

УДК 334.758

*Е. В. Меньшиков*Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва,
e-mail: evmenshikov@mail.ru

СПОСОБЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ

Ключевые слова: слияние и поглощение, способы финансирования сделки, ненормальная доходность, литературный обзор.

Цель исследования: проанализировать литературу по способам финансирования сделок M&A и факторам, детерминирующим их выбор. Предпринята попытка обобщить различные факторы, которые влияют на решение о выборе способов финансирования сделок M&A, для выявления их влияния на эффективность сделки. Методы. При проведении данного исследования использовались такие общенаучные методы, как системный подход, анализ литературных источников на русском и английском языках за период 1980-2020 гг., синтез, обобщение. В число изученных способов вошли оплата наличными, оплата акциями, смешанные платежи. Для каждого способа обобщены и проанализированы положительные и отрицательные результаты для сделок. По итогам исследования выявлены факторы, которые влияют на выбор способа оплаты при слияниях и поглощениях. Было установлено, что такие факторы, как финансовый рычаг, свободный денежный поток, взаимосвязь, налоговые соображения, коэффициент q-Тобина, асимметричная информация, возможности роста, относительный размер приобретающей и целевой компаний, бизнес-цикл и корпоративное управление, существенно влияют на выбор способа оплаты сделки слияния и поглощения и на ненормальную доходность приобретающей компании. Выводы, сделанные автором, помогут руководству компаний, участвующих в сделках слияний и поглощений, выбрать подходящие способы финансирования сделок M&A и оптимизировать структуру финансирования сделки.

*E. V. Menshikov*Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow,
e-mail: evmenshikov@mail.ru

INSTRUMENTS OF FINANCING MERGERS AND ACQUISITIONS: THEORETICAL FOUNDATIONS

Keywords: mergers and acquisitions, mergers and acquisitions, transaction payment methods, abnormal profitability, literature review.

The purpose of the study: to analyze the literature on the methods of financing M&A transactions and the factors that determine their choice. An attempt is made to summarize the various factors that influence the decision on the choice of ways to finance M&A transactions, in order to identify their impact on the effectiveness of the transaction. In conducting this research, such general scientific methods as a systematic approach, analysis of literary sources in Russian and English for the period 1980-2020, synthesis, and generalization were used. The methods studied included cash payments, stock payments, and mixed payments. For each method, the positive and negative results for transactions are summarized and analyzed. According to the results of the study, the factors that influence the choice of payment method in mergers and acquisitions are identified. It was found that factors such as financial leverage, free cash flow, interconnection, tax considerations, q-Tobin ratio, asymmetric information, growth opportunities, relative size of the acquiring and target companies, business cycle and corporate governance significantly affect the choice of payment method for the merger and acquisition transaction and the abnormal profitability of the acquiring company. The conclusions made by the author will help the management of companies involved in mergers and acquisitions to choose the appropriate ways to finance M&A transactions and optimize the structure of transaction financing.

Введение

Слияния и поглощения (M&A) – жизненно важный элемент корпоративной стратегии, экономической и деловой среды, который позволяет компаниям гибко реагировать на растущую глобальную конкуренцию и стремительную эволюцию рынков [1-3].

В области слияний и поглощений было проведено большое количество исследований. Большинство исследований в период 1970-1980 гг., сфокусированные на мотивах сделок слияний и поглощений, доказали ряд важных гипотез – гипотезу рыночной власти, гипотезу синергии, гипотезу экономии

масштаба, управленческую гипотезу и гипотезу метода оплаты [4]. Исследования последних десятилетий [1;5;6] фокусируются на детерминантах слияний и поглощений и определяют, что выбор методов оплаты существенно влияет на результаты слияний и поглощений, а такие факторы, как *размер компании, возраст компании, кредитное плечо, культура, прибыльность, стоимость сделки, управленческий контроль, методы оплаты, операционная деятельность компании, налоговые последствия и макроэкономические условия* влияют на результаты сделок.

Выбор способов оплаты является важной стратегией управления рисками. Это критическая ситуация, когда продавец хочет получить максимально возможную цену за бизнес, а покупатель хотел бы заплатить как можно более низкую цену. В такой ситуации сделка завершается удовлетворением как покупателя, так и продавца соответствующим рассмотрением покупки и структурой оплаты. Альтернативные варианты оплаты, выбранные при корпоративных приобретениях, являются основным фактором принятия решений как для компаний-покупателей, так и для целевых компаний.

Согласно исследованию Гончарова А.А. [7], сделки слияния и поглощения оплачиваются с помощью различных способов – денежные средства, акции, облигации, выкуп с привлечением заемных средств и др. Способы оплаты слияний и поглощений делятся на два типа: наличный режим, безналичный режим. Режим оплаты наличными – это самый простой способ оплаты сделки слияния и поглощения, когда сделка оплачивается наличными [8]. В долевом финансировании акции предоставляются акционерам целевой компании приобретающей компанией. Это приводит к тому, что акционеры целевой компании становятся акционерами приобретающей компании. При способах оплаты долговыми обязательствами и привилегированными акциями оплата по сделке осуществляется путем внесения фиксированного процента и фиксированной ставки дивидендов. Основным аспектом этого метода является отсутствие изменений в ликвидности и в собственности компании. В случае выкупа с привлечением заемных средств займы используются для оплаты сделки по приобретению компании. Заемные средства могут быть полу-

чены в виде банковских кредитов, кредитов от руководства целевой компании и частных кредитов, путем выпуска облигаций. Когда руководство целевой компании осуществляет покупку компании с привлечением заемных средств, это называется «выкупом управления».

Результаты до и после слияний и поглощений как приобретающей компании, так и целевой компании в значительной степени зависят от способа оплаты, используемого при заключении сделки слияния и поглощения [4; 9].

Цель исследования заключается в обобщении результатов использования различных методов оплаты в сделках слияний и поглощений. В исследовании также предпринята попытка обобщить детерминанты, которые влияют на решение о выборе способов оплаты слияний и поглощений.

Материалы и методы исследования

Существуют следующие пробелы в исследованиях, посвященных способам оплаты сделок по слиянию и поглощению:

- в предыдущих эмпирических и теоретических исследованиях по способам оплаты слияний и поглощений основное внимание уделялось конкретным развитым странам, таким как США, Великобритания, которые варьируются по структуре собственности, долгосрочной производительности, налоговым последствиям, ставке премии, свободном денежном потоке, финансовому кредитному плечу, относительным размерам. Лишь ограниченное количество исследований сосредоточены на развивающихся и слаборазвитых странах;
- влияние на способы оплаты слияний и поглощений изменений правил регулирования рынка не рассматриваются в предыдущих исследованиях;
- мало исследований посвящены взаимосвязи между различными способами оплаты слияний и поглощений и макроэкономическими условиями страны.

При проведении данного исследования использовались такие общенаучные методы, как системный подход, анализ литературных источников, синтез, обобщение. Обзор литературы проводится путем разделения прошлых исследований различных методов оплаты и детерминант, влияющих на их выбор.

Результаты исследования и их обсуждение

За последние пятьдесят лет большинство исследований, связанных с слияниями и поглощениями, уделили достаточно внимания финансовой части сделок слияний и поглощений, в том числе различным факторам как приобретающих, так и целевых компаний [10]. Выбор способа оплаты слияний и поглощений является важнейшим аспектом успешной сделки слияния и поглощения. Ряд более ранних исследований был сосредоточен на методах оплаты слияний и поглощений. Такие исследователи как Фишман [11] разработали ряд теорий и проанализировали способы оплаты при слияниях и поглощениях на основе асимметричной информации. Некоторые исследования [12; 9] анализируют детерминанты методов оплаты слияний и поглощений. Несколько эмпирических и теоретических исследований, таких как работы Александридиса и Травлоса [13], которые сосредоточились на доходности акций в связи с объявлением о сделке слияний и поглощений с различными способами оплаты, доказали, что доходность приобретателя выше в случае оплаты сделки наличными, а не акциями. Многие исследователи сходятся во мнении, что способ оплаты оказывает значительное влияние на прибыльность сделки слияния и поглощения [14].

Согласно предыдущей литературе, финансовые переменные компании-покупателя влияют на выбор способов оплаты слияний и поглощений. Наличие большого количества наличных денег и достаточные возможности по привлечению займов компаний-покупателей стимулируют их к оплате сделки наличными. Финансовые характеристики компаний-продавцов, такие как наличие денежных средств, кредитное плечо, обеспечение и прибыльность, напрямую влияют на решение о выборе способов оплаты в сделках слияний и поглощений.

Когда сделки слияний и поглощений финансируются акциями, ненормальная доходность отрицательна, но при наличном способе оплаты наблюдается положительная доходность [15]. Доходность покупателя выше при оплате наличными [9]. Менеджеры приобретающей компании предпочитают финансирование с использованием метода оплаты наличными из-за сохранения контроля над собственностью у руководства компании. Юнг, Сун и Рахман [17] исследовали взаимосвязь между прибыльностью компании-

покупателя и способом оплаты сделок слияний и поглощений. Результаты эмпирических исследований указанных авторов показывают, что оплата сделок слияний и поглощений наличными отрицательно связана с долгосрочной прибылью компании-покупателя. Метод оплаты наличными является более дорогостоящим, чем метод оплаты акциями, по причине «немедленного» налогообложения, в то время как оплата акциями облагается налогом только при выбытии акций из законного владения. Финансирование акциями ослабляет контроль над приобретением компании. При этом, данный метод используется во время роста возможностей более крупного покупателя [16]. Григорьева С.А., Панькова И.Д. [18] сосредоточились на сделках по способу оплаты EARNOUT американскими покупателями и обнаружили, что эффективность сделки EARNOUT лучше по сравнению с сделками без EARNOUT, когда сделка по получению дохода сочетается с оплатой акциями или смешанной оплатой (наличными и акциями). Внимание инвесторов играет важную роль в связи между способом оплаты при слияниях и поглощениях и аномальной доходностью периода объявления покупателя. Однако самым распространенным в большинстве недавних сделок слияний и поглощений является именно смешанный метод оплаты.

Способы финансирования сделок M&A

Наличные деньги являются наиболее распространенной и простой формой оплаты при приобретении активов другой компании. Денежные средства, используемые в сделке слияния и поглощения, могут быть получены приобретающей компанией из внутренних источников или за счет дополнительного займа. Основным преимуществом наличного способа оплаты является фирменный стиль, а структура собственности остается неизменной. Однако недостатком этого метода является необходимость немедленной уплаты налогов.

Согласно гипотезе о свободном денежном потоке, компания-покупатель с избытком свободных денежных средств чаще всего использует в качестве оплаты по сделке слияния и поглощения именно наличные. Мартин (1996) [12] поддержал гипотезу о свободном денежном потоке и обнаружил, что существует прямая связь между доходностью активов и предложением денежных средств. Аналогичным образом, более высокая управленческая ответственность приводит к более высоким денеж-

ным выплатам в сделках по слиянию и поглощению. Некоторые эмпирические исследования, которые были сосредоточены только на гипотезе налогообложения, отмечают, что метод оплаты наличными является более дорогостоящим из-за особенностей налогообложения. Фуллер и Глатцер [19] в своем исследовании о трансграничных приобретениях американских компаний и способах оплаты обнаружили, что доходность покупателя выше при оплате наличными.

Мы обобщили как положительные, так и отрицательные результаты, основанные на прошлых эмпирических исследованиях, касающихся **метода оплаты наличными** при слияниях и поглощениях.

Положительные результаты:

- ненормальная доходность выше в случае оплаты наличными, чем в случае оплаты акциями в первые дни после объявления о сделке слияний и поглощений;

- оплата наличными занимает меньше времени для совершения сделки, чем оплата акциями;

- общая эффективность лучше как для приобретателя, так и для целевой компании в случае финансирования наличными средствами, чем сочетание финансирования наличными и акциями при слияниях и поглощениях;

- в предложении наличными доходность активов в посттранзакционном периоде значительно выше, чем при использовании метода оплаты акциями или смешанного метода платежей.

Негативные результаты:

- способ оплаты наличными в сделках слияний и поглощений не оказывает положительного влияния на прибыльность;

- особенности налогообложения делают метод оплаты наличными более дорогостоящим, чем метод оплаты акциями (уплата налога только при выбытии акций).

Способ оплаты акциями – это безличный способ оплаты, при котором компания-покупатель выпускает собственные акции целевой компании в оплаты по сделке. В соответствии с этим методом как покупатель, так и целевая компания делятся результатами сделки слияния и поглощения. Важной частью этого метода является определение рационального обменного соотношения. Коэффициент обмена и соотношение цены и прибыли компаний являются двумя важными факторами, которые существенно влияют на фактические выгоды для акционеров приобретающих компаний, которые выбирают акции в качестве оплаты метод сделок слияний и поглощений. Обычно это «идеальный» метод финансирования сделки слияния и поглощения в случае, если соотношение цены и прибыли приобретающей компании сравнительно выше, чем у целевой компании.

Фирмы, испытывающие финансовые трудности, с большей вероятностью будут использовать метод оплаты акциями. Гипотеза отраслевой связи предполагает, что по сделкам в смежных отраслях будет использоваться оплата акциями [20]. Основным недостатком метода оплаты акций является то, что для завершения сделки требуется больше времени.

В таблице 1 мы обобщили как положительные, так и отрицательные результаты, основанные на прошлых эмпирических исследованиях, касающихся способа оплаты акциями при слияниях и поглощениях.

Таблица 1

Анализ литературы по оплате сделок слияния и поглощения акциями

Результаты	Основные выводы	Доказательства
Положительные результаты	Более высокие инвестиционные возможности приобретающей компании приводят к более широкому использованию финансирования акциями в корпоративных приобретениях.	Martin K.J. [12]
	Большинство переоцененных компаний обычно используют метод оплаты акциями для приобретения, а не метод оплаты наличными.	Shleifer A., Vishny R.W. [21];
	Прибыль приобретающих компаний положительно связана с объемом финансирования акциями, полученного в течение финансового года, предшествовавшего объявлению о слияниях и поглощениях.	Schlingemann F.P. [10]
Отрицательные результаты	Способ оплаты акциями при финансировании слияний и поглощений создает отрицательную долгосрочную ненормальную доходность для приобретающей компании.	Адамия Т.Т. [22]
	Способ оплаты акциями является более дорогостоящим, чем способ оплаты наличными, с точки зрения стоимости транзакции.	Маркова А.Е. [23]

Детерминанты способа оплаты при слияниях и поглощениях и их влияние на ненормальную доходность

Определяющий фактор	Влияние на способ оплаты слияний и поглощений	Влияние на ненормальную доходность покупателя
Финансовый рычаг	1) при высоком финансовом рычаге компании-покупателя реже используют наличное финансирование и чаще оплачивают сделки акциями; 2) средний финансовый рычаг не влияет на выбор способов оплаты при слияниях и поглощениях	Компания с высоким уровнем заемных средств использует акции, что приводит к ненормальной доходности
Свободный денежный поток	Большая доступность наличных денег в компании-покупателе коррелирует с использованием наличного финансирования в качестве платежного средства в сделках	Доступность наличных денежных средств может стимулировать руководство к расширению бизнеса, и это, как ожидается, окажет негативное влияние на ненормальную доходность
Размер сделки	Финансирование акциями положительно влияет на размер сделки слияния и поглощения	Размер сделки положительно влияет на ненормальную доходность приобретающей компании
Налоговые соображения	Финансирование акциями используется для получения преимуществ от немедленной уплаты налогов по сравнению с другими способами оплаты	Увеличение налоговых платежей приводит к негативному влиянию на ненормальную доходность
Коэффициент q-Тобина	Существует отрицательная связь между q-Тобина и использованием наличного финансирования в качестве способа оплаты	Ненормальная доходность покупателя значительно выше для покупателя с большим q-Тобина, чем для покупателя с меньшим q-Тобина
Асимметричная информация	Внутренняя информация компании-покупателя влияет на выбор способов оплаты. Благоприятная информация, касающаяся деятельности приобретателя, приводит к оплате акциями	Дополнительная информация, касающаяся целевой компании, близка к более аномальной доходности
Возможности роста	Приобретающая компания с большими возможностями роста выбирает фондовое финансирование в сделке слияния и поглощения	Возможности роста приводят к более высокой аномальной доходности
Относительный размер приобретателя и целевых компаний	Приобретающая компания включает в себя фондовое финансирование, когда размер целевой компании больше, чем эта компания	Обычно трудно генерировать ненормальную доходность, когда цель больше, чем покупатель
Деловой цикл	Финансирование акциями используется в случае более ранних стадий бизнес-цикла, более высокой цены акций и экспансионистских фаз бизнес-цикла	Сроки приобретения по сравнению с рыночным циклом отрицательно коррелируют с производительностью
Корпоративное управление	Размер совета директоров в компании играет значительную роль в принятии решений о структуре капитала	Существует положительная связь между размером совета директоров и совокупной аномальной доходностью объявления о приобретении

Смешанный способ оплаты – это сочетание как наличного, так и безналичного способа оплаты [24]. При этом способе оплаты вознаграждение за покупку выплачивается с использованием денежных средств, акций и различных долговых обязательств.

По итогам анализа литературы мы обобщили результаты, касающиеся **смешанного метода** оплаты при слияниях и поглощениях.

Положительные результаты:

- смешанный метод платежей в последние десятилетия чаще используется в сделках слияний и поглощений;
- смешанный способ оплаты отличается от способов оплаты наличными и акциями;
- ненормальная доходность значительно выше для компании-покупателя в случае смешанного способа оплаты, чем при оплате только наличными и только акциями;

- крупные сделки слияний и поглощений обычно финансируются смешанным способом оплаты.

Негативные результаты:

- при смешанном способе оплаты средняя рентабельность активов (ROA) ниже, чем при способе оплаты наличными на восточноевропейских рынках слияний и поглощений;

- ненормальная доходность целевой компании ниже при смешанных способах оплаты, чем при оплате только наличными деньгами.

Детерминанты выбора способов финансирования

Выбор способов оплаты слияний и поглощений зависит от многих факторов. Существующие эмпирические и теоретические исследования, сфокусированные на факторах способа оплаты сделок слияний и поглощений, предполагают, что структура собственности, финансовые рычаги, свободный денежный поток, размер сделки, налоговые аспекты, коэффициент q -Тобина, асимметричность информации, возможности роста, бизнес-цикл, корпоративное управление, государственное управление и регулирование существенно влияют на принятие решения о выборе метода платежа в сделках слияний и поглощений [25].

Способ оплаты при слияниях и поглощениях имеет существенное значение как для приобретающих, так и для целевых компаний, включая структуру собственности после поглощения, профиль рисков, структуру капитала и распределение синергии от сделки. В меньшем количестве исследований уделяется внимание ненормальной доходности как компании-покупателя, так и целевой компании из-за объявления о различных способах оплаты сделок. Тем не менее, нет четких доказательств того, что характеристики приобретающих компаний и целевых компаний влияют на выбор способа оплаты в сделке по слиянию и поглощению.

Заключение

По итогам обзора литературы по инструментам оплаты слияний и поглощений можно обобщить следующее.

В литературе обсуждаются как положительные, так и отрицательные результаты в отношении результатов деятельности компании, связанных с использованием в сделках наличных денег, акций и смешанного способа оплаты. Исследования, кото-

рые были сосредоточены только на способе оплаты наличными, показали противоречивые результаты. Лишь в нескольких исследованиях сообщалось о сверхдоходности и более высокой доходности активов при наличном способе оплаты. С другой стороны, некоторые авторы считают, что финансирование сделок слияний и поглощений наличными не оказывает положительного влияния на прибыльность. Более того, налоговые обязательства при оплате наличными выше, чем при оплате акциями. Некоторые исследования показали, что после сделки слияний и поглощений наблюдается положительный результат в деятельности компании, поскольку уровень финансирования акциями напрямую связан с прибылью приобретающей компании. Существуют, однако, исследования, показывающие, что метод оплаты акциями создает отрицательную долгосрочную «ненормальную» доходность для приобретающей компании. Метод оплаты акциями также является более дорогостоящим, чем метод оплаты наличными, с точки зрения транзакционных издержек. В ряде исследований было заявлено, что смешанный метод оплаты является более распространенным методом в сделках слияний и поглощений в последние десятилетия. Такие факторы, как финансовый рычаг, свободный денежный поток, взаимосвязь, налоговые соображения, коэффициент q -Тобина, асимметричная информация, возможности роста, относительный размер приобретающей и целевой компаний, бизнес-цикл и корпоративное управление, существенно влияют на 1) выбор способа оплаты сделки слияния и поглощения и 2) на ненормальную доходность приобретающей компании. Установлено, что ненормальная доходность целевой компании ниже при смешанном способе оплаты, чем в случае оплаты акциями или наличными деньгами в отдельности. Таким образом, эта статья выдвигает тезис о важности методов оплаты слияний и поглощений, которые могут привести к синергетическому эффекту и конечному успеху всей сделки.

Ключевые вопросы для дальнейших исследований

Существует несколько направлений исследований, которые могут быть продолжены на основе пробелов в существующей литературе. Ключевые вопросы, на которые необходимо ответить, включают в себя следующие.

1. Влияет ли способ оплаты при слияниях и поглощениях на эффективность деятельности компании-эквайера и целевой компании в сделке слияний и поглощений в развивающихся странах?
2. Каковы недавние тенденции в отношении методов оплаты, используемых компаниями-эквайерами в развивающихся странах, независимо от того, выбирают ли они акции, наличный или гибридный способ оплаты?
3. Какие факторы непосредственно влияют на выбор способа оплаты при слияниях и поглощениях?

Библиографический список

1. Vyas V., Narayanan K., Ramanathan A. Determinants of Mergers and Acquisitions in Indian Pharmaceutical Industry // Eurasian Journal of Business and Economics. 2012. Vol. 5 (9). P. 79-102.
2. Као Д.К. Выбор методов финансирования сделок с активами, поглощений и слияний // Научные исследования и разработки. Экономика. 2013. Т. 1. № 5. С. 10-24.
3. Поздняков К.К., Трошин Д.А. Алгоритм определения ключевых факторов при разработке эффективной стратегии управления стоимостью компании // Инновационное развитие экономики. 2017. № 6 (42). С. 141-144.
4. Chevalier A., Redor E. The Choice of the Payment Method in Mergers and Acquisitions. Handbook of Financial Engineering. Springer US. 2008. P. 385-430.
5. Григорьева С.А., Фоменко Н.В. Детерминанты метода платежа в сделках слияний и поглощений на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. 2012. Т. 6. № 4 (24). С. 65-79.
6. Boateng A., Bi X. Acquirer Characteristics and Method of Payment: Evidence from Chinese Mergers and Acquisitions. Managerial and Decision Economics. 2013. Vol. 35 (8). P. 540-554.
7. Гончаров А.А. Детерминанты способа оплаты сделок слияний и поглощений на развивающихся рынках // Экономика и предпринимательство. 2016. № 7 (72). С. 867-875.
8. Варыгин С.А. Теоретические аспекты использования инструментов финансирования в сфере слияний и поглощений // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2018. № 5 (74). С. 140-144.
9. Kalinowska A., Mielcarz P. Methods of payment in M&A transactions and the operational performance of acquirers // Экономика. Предпринимательство. Окружающая среда. 2014. Т. 4. № 60. С. 142-147.
10. Schlingemann F.P. Financing Decisions and Bidder gains // Journal of Corporate Finance. 2004. Vol. 10 (5). P. 683-701.
11. Fishman M.J. Preemptive Bidding and the Role of the Medium of Exchange in Acquisitions // The Journal of Finance. 1989. Vol. 44 (1). P. 41-57.
12. Martin K.J. The Method of Payment in Corporate Acquisitions. Investment Opportunities and Management Ownership // The Journal of Finance. 1996. Vol. 51 (4). P. 1227-1246.
13. Alexandridis D.P., Travlos N. Gains from Mergers and Acquisitions Around the World: New Evidence. Financial Management. 2010. Vol. 39 (4). P. 1671-1695.
14. Назарова Е.В. Влияние выплат по результату на прибыльность сделок M&A в развивающихся странах // Современная наука и практика. 2016. № 6 (11). С. 5-8.
15. Владимиров И.Г. Обоснование выбора наиболее оптимального способа оплаты сделок по слияниям и поглощениям компаний // Вестник университета. 2006. № 5 (18). С. 274-285.
16. Boone A.L., Lie E., Liu Y. Time Trends and Determinants of the Method of Payment in M&As // Journal of Corporate Finance. 2014. Vol. 27. P. 296-304.
17. Yung K., Sun Q., Rahman H. Acquirer's earnings quality and the choice of payment method in mergers and acquisitions // Managerial Finance. 2013. Vol. 39 (10). P. 979-1000.
18. Григорьева С.А., Панькова И.Д. Выплаты по результатам (earnout) в сделках слияний и поглощений на развивающихся рынках капитала // Финансы и бизнес. 2020. Т. 16. № 3. С. 61-78.
19. Fuller K.P., Glatzer M.B. Method-of-Payment Choice for International Targets // Advances in Financial Economics. 2003. Vol. 8 (1). P. 47-64.
20. Swieringa J., Schauten M. The Payment Method Choice on Dutch Mergers and Acquisitions. 2007. P. 31.
21. Shleifer A., Vishny R.W. A Survey of Corporate Governance // Journal of Finance. 1997. Vol. 52 (2). P. 737-783.
22. Адамия Т.Т. Современные методы финансирования сделок слияний и поглощений // Инновации и инвестиции. 2019. № 4. С. 173-177.
23. Маркова А.Е. Максимизация финансовой эффективности сделок слияний и поглощений // Экономический анализ: теория и практика. 2010. № 8 (173). С. 23-28.
24. Варыгин С.А., Пономарев А.Н., Семернина Ю.В. Основные подходы к финансированию сделок по слияниям и поглощениям. Финансово-кредитные отношения и механизм их реализации: сборник статей Всероссийской научно-практической конференции (шестое заседание) (Воронеж, 1 июля 2018 г.). Воронеж: Научная книга, 2018. С. 112-122.
25. Бровкин А.В., Медведева Н.И. Факторы эффективности международных сделок слияний и поглощений // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2018. Т. 8. № 8А. С. 173-182.