятность выбора и эффективность сделок, оплаченных с помощью данного механизма. Далее, формулируем и обосновываем гипотезы для собственного эмпирического исследования на развивающихся рынках капитала, описываем модели исследования и показываем критерии формирования выборки. В конце приводим основные результаты и делаем выводы.

Понятие и особенности использования механизма выплат по результатам в сделках слияний и поглощений

Условное отложенное вознаграждение (выплаты по результатам, (earnout)) представляет собой часть установленной в процессе переговоров цены, которая выплачивается компании-цели по результатам ее финансовой деятельности в течение от 1 до 3 лет. То есть на первом этапе компания-покупатель заключает сделку с компанией-целью и оплачивает фиксированную часть ее стоимости, оставшаяся часть выплачивается компании-цели только при условии достижения ею определенных финансовых показателей за определенный временной период (Kohers, Ang, 2000).

Основным преимуществом рассматриваемого метода платежа является страхование риска переоценки стоимости компании-цели. Отложенное вознаграждение позволяет практически полностью переложить риск возникновения отрицательной синергии на приобретаемую компанию. В случае если приобретенный бизнес не оправдал ожиданий, компания-покупатель экономит часть отложенного платежа. Кроме того, данная структура сделки мотивирует компанию-цель к росту эффективности деятельности путем реструктуризации бизнеса в зависимости от целевых установок (Datar et al., 2001). Однако компании-цели могут пренебрегать долгосрочными интересами ради достижения краткосрочных целей и получения максимальной выгоды от сделки с использованием механизма отложенного вознаграждения. Кроме того, в данных транзакциях могут возникнуть проблемы координации деятельности компании-цели. После слияния и интеграции всех процессов сложно оценить эффективность приобретаемой компании отдельно от самой компании-покупателя.

Эффективность применения отложенного вознаграждения как инструмента хеджирования рисков переоценки возрастает на рынках с высоким уровнем информационной асимметрии, а именно в развивающихся странах. Недостаточно

развитое регулирование финансовой сферы и рынка капитала снижает вероятность корректной оценки стоимости компании-цели по причине отсутствия необходимых данных или их искажения (McNichols, Stubben, 2012). Кроме того, свойственная развивающимся рынкам нестабильная экономическая ситуация напрямую влияет на деятельность фирм (Quinn, 2011). Поэтому компания-покупатель, сталкиваясь с неопределенностью относительно будущего развития приобретаемой компании, будет скорее отдавать предпочтение отложенному вознаграждению при оплате сделки. На развитых рынках ситуация обстоит несколько иначе: фирмы, прежде чем принять решение об использовании отложенного вознаграждения, анализируют соотношение риска переплаты и уровня издержек на мониторинг деятельности компании-цели в период действия соглашения об отложенном вознаграждении (earnout период). Прозрачность ведения бизнеса и хорошее регулирование рынка капитала снижают риск некорректной оценки компании-цели, однако затраты на мониторинг остаются (Heimann, Lukas, 2014). Таким образом, при небольшом информационном разрыве между участниками сделки и наличии дополнительных затрат на мониторинг оплата акциями будет более уместна в сравнении с отложенным вознаграждением на развитых рынках капитала.

В целом, при слияниях и поглощениях могут использоваться различные способы оплаты: денежные средства, акции компании-покупателя, комбинация денежных средств и акций и отложенное вознаграждение. На протяжении последних 15 лет денежные средства остаются наиболее популярным методом платежа в первую очередь из-за простоты его использования (Dealogic, 2018). Однако возможность передачи риска переоценки компании-цели на ее акционеров подталкивает покупателей к оплате сделок акциями. Стоит отметить, что в кризисные периоды из-за высокого уровня риска переоценки происходит увеличение объемов транзакций, оплаченных с помощью выпуска акций и условных отложенных платежей (Dealogic, 2018). Согласно данным базы Zephyr Bureau Van Dijk, общий объем сделок с отложенными платежами невелик и составляет в среднем 10% от общего объема всех транзакций, однако в периоды спада удельный вес данного метода платежа возрастает (например, в 2001 и 2002 гг. — 15% и 13% соответственно, в 2009 и 2015 гг. — 12%). Нестабильная экономическая ситуация подталкивает владельцев компаний использовать более безопасные способы оплаты сделок, позволяющие хеджировать риск переплаты.

Условные отложенные платежи как решение проблемы информационной асимметрии: результаты эмпирических исследований

Как было отмечено выше, современные академические исследования в основном посвящены поиску факторов, влияющих на вероятность использования отложенного вознаграждения в сделках слияний и поглощений, и анализу эффективности сделок, оплаченных с помощью данного механизма. Мы начнем с рассмотрения результатов работ первого направления.

Детерминанты выбора отложенного вознаграждения в сделках слияний и поглощений

Анализ результатов эмпирических исследований позволяет заключить, что основными факторами, влияющими на вероятность выбора отложенного вознаграждения при оплате слияний и поглощений, являются международная направленность сделки, диверсификация бизнеса компании-покупателя, покупка частной, непубличной компании, наличие опыта у компании-покупателя в проведении сделок и уровень нормативно-правового регулирования в стране компании-цели.

Асимметрия информации между участниками сделок будет более высокой при *международных слияниях и поглощениях*, так как доступ к релевантной информации о характеристиках фирмы, конъюнктуры рынка и прочей информации ограничен для иностранного инвестора (Datar et al., 2001; Reuer, 2004). Компании, участвующие в международных сделках, сталкиваются с агентской проблемой, которая затрудняет определение справедливой стоимости фирмы, поскольку каждая из сторон преследует свои собственные интересы (Moeller et al., 2005).

При *диверсификации бизнеса* компания-покупатель, как правило, наименее осведомлена об особенностях отрасли, к которой принадлежит компания-цель. В данном случае механизм выплат по результатам позволяет нивелировать риски, связанные с некорректной оценкой стоимости компании-цели (Kohers, Ang, 2000). Чаще всего с помощью отложенного вознаграждения приобретают компании высокотехнологичных отраслей ввиду высокого уровня сложно оцениваемых нематериальных активов и человеческих ресурсов, определяющих подавляющую часть стоимости компании (Datar et al., 2001; Ewelt-Knauer et al., 2011).

Вероятность возникновения асимметрии информации при покупке публичной компании минимальна ввиду открытой и прозрачной структуры ее бизнеса и доступности информации, а *приобретение частной и неторгующейся компании* связано с рисками переоценки ввиду отсутствия отчетности, удовлетворяющей всем необходимым требованиям, и надежности доступной информации (Kohers, Ang, 2000; Datar et al., 2001).

Также на вероятность выбора отложенного вознаграждения как способа оплаты влияет *опыт проведения сделок компанией-покупателем*. Компании, у которых за плечами не одно слияние, как правило, способны корректно определить справедливую стоимость продавца, поэтому к оплате сделки с помощью отложенного платежа будут прибегать компании-покупатели, не имеющие опыта (Barbopoulos, Sudarsanam, 2012; Reuer, 2004; Barbopoulos et al., 2018). Вероятность более точной оценки компании-цели также характерна для *крупных компаний*, имеющих большой штат профессиональных, высококвалифицированных сотрудников (Kohers, Ang, 2000).

Рассматривая детерминанты выбора отложенного вознаграждения на макроуровне, практически все исследователи анализировали эффективность разных методов платежа на рынках с *общими правовыми нормами (common law)* и с *гражданскими правовыми нормами (civil law)*. После заключения сделки и оплаты фиксированной части стоимости компании-покупателю необходимо осуществлять мониторинг деятельности компании-цели. Данная потребность прежде всего возникает ввиду потенциально возможных действий мошеннического характера компании-цели: с целью максимизировать выплату, полученную в ходе сделки, руководство будет всячески скрывать реальное положение дел в компании и уклоняться от обязанностей (Reuer, 2004). Таким образом, у компании-покупателя появляются издержки мониторинга, характерные для стран с гражданскими правовыми нормами (civil law). Инвесторы, чьи права на таких рынках практически никак не защищены, сталкиваются с риском несоблюдения оговоренных в контракте условий, что впоследствии может привести к снижению стоимости купленного актива. Отложенное вознаграждение в таком случае способно сократить транзакционные издержки и придать дополнительный стимул к оптимизации деятельности компании-цели (Tebourbi, 2005).

*Эффективность сделок слияний и поглощений, оплаченных
с помощью отложенного вознаграждения*

Одним из распространенных методов оценки эффективности сделок слияний и поглощений является метод событий (event study). Идея данного метода

заключается в изучении изменения доходности акций компании вокруг определенного события, в нашем случае — объявления о сделке слияния/поглощения, в течение, как правило, короткого периода времени (до 1 года).

Чаще всего в эмпирических работах исследователи изучают и сопоставляют реакцию фондового рынка на объявления о сделках, оплаченных с помощью отложенного вознаграждения, денежными средствами и акциями. Согласно результатам большинства исследований на развитых рынках капитала, отложенное вознаграждение создает большую стоимость для акционеров компании-покупателя, чем оплата сделок денежными средствами и акциями, при этом разница между выплатами по результатам и оплатой акциями незначительна (Kohers, Ang, 2000; Mantecon, 2009; Officer et al., 2009; Barbopoulos, Sudarsanam, 2012; Heimann, Lukas, 2014; Barbopoulos et al., 2018). Схожие результаты были получены для сделок, совершенных на развивающихся рынках капитала. На выборке из 202 сделок, инициированных индийскими компаниями в период с 1997 по 2008 г., авторы обнаружили, что новость о покупке компаний с помощью механизма выплат по результатам благосклонно воспринимается рынком Индии, а информация об оплате сделок денежными средствами или акциями не так сильно отражается в рыночных котировках (Kohli, Mann, 2013). Похожие выводы были сделаны для слияний и поглощений на рынке Китая (Song et al., 2018).

Резюмируя выводы рассмотренных исследований, посвященных изучению механизма отложенного вознаграждения в сделках слияний и поглощений, можем заключить, что компания-покупатель использует рассмотренный метод платежа при покупке небольших, частных компаний, фирм, функционирующих в сфере высоких технологий, при трансграничных слияниях и сделках диверсификации, а также, если компания-покупатель имеет небольшой опыт проведения сделок слияний и поглощений. Кроме того, рынок положительно реагирует на слияния, оплаченные с помощью отложенного вознаграждения, и реакция эта значительно превышает реакцию на аналогичные слияния с участием акций и денежных средств.

Гипотезы и методология исследования

Исследование выплат по результатам как альтернативного метода платежа в сделках слияний и поглощений на развивающихся рынках капитала мы проводим в несколько этапов. В первую очередь с помощью логит модели выявляются детерминанты выбора отложенного вознаграждения в сделках слияний и поглощений. На втором этапе проводится сравнение влияния различных способов оплаты сделок на эффективность слияний и поглощений. Эффективность сделок оценивается с помощью метода событий, согласно которому сделки являются эффективными, то есть создают стоимость для акционеров компании-покупателя, в случае положительной реакции фондового рынка на объявления о сделках. На заключительном этапе с помощью регрессионной модели выявляются факторы, влияющие на эффективность сделок, оплаченных с помощью отложенного вознаграждения.

Для первого этапа нашего исследования мы обосновываем и предлагаем следующие гипотезы для тестирования.

Гипотеза 1. *Вероятность использования механизма выплат по результатам компаниями-покупателями из развивающихся стран выше в случае оплаты международных сделок, чем внутренних сделок.*

Приобретение бизнеса за пределами внутреннего рынка всегда сопряжено с дополнительными рисками. Покупатель зачастую обладает ограниченной

информацией о компании-цели, затрудняющей оценку ее справедливой стоимости (особенно если речь идет о покупке компании в развивающейся стране), а также ограниченным знанием об особенностях и правовых нормах страны компании-цели. В такой ситуации компания-покупатель, вероятнее всего, будет использовать механизм выплат по результатам, поскольку это позволит ей переложить часть рисков, связанных с некорректной оценкой стоимости, на продавца, а также удержать менеджерский состав компании-цели, обладающий большим знанием о специфике ведения бизнеса на внутреннем рынке (Reuer, 2004; Kohli, Mann, 2013).

Гипотеза 2. *Вероятность использования механизма выплат по результатам компаниями-покупателями из развивающихся стран выше в случае диверсификации бизнеса, чем при покупке компании в той же отрасли.*

Слияния и поглощения между компаниями, функционирующими в разных отраслях, связаны с рисками переплаты ввиду ограниченного знания о специфике индустрии или недостаточного объема информации, необходимого для точной оценки компании. Крупные фирмы, с большим опытом в M&A сделках могут позволить себе нанять профессиональных экспертов и консультантов для оценки реальной стоимости актива или могут самостоятельно провести корректную оценку стоимости (Reuer, 2004), однако в результате возникают дополнительные затраты, которые небольшие компании не могут себе позволить. Такие объединения особенно требуют наличия менеджеров компании-цели в интеграционной фазе, поскольку компании-покупателю сложно осуществлять контроль над непрофильной фирмой из-за отсутствия необходимых специалистов, ресурсов и знаний. Таким образом, вероятность оплаты с помощью механизма отложенного вознаграждения выше в сделках диверсификации (Kohers, Ang, 2000; Barboroulus, Sudarsanam, 2012).

Гипотеза 3. *Вероятность использования механизма выплат по результатам компаниями-покупателями из развивающихся стран выше в случае отсутствия у них опыта проведения M&A сделок.*

В сделках слияний и поглощений компания-покупатель сталкивается с множеством проблем, в том числе с проблемой поиска справедливой стоимости всех имеющихся у компании-цели активов. Зачастую данные в отчетности компании искажены или же просто отсутствуют, что весьма характерно для стран со слабо развитым контролем над деятельностью компаний. В такой ситуации участники сделки либо прибегают к помощи извне (независимые консультанты, профессиональные оценщики, юристы и т. д.), либо справляются собственными силами. По мнению Reuer (2004), более опытные компании могут самостоятельно провести оценку стоимости приобретаемого бизнеса и адекватно спрогнозировать все возможные риски. В то время как фирмы, ни разу не участвовавшие в слияниях и поглощениях (либо очень мало), из-за отсутствия практики могут допустить ряд ошибок при определении стоимости актива. Таким образом, вероятность оплаты с помощью механизма отложенного вознаграждения выше для компаний с небольшим опытом проведения M&A сделок (Reuer, 2004; Ragozzino, Reuer, 2009).

Гипотеза 4. *Вероятность использования механизма выплат по результатам компаниями-покупателями из развивающихся стран выше при покупке компаний в высокорисковой стране.*

С одной стороны, желание компании-цели участвовать в транзакции с оплатой методом отложенного вознаграждения говорит об уверенности в собственных производственных мощностях и достижении поставленной цели. С другой стороны, такой метод платежа провоцирует «мошеннические» действия, отказ от долгосрочных инвестиций с целью получить краткосрочную выгоду (Kohers, Ang,

2000). Для предотвращения подобных ситуаций компания-покупатель вынуждена осуществлять мониторинг деятельности приобретенной фирмы, что, безусловно, создает транзакционные издержки. Правовое регулирование, информационная среда и рыночная конъюнктура страны, в которой находится компания-цель, оказывает существенное влияние на затраты компании-покупателя вне зависимости от характеристик сделки (трансграничная или внутренняя).

Для понимания того, какой способ оплаты сделок слияний и поглощений является наиболее предпочтительным для акционеров компаний-покупателей на развивающихся рынках капитала, мы предлагаем к тестированию следующие гипотезы:

Гипотеза 5. *Использование механизма выплат по результатам для оплаты сделок слияний и поглощений на развивающихся рынках капитала ведет к созданию стоимости компании-покупателя ($CAR_{EARNOUT} > 0$).*

Гипотеза 6. *Использование механизма выплат по результатам для оплаты сделок слияний и поглощений на развивающихся рынках капитала создает большую стоимость для акционеров компании-покупателя, чем использование денежных средств и акций ($CAR_{EARNOUT} > CAR_{CASH}$, $CAR_{EARNOUT} > CAR_{STOCK}$).*

Слияния и поглощения, оплаченные с помощью отложенного вознаграждения, согласно различным исследованиям, преимущественно воспринимаются фондовым рынком положительно. Кохерс и Энг (Kohers, Ang, 2000), а также Датар (Datar et al., 2001) обнаружили положительную накопленную избыточную доходность для сделок, оплаченных с помощью отложенного вознаграждения, которая значительно превышала доходность для сделок, оплаченных денежными средствами и акциями. Авторы утверждают, что хеджирование рисков переплат таким методом благосклонно воспринимается участниками рынка. К аналогичным выводам пришли и другие исследователи, изучающие, в том числе, развивающиеся рынки капитала (Mantecon, 2009; Barbopoulus, Sudarsanam, 2012; Kohli, Mann, 2013; Heimann, Lukas, 2014; Barbopoulus et al., 2018; Song et al., 2018).

Гипотеза 7. *Использование механизма выплат по результатам для оплаты международных сделок слияний и поглощений на развивающихся рынках капитала ведет к созданию стоимости компании-покупателя ($CAR_{EARNOUT(merging_target)} > 0$).*

Гипотеза 8. *Использование механизма выплат по результатам для оплаты международных сделок слияний и поглощений на развивающихся рынках капитала создает большую стоимость для акционеров компании-покупателя, чем использование акций ($CAR_{EARNOUT(merging_target)} > CAR_{STOCK(merging_target)}$).*

В трансграничных слияниях существенное значение имеет страна компании-цели. Приобретение бизнеса в развитых странах сопряжено с меньшим уровнем риска, поэтому в качестве метода платежа компания-покупатель будет использовать денежные средства, привлечение которых не требует много времени и дополнительных затрат (Kohli, Mann, 2012). Если же компания-цель принадлежит развивающейся стране, компания-покупатель для хеджирования рисков переплат будет использовать либо акции (Nicholson, Salaber, 2013), либо механизм выплат по результатам. Стоит отметить, что разница в реакции рынка на отложенное вознаграждение и акции будет незначительной ввиду недоверия инвесторов к первому из-за небольшого опыта его использования в сделках на развивающихся рынках капитала, а также из-за дополнительных транзакционных издержек (Mantecon, 2009).

Ниже представлена табл. 1, суммирующая наши гипотезы о факторах, влияющих на выбор метода выплат по результатам в сделках слияний и поглощений, и наши ожидания о влиянии различных способов оплаты сделок на их эффективность.

Таблица 1

Тестируемые гипотезы и ожидаемые результаты

| <i>Детерминанты выбора отложенного вознаграждения в сделках</i> | |
|---|---------------------|
| Гипотезы и переменные | Ожидаемый результат |
| 1: В международных сделках (CROSS_BORDER) | + |
| 2: В сделках диверсификации (DIVERSIFICATION) | + |
| 3: При наличии опыта в сделках (EXPERIENCE) | - |
| 4: При покупке компаний в высоко-рисковой стране (RISK) | + |
| <i>Реакция рынка на сделки, оплаченные с помощью отложенного вознаграждения, денежных средств и акций</i> | |
| 5: $CAR_{EARNOUT} > 0$ | |
| 6: $CAR_{EARNOUT} \gg CAR_{CASH}$, $CAR_{EARNOUT} > CAR_{STOCK}$ | |
| 7: $CAR_{EARN-OUT(emerging_target)} > 0$ | |
| 8: $CAR_{EARN-OUT(emerging_target)} > CAR_{STOCK(emerging_target)}$ | |

Для выявления детерминант выбора механизма выплат по результатам для оплаты сделок слияний и поглощений (гипотезы 1–4) была использована следующая логистическая модель:

$$(1) \quad pr(METHOD_OF_PAYMENT = 1) = \beta_0 + \beta_1 TARGET\ SIZE + \beta_2 ACQUIROR\ SIZE + \beta_3 LAW + \beta_4 HITECH + \beta_5 EXPERIENCE + \beta_6 CROSS\ BORDER + \beta_7 RISK + \beta_8 DIVERSIFICATION + \mu$$

В данной модели в качестве зависимой переменной выступает бинарная переменная «метод платежа» (METHOD_OF_PAYMENT), которая принимает значения в зависимости от способа оплаты сделки: 1, если метод платежа — механизм выплат по результатам, 0 — денежные средства или акции. Описание и способ расчета объясняющих (EXPERIENCE, CROSS_BORDER, RISK, DIVERSIFICATION) и контрольных переменных (TARGET_SIZE, ACQUIROR_SIZE, LAW, HITECH) представлены в табл. 1 Приложения.

Для оценки влияния различных способов оплаты на эффективность сделок слияний и поглощений мы использовали традиционную технику метода событий (event study). Нормальная доходность акций вычислялась на основе скорректированной рыночной модели (adjusted market model) (MacKinley, 1997). В качестве окна события (event window) было установлено окно в 11 торговых дней, которое варьировалось в сторону уменьшения для проверки устойчивости результатов (Mantecon, 2009; Barbopoulos, Sudarsanam, 2012; Kohli, Mann, 2013; Heimann, Lukas 2014). Для разных подвыборок сделок, согласно способу их оплаты, были рассчитаны показатели средней накопленной избыточной доходности (CAAR), отражающие реакцию фондового рынка на объявления о сделках слияний и поглощений. Для сравнения эффективности сделок, оплаченных различными способами, использовалась *t*-статистика разницы в средних.

Помимо сравнения влияния различных способов оплаты сделок на их эффективность, особый интерес представляет понимание того, какие факторы оказывают влияние на эффективность слияний и поглощений, оплаченных с помощью отложенного вознаграждения. Для ответа на данный вопрос в рамках данного исследования была построена регрессионная модель следующего вида:

$$(2) \quad CAAR = \beta_0 + \beta_1 TARGET_SIZE + \beta_2 ACQUIROR_SIZE + \\ + \beta_3 LAW + \beta_4 HITECH + \beta_5 EXPERIENCE + \beta_6 CROSS_BORDER + \\ + \beta_7 RISK + \beta_8 DIVERSIFICATION + \mu$$

В качестве зависимой переменной в данной модели выступает средняя накопленная избыточная доходность (CAAR), рассчитанная для сделок, оплаченных с помощью механизма выплат по результатам в качестве объясняющих переменных — переменные, изученные на первом этапе нашего исследования.

Согласно корреляционной матрице (Приложение, табл. 2) все объясняющие переменные имеют допустимый уровень парной корреляции, поэтому мультиколлинеарность в данных отсутствует.

Критерии формирования выборки

В рамках исследования мы рассматривали сделки слияний и поглощений, инициированные компаниями из развивающихся стран согласно классификации ООН, в период с 2000 по 2015 г. Мы ограничили период исследования 2015 г. для возможности сопоставления полученных нами результатов с выводами предыдущих эмпирических работ, временные периоды исследования которых, как правило, не превосходят 2015 г. Для формирования выборки была использована база данных Zephyr (Bureau van Dijk), Thomson One (Thomson Reuters), Bloomberg и Finanz. В итоговую выборку включались сделки: (1) в которых компания-покупатель приобретает контрольный пакет (50% + 1 акция), что дает право на управление компанией, и имеет долю на момент сделки менее 50%, (2) оплаченные с помощью отложенного вознаграждения, денежных средств и акций, (3) в которых компания-покупатель является публичной компанией не принадлежащей к сфере коммунальных услуг и финансовому сектору, (4) стоимость которых составляет не менее 1 млн долл. США для исключения «мелких» сделок, не ведущих к значительному изменению рыночных котировок, (5) в которых рыночная капитализация компании-покупателя, измеренная за год до сделки, составляет не менее 4 млн. долл.

Итоговый размер выборки для логистической регрессии составил 1556 сделок, а для оценки влияния различных способов оплаты сделок на их эффективность — 1277 слияний и поглощений.

Количество сделок за рассматриваемый период увеличилось со 150 сделок в начале 2000-х гг. до 1200 сделок в 2010-х гг. При этом наиболее популярным методом оплаты, в рассматриваемой выборке сделок, являются денежные средства (63% сделок). 26% всех слияний и поглощений было оплачено с помощью акций и 11% — с помощью механизма отложенного вознаграждения. На развитых рынках в 2000 г. эта доля была равна 5,6% (Koehrs, Ang, 2000), в 2001 — 4,1% (Datar et al., 2001) в 2011 г. — 3,9% (Cain et al., 2011), а на рынке Великобритании этот показатель был равен уже 26% (Barbopoulos, Sudarsanam, 2012).

Относительный размер компании-цели практически для всех сделок из выборки одинаков и составляет 0,06 млрд долл. Однако для слияний, оплаченных с помощью акций, этот показатель в 3 раза больше (0,19 млрд долл.). Самые дорогие сделки в развивающихся странах оплачиваются с помощью акций (52,68 млн долл.). На втором месте среди возможных методов оплаты — отложенное вознаграждение (12,29 млн долл.) и на третьем — денежные средства (10,85 млн долл.).

Анализ и интерпретация полученных в ходе эмпирического исследования результатов

Детерминанты выбора механизма выплат по результатам для оплаты сделок слияний и поглощений.

Результаты, полученные в ходе анализа логистической регрессии, а также показатели качества построенной модели представлены в табл. 2.

Таблица 2

Результаты логистической регрессии

| Переменные | Нестандартизированные коэффициенты | | Стандартизированные коэффициенты |
|-----------------|------------------------------------|-----|----------------------------------|
| (Intercept) | -4,2231 | *** | 0,0146 |
| TARGET_SIZE | -0,2301 | | 0,7944 |
| ACQUIROR_SIZE | -0,0007 | | 0,9992 |
| EXPERIENCE | 0,0062 | * | 1,0062 |
| LAW | 0,2096 | | 1,2332 |
| CROSS_BORDER | 1,0345 | *** | 2,8137 |
| RISK | 0,5460 | *** | 1,7263 |
| HITECH | 1,3240 | *** | 3,7586 |
| DIVERSIFICATION | 0,0839 | | 1,0875 |
| Pseudo R2 | 14,10% | | |
| LR statistics | 111,06 | | |
| Prob. LR stat. | 0,001 | | |

*** — значимость на уровне 1%, ** — на уровне 5%, * — на уровне 10%.

Источник: расчеты авторов.

Анализируя результаты, представленные в табл. 2, можем заключить, что несмотря на дополнительные издержки, связанные с реализацией *международных сделок*, компании из развивающихся стран предпочитают использовать отложенное вознаграждение в данных типах слияний и поглощений. Согласно полученным результатам, вероятность использования данного способа оплаты в 2,8 раз выше, чем для внутренних сделок. Таким образом, тестируемая нами **Гипотеза 1** не отвергается на 1% уровне значимости. Данные результаты согласуются с выводами работ на развитых и развивающихся рынках капитала (Reuer, 2004; Mantecon, 2009; Kohli, Mann, 2013).

Исследование влияния *опыта* на вероятность использования отложенного вознаграждения привело к интересным результатам. На развитых рынках применение отложенного вознаграждения связано с отсутствием опыта у компании-покупателя (Reuer, 2004; Varborpoulos et al., 2018). Неспособность корректно оценить реальную стоимость активов и спрогнозировать будущие денежные потоки подталкивает такие фирмы к использованию различных хеджирующих инструментов, в числе которых отложенное вознаграждение. Данные, полученные в ходе регрессионного анализа (табл. 2), свидетельствуют об обратной ситуации: с увеличением опыта (возраста компании) на 0,6% возрастает вероятность применения механизма выплат по результатам. Таким образом, **Гипотеза 3** о наиболее вероятном использовании отложенного вознаграждения для иницилирующей стороны с отсутствием опыта проведения сделок отвергается на 10% уровне значимости. Среди возможных причин таких результатов можно отметить механизм таких выплат, который для многих компаний до сих пор остается слишком сложным, недоступным и требующим опыта предыдущих сделок (Heimann, Lukas, 2014).

В странах, характеризующихся большим *уровнем риска* (финансового, политического и т. д.), бизнес, выбранный для приобретения, наиболее вероятно через какое-то время станет неэффективным активом для компании-покупателя. С целью застраховать себя от такой покупки компании на развивающихся рынках стремятся выбирать отложенное вознаграждение для оплаты своих сделок: вероятность выбора такого способа платежа при покупке компаний из высоко-рисковых стран в 1,7 раз выше, чем при приобретении компаний из стран с более стабильной макроэкономической ситуацией. Таким образом, **Гипотеза 4** не отвергается на 1% уровне значимости.

Среди контрольных переменных стоит обратить внимание на переменную, отвечающую за функционирование компании-цели в сфере высоких технологий: вероятность оплаты сделки с помощью механизма выплат по результатам при покупке фирмы в high-tech индустрии в 3,8 раза выше, чем при покупке в других секторах. Практически все исследователи, изучающие влияние данной переменной на вероятность использования отложенного вознаграждения, пришли к аналогичным выводам как на развитых рынках (Koher, Ang, 2000; Datar et al., 2001; Reuer, 2004; Cain et al., 2011; Barboroulus, Sudarsanam, 2012), так и на развивающихся (Kohli, Mann, 2013). Высокий уровень «нематериально насыщенных активов» искажает их реальную стоимость по причине отсутствия идентичных товаров на рынке, сопоставив с которыми, компания смогла бы определить справедливую стоимость.

На развивающемся рынке капитала переменные размера компании-цели и компании-покупателя, принадлежность компании-цели к стране романо-германской правовой семьи, а также сделки диверсификации имеют незначимые коэффициенты. При этом стоит отметить, что направления влияния рассмотренных детерминант выбора на вероятность использования механизма выплат по результатам согласуются с результатами более ранних работ на развитых рынках капитала (Datar, et al., 2001; Kohli, Mann, 2013; Barboroulus, Sudarsanam, 2012). Согласно данным результатам можем заключить, что тестируемая нами **Гипотеза 2** о влиянии желания компании-покупателя диверсифицировать свою деятельность на вероятность выбора отложенного платежа для оплаты сделок отвергается.

*Влияние различных способов оплаты сделок слияний и поглощений
на их эффективность*

На втором этапе нашего исследования была проведена оценка средней накопленной избыточной доходности акций компании-покупателя на различных окнах событий в разрезе различных способов оплаты сделок.

Таблица 3

**Значения средней накопленной избыточной доходности (СААР) акций компании-покупателя
в разрезе различных методов платежа**

| Окно событий | Отложенное вознаграждение | Акции | Денежные средства |
|--------------|---------------------------|---------|-------------------|
| [-1; +1] | 2,11%*** | 1,47%** | 1,20%***в) |
| [-2; +2] | 1,55% | 1,19%** | 1,29%*** |
| [-3; +3] | 0,86% | 1,56%** | 1,62%*** |
| [-5; +5] | 2,54%* | 1,79%* | 1,56%***а) |

*** — значимость на уровне 1%, ** — на уровне 5%, * — на уровне 10%:

а) — значимость на уровне 1%, б) — на уровне 5%, в) — на уровне 10% — в случае сравнения эффективности сделок, оплаченных рассматриваемыми методами, с помощью *t*-статистики разницы в средних.

Источник: расчеты авторов.

Согласно результатам, представленным в табл. 3, использование механизма выплат по результатам при оплате слияний и поглощений положительно воспринимается фондовым рынком развивающихся стран, о чем свидетельствуют положительные и значимые значения средней накопленной избыточной доходности для окна в 3 и 11 дней. Таким образом, **Гипотеза 5** о положительной реакции фондового рынка на сделки слияний и поглощений, оплаченных с помощью отложенного вознаграждения, не отвергается на 10% уровне значимости для 11-дневного окна и на 1% уровне значимости для 3-дневного окна события. Слияния и поглощения, оплаченные с помощью денежных средств и акций, также имеют значимую положительную накопленную избыточную доходность на всех рассматриваемых окнах. При сопоставлении реакции рынка на сделки с различными способами оплаты с использованием t -статистики разницы в средних для проверки значимости, можно сделать следующие выводы. Фондовый рынок более благосклонно реагирует на сделки, оплаченные с помощью отложенного вознаграждения, по сравнению со сделками, оплаченными денежными средствами на 3-дневном окне на 5% уровне значимости и на 11-дневном окне на 1% уровне значимости. Однако при сопоставлении эффективности сделок, оплаченных с помощью механизма отложенного вознаграждения и акций, значимых результатов выявить не удалось, что позволяет нам подтвердить наши ожидания, выдвинутые в **Гипотезе 6** только в части сравнения сделок, оплаченных с помощью механизма выплат по результатам и денежных средств. Данные результаты частично согласуются с выводами предыдущих исследователей о доминирующей реакции рынка на оплату сделок с помощью отложенного вознаграждения над другими методами платежа (Kohers, Ang, 2000; Mantecon, 2009; Officer et al., 2009; Barboroulus и Sudarsanama, 2012; Kohli, Mann, 2013; Heimann, Lukas, 2014).

На следующем этапе нашего исследования мы изучили и сопоставили эффективность сделок, оплаченных различными способами, принимая во внимание уровень риска страны компании-цели. Результаты реакции фондового рынка на сделки, в которых компания-цель принадлежит развитому и развивающемуся рынку капитала, представлена в табл. 4.

Таблица 4

Реакция рынка на сделки при покупке компании-цели развитого и развивающегося рынка капитала в разрезе различных методов платежа

| | Отложенное вознаграждение | Акции | Денежные средства |
|--|---------------------------|-------------|-------------------|
| <i>Компания-цель принадлежит развитому рынку капитала</i> | | | |
| [-1; +1] | 2,52% | 2,42% | 0,16%*** |
| [-2; +2] | 2,12%** | 1,70%*** | 0,37% |
| [-3; +3] | 1,63% | 2,28% | 0,55% |
| [-5; +5] | 3,42%** | 1,54% | 0,15% |
| <i>Компания-цель принадлежит развивающемуся рынку капитала</i> | | | |
| [-1; +1] | 2,35%*** | -2,66%*в) | 2,70%*** |
| [-2; +2] | 2,44%*** | -1,46%***в) | 2,89% |
| [-3; +3] | 2,41%** | -1,78%***в) | 2,93% |
| [-5; +5] | 3,57%* | -1,07%*** | 3,35% |

*** — значимость на уровне 1%, ** — на уровне 5%, * — на уровне 10%:

а) — значимость на уровне 1%, б) — на уровне 5%, в) — на уровне 10% — в случае сравнения эффективности сделок, оплаченных рассматриваемыми методами, с помощью t -статистики разницы в средних.

Источник: расчеты авторов.

Как видно из табл. 4, в международных слияниях и поглощениях приобретение бизнеса в развивающейся стране с помощью отложенного вознаграждения приводит к созданию стоимости компании-покупателя, о чем свидетельствуют положительные и статистически значимые значения накопленной избыточной доходности для всех рассматриваемых окон события, что не позволяет нам отвергнуть выдвинутую **Гипотезу 7**. Аналогичные результаты получены и для приобретений компаний на развитых рынках капитала. Кроме того, результаты демонстрируют, что сделки, оплаченные акциями, не ведут к созданию стоимости, стимулируя компании использовать метод отложенного платежа при покупке компаний на развивающихся рынках. Значения накопленной избыточной доходности для сделок, оплаченных с помощью отложенного вознаграждения, значительно превышают накопленную избыточную доходность для аналогичных слияний, оплаченных акциями на 5% уровне значимости для 3, 5 и 7-дневных окон события. Данный результат говорит о том, что мы не можем отвергнуть **Гипотезу 8** на 5% уровне значимости. Сравнивая эффективность сделок, оплаченных с помощью механизма выплат по результатам и денежных средств, нам не удалось выявить статистически значимых результатов.

Детерминанты эффективности сделок слияний и поглощений, оплаченных с помощью механизма выплат по результатам

Выявив факторы, влияющие на вероятность выбора метода отложенного вознаграждения для оплаты слияний и поглощений, а также проанализировав и сравнив эффективность сделок, оплаченных различными способами, следующим логичным шагом является поиск факторов, влияющих на эффективность сделок, оплаченных с помощью механизма отложенного вознаграждения (модель 2). Результаты проведенного нами исследования представлены в табл. 5 для трех окон событий с целью контроля устойчивости результатов.

Таблица 5

Детерминанты эффективности сделок слияний и поглощений, оплаченных с помощью механизма отложенного вознаграждения

| Переменные / окна события | [-1; +1] | [-2; +2] | [-3; +3] |
|---------------------------|------------------|------------------|------------------|
| (Intercept) | -0,0584*** | 0,0369 | -0,0589. |
| HITECH | 0,0135 | 0,0199 | 0,0523** |
| LAW | -0,0069 | | |
| ACQUIROR_SIZE | 0,3720** | 0,3422 | |
| TARGET_SIZE | -0,5061* | -0,4610 | 0,0515 |
| DIVERSIFICATION | 0,0161 | 0,0185 | 0,0162 |
| EXPERIENCE | -0,0003** | -0,0005* | |
| RISK | 0,0294*** | 0,0208* | 0,0238* |
| CROSS_BORDER | 0,0504*** | 0,0497*** | 0,0564*** |
| F-stat. | 4,5180 | 1,9400 | 2,7740 |
| R2 | 0,1952 | 0,0830 | 0,0836 |

*** — значимость на уровне 1%, ** — на уровне 5%, * — на уровне 10%.

Источник: расчеты авторов.

Как видно из табл. 5, международная направленность сделок, принадлежность компании-цели к высокорисковой стране, а также наличие опыта в проведении

сделок у компании-покупателя оказывают устойчиво значимое влияние на реакцию рынка на объявления о сделках, оплаченных с помощью механизма отложенного вознаграждения.

Международные слияния и поглощения характеризуются большим уровнем информационной асимметрии ввиду ограниченного доступа и ненадлежащей защиты прав внешних инвесторов. Для развивающихся рынков соотношение транзакционных издержек и риска переоценки таково, что наиболее эффективной стратегией при покупке компании в другой стране оказывается использование отложенного вознаграждения.

Степень риска страны компании-цели также оказывает значимое положительное влияние на значения накопленной избыточной доходности акций компании-покупателя. Участники рынка воспринимают бизнес, который планирует приобрести компания-покупатель в стране с нестабильной макроэкономической ситуацией, как потенциально неэффективный. Связано это со сложностями в предсказании будущих денежных потоков фирмы и ее сильной зависимостью от активности внутреннего рынка: политические и экономические риски непосредственно влияют на деятельность компаний на территории страны.

Согласно результатам логистической модели, протестированной нами на первом этапе исследования, наличие опыта в проведении сделок у компании-покупателя способствует росту вероятности применения механизма выплат по результатам для оплаты слияний и поглощений. Однако результаты данной регрессионной модели говорят о разрушении стоимости компании-покупателя с увеличением опыта проведения сделок. Более опытные компании могут самостоятельно произвести корректный расчет стоимости компании-цели, в то время как менее опытные фирмы рискуют переоценить приобретаемый актив (Reuer, 2004).

Согласно данным табл. 5, *размеры компании-покупателя и компании-цели* являются значимыми факторами, оказывающими влияние на доходность акций иницилирующей стороны сделки, только на 3-дневном окне события. Размер компании-цели отрицательно влияет на кумулятивную избыточную доходность (Mantecon, 2009; Heimann, Lukas, 2014), при этом размер компании-покупателя, наоборот, имеет положительное влияние. Вероятно, на развивающихся рынках капитала размер компании-покупателя служит неким гарантом для компании-цели в отношении отложенного вознаграждения в силу того, что достичь соглашения об использовании данной схемы оплаты легче, работая под брендом крупной компании, а также оплата сделки с помощью отложенного вознаграждения говорит о желании покупателя сохранить команду менеджеров.

На 7-дневном окне события наблюдается положительное влияние на накопленную избыточную доходность компании-покупателя *принадлежности компании-цели к высокотехнологичному сектору*, что согласуется с результатами, полученными на рынке Индии (Kohli, Mann, 2014). Приобретение высокотехнологичных компаний открывает для покупателя доступ к новым технологиям и прочим нематериальным активам, что способствует развитию и росту его конкурентоспособности.

Выводы

Данное исследование посвящено изучению метода оплаты сделок слияний и поглощений с помощью отложенного вознаграждения. Данный метод позволяет компании-покупателю захеджировать риски переоценки в сделках с высокой асимметрией информации путем передачи части риска акционерам компании-цели. Однако при определенных характеристиках слияний и поглощений данный

способ оплаты создает дополнительные транзакционные издержки и усложняет процесс интеграции компаний. В отличие от предыдущих работ, мы изучаем факторы, влияющие на вероятность выбора данного метода оплаты в сделках, а также эффективность слияний и поглощений, оплаченных с помощью отложенного вознаграждения, и детерминанты эффективности данных сделок для компаний различных развивающихся стран.

Согласно результатам проведенного исследования, построенного на выборке 1556 сделок, объявленных в период с 2000 по 2015 г., было выявлено, что к факторам, влияющим на вероятность использования отложенного вознаграждения, относятся характеристики, создающие наибольший информационный разрыв между участниками сделки: международные приобретения и принадлежность компании-цели к высоко-рисковому рынку. Кроме того, в странах развивающихся стран отложенное вознаграждение используют компании с большим опытом проведения M&A транзакций ввиду сложностей рассматриваемого метода. Анализ реакции рынка на сделки с участием различных методов платежа показал, что отложенное вознаграждение создает большую стоимость для акционеров компании-покупателя, чем оплата сделок денежными средствами. В случае международных приобретений отложенное вознаграждение оказывается более выигрышным по сравнению с оплатой акциями, в то время как разницы в эффективности сделок, оплаченных с помощью отложенного вознаграждения и денежными средствами, выявлено не было. Также наше исследование показало, что выгоды от использования механизма выплат по результатам будут выше в случае международных сделок, в которых приобретаются высокотехнологичные компании, действующие в условиях высоко-рискового рынка, компаниями-покупателями с небольшим опытом проведения слияний и поглощений.

Приложение

Таблица 1

Описание и способ расчета переменных логистической регрессии

| Название переменной | Описание переменной | Способ расчета |
|---------------------|--|--|
| METHOD OF PAYMENT | Метод платежа в M&A сделке | Принимает значение 1, если сделка была оплачена с помощью отложенного вознаграждения, 0 — в обратном случае. |
| TARGET SIZE | Относительный размер компании-цели | Отношение стоимости сделки к сумме рыночной капитализации компании-покупателя и стоимости сделки. Стоимость сделки является прокси переменной для суммарного объема активов компании-цели. |
| ACQUIRORSIZE | Относительный размер компании-покупателя | Отношение стоимости сделки к рыночной капитализации компании-покупателя. |
| LAW | Нормативно-правовое регулирование страны компании-цели | Принимает значение 1, если страна компании-цели принадлежит романо-германской правовой семье (гражданское право), и 0 в обратном случае (общее право). |
| EXPERIENCE | Опыт в сделках M&A | Разница между датой совершения сделки, оплаченной с помощью отложенного вознаграждения и датой создания компании. |
| CROSSBORDER | Международные сделки | Принимает значение 1, если сделка трансграничная, 0 — в обратном случае. |
| RISK | Уровень риска страны компании-цели | Согласно композитному индексу PRSgroup, разработанному на основе политических, экономических и финансовых рисков страны, переменная RISK принимает значение 1, если страна компании-цели входит в категорию «очень низкий риск», 2 — «низкий риск», 3 — «средний риск» и 4 — «высокий риск». |
| DIVERSIFICATION | Сделки диверсификации | Принимает значение 1, если основная и второстепенная деятельность компании-покупателя не совпадает с основной деятельностью компании-цели (согласно международной классификации SIC), и 0 в обратном случае. |

Таблица 2

Корреляционная матрица

| | Hitech | Law | Acquiror size | Target size | Diversification | Experience | Risk | Cross boarder |
|-----------------|--------|------|---------------|-------------|-----------------|------------|------|---------------|
| Hitech | 1 | | | | | | | |
| Law | 0,23 | 1 | | | | | | |
| Acquiror size | -0,09 | 0,3 | 1 | | | | | |
| Target size | -0,07 | 0,31 | 0,68 | 1 | | | | |
| Diversification | 0,05 | 0,16 | -0,18 | -0,15 | 1 | | | |
| Experience | -0,11 | 0,06 | -0,19 | -0,21 | 0,26 | 1 | | |
| Risk | -0,03 | 0,04 | 0,1 | 0,12 | 0,07 | -0,02 | 1 | |
| Cross boarder | -0,19 | -0,2 | -0,11 | -0,09 | -0,06 | 0,03 | -0,1 | 1 |

Источник: расчеты авторов.

Источники

- Barbopoulos L., Danbolt J., Alexakis D.* The Role of Earnout Financing on the Valuation Effects of Global Diversification // *Journal of International Business Studies*. 2018. N 49. P. 523–551.
- Barbopoulos L., Sudarsanam S.* Determinants of Earnout as Acquisition Payment Currency and Bidder's Value Gains // *Journal of Banking & Finance*. 2012. Vol. 36. N 3. P. 678–694.
- Cain M. D., Denis D. J., Denis D. K.* Earnouts: A Study of Financial Contracting in Acquisition Agreements // *Journal of Accounting and Economics*. 2011. Vol. 51. N 1. P. 151–170.
- Datar S., Frankel R., Wolfson M.* Earnouts: The effects of Adverse Selection and Agency Costs on Acquisition Techniques // *Journal of Law, Economics, and Organization*. 2001. Vol. 17. N 1. P. 201–238.
- Ewelt-Knauer C., Knauer T., Pex S.* Ausgestaltung und Einsatzbereiche von Earn-Outs in Unternehmenskaufverträgen // *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forsch.* 2011. Bd. 63. S. 371–400.
- Heimann C., Lukas E.* Technological-induced Information Asymmetry, M&As and Earnouts: Stock market Evidence from Germany // *Applied Financial Economics*. 2014. Vol. 24. N 7. P. 481–493.
- Kohers N., Ang J.* Earnouts in Mergers: Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay // *The Journal of Business*. 2000. Vol. 73. N 3. P. 445–476.
- Kohli R., Mann B. J. S.* Analyzing the Likelihood and the Impact of Earnout offers on Acquiring Company wealth Gains in India // *Emerging Markets Review*. 2013. Vol. 16. P. 203–222.
- MacKinlay A. C.* Event Studies in Economics and Finance // *Journal of economic literature*. 1997. Vol. 35. N 1. P. 13–39.
- Mantecon T.* Mitigating Risks in Cross-border Acquisitions // *Journal of Banking & Finance*. 2009. Vol. 33. N 4. P. 640–651.
- McNichols M. F., Stubben S. R.* The Effect of Target-firm Accounting Quality on Valuation in Acquisitions // *Review of Accounting Studies*. 2012. Vol. 20. N 1. P. 110–140.
- Moeller S. B., Schlingemann F. P., Stulz R. M.* Wealth Destruction on a Massive Scale? A study of Acquiring-firm Returns in the Recent Merger Wave // *The Journal of Finance*. 2005. Vol. 60. N 2. P. 757–782.
- Nicholson R. R., Salaber J.* The Motives and Performance of Cross-border Acquirers from Emerging Economies: Comparison Between Chinese and Indian firms // *International Business Review*. 2013. Vol. 22. N 6. P. 963–980.
- Officer M. S., Poulsen A. B., Stegemoller M.* Target-firm Information Asymmetry and Acquirer Returns // *Review of Finance*. 2009. Vol. 13. N. 3. P. 467–493.
- Quinn B. J. M.* Putting Your Money Where Your Mouth Is: The Performance of Earnouts in Corporate Acquisitions // *University of Cincinnati Law Review*. 2012. Vol. 81. P. 127–172.
- Ragozzino R., Reuer J. J.* Contingent Earnouts in Acquisitions of Privately Held Targets // *Journal of Management*. 2009. Vol. 35. P. 857–879.
- Reuer J. J.* Avoiding Lemons in M&A deals // *MIT Sloan Management Review*. 2005. Vol. 46. N 3. P. 15–17.
- Song D., Su J., Yang C., Shen N.* Performance commitment in acquisitions, regulatory change and market crash risk-evidence from China // *Pacific-Basin Finance Journal*. 2018.
- Tebourbi I.* Bidder's Shareholder Wealth Effects of Canadian Cross-border and Domestic Acquisitions — The role of Corporate Governance Differences / CEREG—Université Paris Dauphine. 2005.

References

- Barbopoulos L., Danbolt J., Alexakis D. The role of earnout financing on the valuation effects of global diversification. *Journal of International Business Studies*, 2018, vol. 49, pp. 523–551.
- Barbopoulos L., Sudarsanam S. Determinants of earnout as acquisition payment currency and bidder's value gains. *Journal of Banking & Finance*, 2012, vol. 36, N 3, pp. 678–694.
- Cain M. D., Denis D. J., Denis D. K. Earnouts: A study of financial contracting in acquisition agreements. *Journal of Accounting and Economics*, 2011, vol. 51, N 1, pp. 151–170.
- Datar S., Frankel R., Wolfson M. Earnouts: The effects of adverse selection and agency costs on acquisition techniques. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 2001, vol. 17, N 1, pp. 201–238.
- Ewelt-Knauer C., Knauer T., Pex S. Ausgestaltung und Einsatzbereiche von Earn-Outs in Unternehmenskaufverträgen. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forsch.* 2011, Bd. 63, S. 371–400.
- Heimann C., Lukas E. Technological-induced information asymmetry, M&As and earnouts: stock market evidence from Germany. *Applied Financial Economics*, 2014, vol. 24, N 7, pp. 481–493.
- Kohers N., Ang J. Earnouts in Mergers: Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay. *The Journal of Business*, 2000, vol. 73, N 3, pp. 445–476.

Kohli R., Mann B. J. S. Analyzing the likelihood and the impact of earnout offers on acquiring company wealth gains in India. *Emerging Markets Review*, 2013, vol. 16, pp. 203–222.

MacKinlay A. C. Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 1997, vol. 35, N 1, pp. 13–39.

Mantecon T. Mitigating risks in cross-border acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, 2009, vol. 33, N 4, pp. 640–651.

McNichols M. F., Stubben S. R. The effect of target-firm accounting quality on valuation in acquisitions. *Review of Accounting Studies*, 2012, vol. 20, N 1, pp. 110–140.

Moeller S. B., Schlingemann F. P., Stulz R. M. Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. *The Journal of Finance*, 2005, vol. 60, N 2, pp. 757–782.

Nicholson R. R., Salaber J. The motives and performance of cross-border acquirers from emerging economies: Comparison between Chinese and Indian firms. *International Business Review*, 2013, vol. 22, N 6, pp. 963–980.

Officer M. S., Poulsen A. B., Stegemoller M. Target-firm information asymmetry and acquirer returns. *Review of Finance*, 2009, vol. 13, N 3, pp. 467–493.

Quinn B. J. M. Putting Your Money Where Your Mouth Is: The Performance of Earnouts in Corporate Acquisitions. *University of Cincinnati Law Review*, 2012, vol. 81, pp. 127–172.

Ragozzino R., Reuer J. J. Contingent earnouts in acquisitions of privately held targets. *Journal of Management*, 2009, vol. 35, pp. 857–879.

Reuer J. J. Avoiding lemons in M&A deals. *MIT Sloan Management Review*, 2005, vol. 46, N 3, pp. 15–17.

Song D., Su J., Yang C., Shen N. Performance commitment in acquisitions, regulatory change and market crash risk-evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2018.

Tebourbi I. *Bidder's shareholder wealth effects of Canadian cross-border and domestic acquisitions — The role of corporate governance differences*. CEREG—Université Paris Dauphine, 2005.