

# LE ACQUISIZIONI INTERNAZIONALI AUMENTANO GLI UTILI? EVIDENZA DAL M&A DELLE IMPRESE ITALIANE TRA IL 2004 E IL 2015

di Andrea Beltratti, Alessia Bezzecchi, Stefano Caselli \*

20 agosto 2018

## Abstract

---

*We use a new sample including 1,371 Italian firms between 2003 and 2015 in order to study the impact of M&A activity on the EBITDA margin. Using an econometric methodology (propensity score matching) that is robust to the presence of inverse causality, we find that the Italian firms characterized by international M&A operations have a larger sector-corrected EBITDA margin than firms that have put in place domestic M&A operations or firms that do not have put in place any M&A activity at all. International expansion put in place through the purchase of production units has a lower impact on EBITDA margin than international expansion regarding the purchase of distribution networks.*

---

**Keywords:** Mergers & Acquisitions; EBITDA margin; Propensity Score Matching; Non-listed firms  
**Jel Classification:** G34, G15

*Data ricezione:* 13-04-2018

*Data accettazione:* 29-08-2018

\*Andrea Beltratti è Academic Director dell'Executive Master in Finance di SDA Bocconi e Professore Ordinario presso il Dipartimento di Finanza dell'Università Bocconi, Alessia Bezzecchi è Program Director dell'Executive Master in Finance e docente di Corporate Finance e Real Estate di SDA Bocconi, Stefano Caselli è Prorettore per gli Affari Internazionali e Professore Ordinario presso il Dipartimento di Finanza dell'Università Bocconi. Ringraziamo l'Ufficio Studi KPMG Advisory e Lina Liuzzo per eccellente assistenza nella costruzione del database. Il lavoro è il risultato del progetto di ricerca "M&A Academy" finanziato da KPMG.

## **1. Introduzione**

La crescita aziendale viene spesso perseguita mediante operazioni di acquisizione. Baghai et al. (2009) suggeriscono che le acquisizioni contribuiscono per un terzo alla crescita media del settore corporate negli Stati Uniti. In economie piccole ed aperte all'estero come quella italiana, è più probabile che le acquisizioni vengano svolte avendo per oggetto aziende straniere, in modo particolare in periodi di stagnazione della crescita economica. Le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) internazionale consentono agli acquirenti di aumentare la profittabilità? La risposta non è ovvia, e dipende da una molteplicità di elementi. Das e Kapil (2012) illustrano l'eterogeneità dei risultati degli studi. Le acquisizioni internazionali possono beneficiare sia dei fattori positivi legati alle acquisizioni in generale, si veda ad esempio Harris e Ravenscraft (1991) e Morck e Yeung (1991), sia di elementi specifici al contesto internazionale. L'azienda acquirente in un contesto internazionale può sfruttare benefici operativi e di diversificazione del rischio (Markides e Ittner, 1994), e può inoltre appropriarsi di beni intangibili come brevetti, capacità manageriali, relazioni di lungo periodo con clienti (Harris e Ravenscraft, 1991), oltre che sfruttare margini di arbitraggio legati alla tassazione (Scholes e Wolfson, 1990).

Inoltre, l'azienda acquirente può beneficiare sia della qualità del target sia del tasso di crescita economica del paese in cui è localizzata l'azienda oggetto di acquisizione, rendendo più facile la creazione di valore, specialmente nei casi in cui al target servano incrementi di efficienza dal punto di vista dei costi ed ulteriore diversificazione di prodotto. Erel et al. (2015) mostrano che gli acquirenti creano valore alleviando i vincoli finanziari delle aziende target, mentre Erel et al. (2012) analizzano operazioni internazionali e mostrano che variabili relative ai paesi di localizzazione sono importanti, ad esempio la qualità della disclosure finanziaria, i legami commerciali, il valore relativo del mercato azionario e del tasso di cambio. Bonaime et al. (2017) mostrano che l'incertezza di politica economica e regolamentare ha un impatto negativo sull'attività di M&A, mentre Nguyen e Phan (2017) evidenziano che quando aumenta l'incertezza le aziende sono meno propense a svolgere fusioni ed acquisizioni e ci vuole più tempo per completare le operazioni.

Si può anche ipotizzare che le acquisizioni internazionali siano effettuate per acquisire innovazione tecnologica che consente un aumento della produttività delle risorse e per beneficiare della positiva contaminazione legata al trasferimento di migliori meccanismi di governance. Doidge, Karolyi and Stulz (2007) e Bris et al. (2008a) mostrano che esiste un "fattore-paese", legato alle buone pratiche di corporate governance, che influenza il modo in cui i flussi di cassa prodotti dalle imprese vengono usati per remunerare gli azionisti. Chi acquisisce un'azienda localizzata in un paese con miglior cor-

porate governance può trasferire i meccanismi di governo all'interno della propria realtà e beneficiare del maggior valore riconosciuto dagli azionisti, si vedano Bris e Cabolis (2008) e Wang e Xie (2009).

Esistono però anche elementi negativi. I costi di integrazione sono molto elevati persino nel contesto nazionale e possono aumentare il rischio di default degli acquirenti si veda Furfine e Rosen (2011). Nella sua rassegna, Bruner (2002) cita tra i costi anche quelli legati alla regolamentazione. Le operazioni internazionali comportano maggiori possibilità di errori legati all'ingresso in paesi poco conosciuti ed all'acquisizione di aziende con organizzazione e cultura molto diverse da quelle domestiche, che possono risultare in una distruzione invece che in una creazione di valore, come evidenziato da Datta e Puia (1995) e Doukas e Travlos (1988). Inoltre, l'agency theory di Jensen (1986) ricorda che occorre tenere conto della possibilità che i manager delle aziende decidano di perseguire obiettivi di crescita dimensionale, potenzialmente con VAN negativo, per motivi personali che non coincidono con la creazione di valore per l'azienda. Seth et al. (2002) e Healey et al. (1997) dimostrano l'esistenza di una relazione positiva tra creazione di valore dell'operazione di acquisizione e coinvolgimento del management tramite assegnazione di proprietà di titoli azionari, mentre Bliss e Rosen (2001), Grinstein e Hribar (2004) e Harford e Li (2007) illustrano gli effetti negativi delle operazioni di M&A sul livello e la struttura delle remunerazioni. Bick e Crook (2018) mostrano come gli investitori finanziari (i fondi comuni di investimento) possono far sentire la propria voce durante le acquisizioni per limitare il potere del Chief Executive Officer sul livello della remunerazione e sulla relazione tra questa e la performance. Infine, è stata evidenziata l'esistenza di una valutazione a sconto per le aziende che perseguono una politica di diversificazione sia industriale sia geografica: gli investitori sembrano preferire un portafoglio di aziende ben focalizzate rispetto ad una conglomerata (Denis et al., 2002, Bruner, 2002).

La letteratura ha generalmente studiato la profittabilità delle acquisizioni utilizzando campioni di aziende quotate sul mercato azionario, esaminando la reazione dei prezzi di Borsa sia dell'acquirente sia della preda agli annunci pubblici, si vedano ad esempio Moeller, Schlingemann e Stulz (2005) e Dos Santos, Errunza e Miller (2008). I risultati di questo filone di analisi sono interessanti, ma rappresentativi della tipologia di aziende quotate sui mercati. In varie economie, tra cui quella italiana, solo una piccola percentuale delle imprese è quotata sui mercati azionari, e presenta quindi caratteristiche che non necessariamente sono rappresentative della maggioranza del sistema produttivo. Il campione che abbiamo raccolto comprende 1.371 aziende (sia quotate sia non quotate) ed esamina la profittabilità dal punto di vista di misure contabili invece che di valutazione di mercato azionario. Esiste un lungo dibattito in letteratura in merito alla rilevanza delle misure di mercato e di quelle contabili per misurare

l'impatto delle operazioni di acquisizione, ed entrambi gli approcci sono ritenuti meritevoli di analisi. Si vedano Bruner (2002) e Cartwright e Schonenberg (2006) per ulteriori rassegne dei risultati di vari approcci, basati sia sui rendimenti di mercato che sulle misure contabili.

Le domande specifiche che poniamo in questo studio sono tre. La prima riguarda la ricerca dell'approccio di crescita che, nel confronto tra le acquisizioni nazionali e quelle internazionali, porta a maggiore creazione di utili. Questa analisi è interessante perché consente di valutare l'impatto delle operazioni di acquisizione internazionale in maniera distinta da quelle nazionali. La seconda è relativa al miglior approccio strategico all'internazionalizzazione confrontando acquisizioni ed investimenti "greenfield", per comprendere se sia sufficiente rivolgersi al mercato estero per crescere di più, o se invece sia opportuno farlo acquisendo imprese già esistenti. La terza ed ultima domanda riguarda l'esistenza di una strategia vincente tra le aziende che effettuano attività di acquisizione internazionale, in particolare in merito alla scelta tra acquisizione di stabilimenti di produzione oppure di canali commerciali.

Nel rispondere a queste domande teniamo conto della possibilità di causalità inversa nei dati a nostra disposizione: l'analisi quantitativa può mostrare un risultato di associazione tra aumento del margine EBITDA (la nostra misura di profittabilità) ed operazioni di M&A, dovuto alla maggiore tendenza alle acquisizioni da parte di chi mostra, per motivi del tutto diversi, una migliore capacità di creare profitti. Per impedire che i risultati siano attribuibili a causalità inversa utilizziamo la tecnica del "propensity score matching", in base a cui le aziende che hanno effettuato acquisizioni sono confrontate con aziende, simili dal punto di vista di alcune caratteristiche osservate, che non hanno effettuato acquisizioni. Per rendere ancora più robusti i risultati, l'analisi empirica considera l'andamento del margine EBITDA (relativamente a quello del settore di riferimento) nell'ambito del quadriennio successivo alle operazioni di M&A.

I risultati trovati sono interessanti, statisticamente significativi ed economicamente rilevanti. In primo luogo, dimostriamo che le aziende che hanno effettuato operazioni di acquisizione internazionale producono maggiori utili, anche relativamente al settore di riferimento, di aziende che effettuano operazioni di acquisizione nazionale. In secondo luogo, i risultati mostrano che l'internazionalizzazione effettuata tramite acquisizioni è più profittevole dell'investimento "greenfield". Infine, troviamo evidenza a favore dell'ipotesi che acquisizioni orientate a stabilimenti produttivi aiutino a creare utili in modo diverso da acquisizioni orientate alla distribuzione. Dopo questa introduzione, la seconda sezione descrive la costruzione del dataset utilizzato, la terza sezione l'approccio metodologico, la quarta sezione presenta i risultati, la quinta discute alcune implicazioni economiche e manageriali e la sesta conclude.

## 2. La descrizione dei dati

Il campione è stato appositamente costruito per questa ricerca considerando le aziende con sede legale in Italia ed un fatturato superiore a 50 milioni di Euro nel 2013, per le quali il database AIDA presentava serie storiche sufficientemente complete e significative (escluse le società appartenenti al settore bancario, assicurativo e dei servizi finanziari). Gli altri database utilizzati nello studio sono Zephyr, Thomson One Reuters e Merger Market. L'orizzonte temporale considerato copre il periodo 2004-2015. 1.371 aziende sono il risultato dell'applicazione di tale criterio di costruzione del campione.

La tabella 1 presenta informazioni sul numero di società per le 1.274 aziende del campione originario il cui fatturato supera i 50 milioni di Euro nel 2015, suddiviso in otto settori. Il 68% del campione appartiene ai settori di "prodotti industriali" e "prodotti per retail".

*Tab. 1: articolazione settoriale e fatturato nel 2015.*

Dimensione (milioni di euro)	Maggiore di 3.000	Tra 1.000 e 2.000	Tra 250 e 1.000	Tra 100 e 250	Tra 50 e 100	Totale
Settore						
Building and construction	2	5	20	28	29	84
Business services	0	2	5	5	5	17
Energy and utilities	9	2	20	31	22	84
Health care and life sciences	1	8	16	21	14	60
Industrial products	7	14	88	189	156	454
Retail and consumer products	8	16	97	172	135	428
Telecom, media and technology	5	3	19	24	29	80
Transportation	2	0	19	21	25	67
Totale	34	50	284	491	415	1.274

*Fonte: nostra elaborazione su dati AIDA, Zephyr, Thomson One Reuters, Merger Market*

La tabella mostra anche che la maggior parte delle aziende presenta un fatturato annuo nel 2015 inferiore ad un miliardo di Euro, con due terzi inferiore a 250 milioni di Euro. Il campione ben rappresenta l'articolazione dimensionale dell'economia italiana, sbilanciata verso le piccole e medie imprese. Tra le 1.371 aziende, 983 (il 72%) non hanno svolto alcuna operazione di M&A nel periodo campionario, mentre 396 ne hanno svolta almeno una.

Per 222 deal è stato possibile ricostruire con esattezza il valore della singola operazione. Per ogni azienda, il valore medio del deal (dato che ogni azienda può avere compiuto più di una operazione) è stato diviso per il valore totale degli asset nel 2013. Tale rapporto ha un valore medio di 7,80%

ed uno scarto quadratico medio di 13,86%. Le operazioni aventi ad oggetto aziende target di altri paesi sono state 829 mentre le operazioni riguardanti aziende nazionali sono state 1.112. La maggior parte delle operazioni internazionali sono state svolte in Europa Occidentale (418), seguite da Asia (145) e Nord America (124).

Sulla base dei dati disponibili suddividiamo il campione in quattro categorie, ottenute incrociando la ripartizione tra aziende che hanno effettuato operazioni di M&A ed aziende che non hanno effettuato operazioni di M&A e la ripartizione tra aziende internazionali, definite come quelle che nel 2013 conseguivano almeno il 40% di fatturato all'estero, ed aziende domestiche. Le aziende "domestiche/no M&A" sono quelle che hanno adottato un approccio di crescita organica. Le aziende "internazionali/no M&A" sono quelle che hanno adottato un approccio di crescita organica per internazionalizzarsi e sono presenti all'estero tramite investimenti green-field e/o tramite accordi di distribuzione commerciale. Le aziende "M&A/domestiche" sono quelle che hanno acquisito solo aziende target italiane mentre le aziende "M&A/cross border" hanno acquisito target sia estere che italiane. La tabella 2 mostra che l'EBITDA margin delle aziende "domestiche/no M&A" non è significativamente diverso da quello delle aziende "internazionali/no M&A", mentre il margine EBITDA di aziende "M&A/cross border" e "M&A/domestiche" è sensibilmente più elevato. Le statistiche quindi suggeriscono che l'attività di M&A è associata a maggior creazione di valore, specialmente quando ha luogo in campo internazionale.

*Tab. 2: definizione delle strategie di crescita, e valore medio del margine EBITDA, 2004-2015*

		Società che si sono internazionalizzate, 2004-2015		
		No internazionale	Si internazionale	Totale complessivo
Società che hanno svolto attività di M&A, 2004-2015	No M&A	637 società; margine EBITDA 9,6%	341 società; margine EBITDA 9,4%	1.371 società; 1.941 operazioni; margine EBITDA 10,4%
	Si M&A	173 società; 388 operazioni in Italia; margine EBITDA 10,9%	220 società; 829 operazioni in Italia; 724 operazioni all'estero; margine EBITDA 13,7%	

*Fonte: nostra elaborazione su dati AIDA, Zephyr, Thomson One Reuters, Merger Market*

La tabella 3 presenta informazioni sulla distribuzione dei quattro cluster per settore a livello di numero di imprese, mentre la tabella 4 riporta la distribuzione percentuale.

*Le acquisizioni internazionali aumentano gli utili?  
Evidenza dal M&A delle imprese italiane tra il 2004 e il 2015  
di Andrea Beltratti, Alessia Bezzecchi, Stefano Caselli*

*Tab. 3: strategie ed appartenenza settoriale delle aziende del campione*

	Domestiche	Internazionali	M&A domestiche	M&A cross border	Totale
Settore					
Building and construction	54	16	15	19	104
Business services	6	3	4	4	17
Energy	60	9	17	10	96
Health care	32	8	9	15	64
Information, communication	30	11	24	26	91
Industrial products	207	162	34	75	478
Retail and consumer products	212	115	59	64	450
Transportation	36	17	11	7	71
Totale	637	341	173	220	1.371

*Fonte: nostra elaborazione su dati AIDA, Zephyr, Thomson One Reuters, Merger Market*

*Tab. 4: ripartizione percentuale delle aziende di ogni settore per strategie.*

	Building and construction	Business services	Energy	Health care	Information, communication	Industrial products	Retail	Transportation
M&A cross border	19%	23%	10%	23%	29%	16%	14%	10%
M&A domestiche	14%	24%	18%	14%	26%	7%	13%	15%
Internazionali	15%	18%	9%	13%	12%	34%	26%	24%
Domestiche	52%	35%	63%	50%	33%	43%	47%	51%

*Fonte: nostra elaborazione su dati AIDA, Zephyr, Thomson One Reuters, Merger Market*

I settori con la maggiore percentuale di operazioni di M&A domestiche e cross border sono retail, industrial products e information and communications. Infine, la tabella 5 descrive il valore degli asset totali, dei ricavi ed il numero di dipendenti nei quattro cluster.

*Tab. 5: strategie, numero di aziende, ricavi, total asset, dipendenti*

Strategia	Numero	Media ricavi (milioni di euro)	Media total asset (milioni di euro)	Media dipendenti (unità)
M&A cross border	220	2.322,25	4.541,83	6.895,21
M&A domestico	173	592,20	841,59	1.655,49
Internazionali senza M&A	341	255,58	281,68	839,04
No M&A	637	173,44	197,57	574,30

*Fonte: nostra elaborazione su dati AIDA, Zephyr, Thomson One Reuters, Merger Market*

Le aziende che hanno eseguito operazioni di M&A cross border sono più grandi sia in termini di asset (4,5 miliardi di Euro contro valori medi compresi tra 197 milioni e 841 milioni per gli altri cluster), sia in termini di ricavi (2,3 miliardi contro valori compresi tra 173 e 592 milioni) che di dipendenti (quasi 7.000 in media contro valori compresi tra 173 e 637 per le altre categorie considerate).

Quanto alle modalità di acquisizione, per ogni deal si è proceduto ad analizzare, utilizzando le informazioni di Thomson Reuters, se l'operazione possa essere configurata come "acquisizione di catene distributive" oppure come "acquisizione di stabilimenti produttivi".

### **3. L'approccio metodologico**

Una semplice analisi di regressione può misurare l'associazione tra variabili ma non è in grado di stabilire l'esistenza di causalità. E' possibile infatti che le imprese più profittevoli<sup>1</sup> siano quelle che hanno svolto operazioni di acquisizione internazionale piuttosto che viceversa. Il problema della causalità nell'analisi del rapporto tra M&A e profittabilità è riconducibile a quello di stimare l'impatto di un trattamento (nel caso specifico avere effettuato una operazione di M&A internazionale) su una popolazione di soggetti<sup>2</sup>. Se fosse possibile costruire il campione sulla base di criteri puramente casuali, sarebbe sufficiente esaminare la differenza di profittabilità media tra i due sotto-campioni di aziende che hanno e non hanno effettuato operazioni di M&A. Ma nel caso in esame non esiste alcuna garanzia di pura casualità, in quanto è probabile che le aziende che hanno effettuato operazioni di acquisizione internazionale differiscano dalle aziende che non hanno effettuato tali operazioni per una serie di specifiche caratteristiche, tra cui probabilmente la redditività stessa. Ne consegue che una semplice analisi di differenza tra le medie dei due campioni potrebbe essere spiegata da differenze in una o più delle caratteristiche predominanti nei due sotto-campioni. Per affrontare il problema abbiamo utilizzato la tecnica di Propensity Score Matching (PSM). Tale tecnica, il cui riferimento principale è Rosenbaum e Rubin (1983), prevede che per ogni azienda del campione si calcoli un indicatore della probabilità di effettuare operazioni di acquisizione internazionale. Abbiamo usato modelli logit descritti nella sezione successiva per stimare tale probabilità. Dato tale indicatore,

---

<sup>1</sup> Le aziende più profittevoli infatti possono utilizzare maggiori risorse finanziarie interne per acquisire target esteri, e sono anche meglio in grado di attrarre i finanziamenti necessari per completare l'acquisizione. Inoltre aziende più profittevoli hanno maggiori probabilità di poter dedicare risorse all'esplorazione sistematica delle opportunità esistenti all'estero.

<sup>2</sup> Si veda Roberts e Whited (2013) per una descrizione generale dei problemi di endogeneità in finanza aziendale.



per ogni azienda che ha effettuato un'operazione di acquisizione si cerca un'azienda che non ha effettuato operazioni di acquisizione e che risulti la più simile possibile dal punto di vista della probabilità di effettuare tale operazione. Il campione viene quindi suddiviso in due sotto-popolazioni, il primo rappresentato dalle aziende che hanno svolto M&A, ed il secondo da aziende che, pur non avendo effettuato operazioni, risultano simili dal punto di vista della probabilità di effettuare M&A. La differenza di performance tra queste due sotto-popolazioni consente, date le ipotesi del modello, di individuare un rapporto di causalità tra operazioni di acquisizione internazionale e profittabilità<sup>3</sup>. Per ridurre ancora di più l'impatto della causalità inversa abbiamo applicato tale metodologia usando una serie di accorgimenti che rendono più difficile la presenza di risultati spuri. In primo luogo, abbiamo calcolato la probabilità di effettuare operazioni di acquisizione sulla base di caratteristiche osservate prima del periodo in cui tali operazioni sono state effettuate. In particolare, abbiamo usato caratteristiche osservate nel 2003 per stimare la probabilità di tutte le aziende nel campione di effettuare operazioni di acquisizione nel periodo 2004-2008. Successivamente alla formazione dei due sotto-campioni descritti in precedenza, l'impatto sul margine EBITDA è stato misurato nel periodo 2012-2015. In questo modo si esamina la differenza media di profittabilità nel periodo 2012-2015 tra aziende che hanno effettuato almeno un'operazione di acquisizione internazionale nel 2004-2008 ed aziende che, pur non avendo effettuato alcuna operazione internazionale nello stesso periodo, avevano, sulla base delle informazioni disponibili nel 2003, probabilità simili di essere protagonisti di M&A. Questa separazione di date è anche utile per tenere conto dell'impatto della crisi dei paesi periferici dell'area dell'Euro del 2011-2012. Un altro modo di interpretare la nostra metodologia è vederla come uno studio dell'impatto di acquisizioni internazionali eseguite nel periodo precedente la crisi sulla profittabilità del periodo successivo alla crisi periferica.

<sup>3</sup>Nel caso di analisi dell'effetto di operazioni di M&A, la differenza di profittabilità viene misurata mediante la stima dell'ATE (average treatment effect), definito come:

$$EBITDA_i(M\&A = 0) = \frac{EBITDA_i \text{ se } M\&A_i=0}{EBITDA_j \text{ se } M\&A_i=1}$$

$$EBITDA_i(M\&A = 1) = \frac{EBITDA_j \text{ se } M\&A_i=0}{EBITDA_i \text{ se } M\&A_i=1}$$

vale a dire per l'i-esima azienda, se fa parte del campione di controllo (vale a dire non ha effettuato operazioni di M&A) il valore stimato dell'EBITDA margin è uguale all'EBITDA margin dell'azienda del campione soggetto a trattamento (azienda j-esima nell'equazione) che risulta la più simile dal punto di vista della probabilità stimata. Se l'azienda i-esima fa parte del campione soggetto a trattamento (se cioè ha effettuato operazioni di M&A) il valore stimato è uguale all'EBITDA margin dell'azienda del campione di controllo (la j-esima) che risulta la più simile dal punto di vista della probabilità. Si ha quindi

$$\text{Si ha quindi } ATE = \left(\frac{1}{N}\right) \left[ \sum_{i=1}^N EBITDA_i(M\&A = 1) - EBITDA_i(M\&A = 0) \right]$$

#### **4. I risultati**

L'indicatore di probabilità usato per effettuare il "matching" è stato ottenuto stimando un modello logit. Procediamo a stimare il modello:

$$y_{i,04-08} = f(X_{i,03}) + e_{i,04-08}$$

in cui la variabile dipendente è pari ad uno se l'azienda *i*-esima ha fatto un'acquisizione internazionale nel 2004-2008 e pari a zero altrimenti, ed il vettore di caratteristiche misurate nel 2003 comprende una dummy che descrive l'esistenza di una operazione di acquisizione internazionale nel 2003, il rapporto tra debito e capitale proprio nel 2003, il ROI nel 2003 e il valore dell'attivo totale nel 2003. Il valore perequato di tale modello logit è l'indicatore che viene sfruttato nel modello PSM per individuare, per ogni azienda che ha effettuato un'acquisizione internazionale nel periodo 2004-2008, un'azienda "simile" che non ha effettuato alcuna acquisizione. La media del margine EBITDA nel 2012-2015 dei due sotto-campioni (dove per ogni azienda l'EBITDA margin viene calcolato in relazione al valore medio delle altre aziende dello stesso settore) così ottenuti viene confrontata e valutata dal punto di vista statistico. Per ridurre ulteriormente l'impatto dell'errore di misurazione sui risultati ottenuti, le variabili che descrivono le caratteristiche aziendali sono state sottoposte alla procedure di winsorizzazione all'1% e al 99%.

Nelle tabelle 6 e 7 riportiamo i risultati di varie regressioni lineari, che devono essere interpretate come preliminari al risultato principale della nostra analisi in quanto trascurano qualsiasi correzione legata alla endogeneità del campione. La variabile dipendente è il margine EBITDA medio del 2012-2015, che viene spiegato da vari modelli. Ogni modello comprende una variabile dummy che descrive l'appartenenza ad un certo gruppo di aziende, senza e con variabili di controllo.

La tabella riporta i risultati di varie regressioni lineari dove la variabile dipendente è sempre il margine EBITDA medio nel periodo 2012-2015. I regressori sono misurati nel periodo 2004-2008, e rappresentano nelle varie righe variabili dummy per avere effettuato operazioni di M&A, M&A internazionale, M&A domestico, il rapporto tra debito ed equity, il return on investment, il valore delle attività totali. Il p-value è in parentesi sotto il coefficiente stimato.

*Le acquisizioni internazionali aumentano gli utili?  
Evidenza dal M&A delle imprese italiane tra il 2004 e il 2015  
di Andrea Beltratti, Alessia Bezzecchi, Stefano Caselli*

*Tab.6: regressioni lineari per spiegare EBITDA margin, 2012-2015*

	1	2	3	4	5	6
Costante	0,978 (0,000)	0,634 (0,000)	0,992 (0,000)	0,653 (0,000)	0,999 (0,000)	0,643 (0,000)
M&A	0,283 (0,000)	0,1713 (0,013)				
M&A internazionale			0,388 (0,000)	0,189 (0,035)		
M&A domestico					0,233 (0,005)	0,123 (0,131)
Debt-equity		-0,010 (0,500)		-0,013 (0,381)		-0,011 (0,465)
ROI		0,341 (0,000)		0,337 (0,000)		0,342 (0,000)
Attività		0,071 (0,002)		0,071(0,003)		0,081 (0,000)
R2	0,0016	0,127	0,018	0,126	0,008	0,124
Osservazioni	1.371	1.371	1.371	1.371	1.371	1.371

*Fonte: nostra elaborazione su dati AIDA, Zephyr, Thomson One Reuters, Merger Market*

Le prime due colonne della tabella 6 illustrano l'impatto sulla profittabilità di un'operazione di M&A, internazionale o domestica. Aggiungendo variabili di controllo, per M&A internazionale i risultati sono stabili ma leggermente meno significativi. Per M&A domestico i risultati sono simili a quelli ottenuti con M&A internazionale anche se si perde del tutto la significatività statistica quando si aggiungono le caratteristiche aziendali.

La tabella riporta i risultati di varie regressioni lineari dove la variabile dipendente è il margine EBITDA medio del 2012-2015. I regressori sono misurati nel 2004-2008, e rappresentano nelle varie righe variabili dummy per avere effettuato espansione internazionale greenfield, espansione internazionale tramite acquisizione di stabilimenti produttivi, espansione internazionale tramite acquisizione di catene distributive, il rapporto tra debito ed equity, il return on investment, il valore delle attività totali. Il p-value è in parentesi sotto il coefficiente stimato.

*Tab.7: regressioni lineari per spiegare EBITDA margin, 2012-2015*

	7	8	9	10	11	12
Costante	1,026 (0,000)	0,661 (0,000)	1,023 (0,000)	0,657 (0,000)	0,995 (0,000)	0,650 (0,000)
Greenfield	0,017 (0,716)	-0,014 (0,750)				

*Le acquisizioni internazionali aumentano gli utili?  
Evidenza dal M&A delle imprese italiane tra il 2004 e il 2015  
di Andrea Beltratti, Alessia Bezzecchi, Stefano Caselli*

Stabilimenti			0,137 (0,171)	-0,019 (0,846)		
Catene distributive					0,441 (0,000)	0,245 (0,005)
Debt-equity		-0,015 (0,325)		-0,015 (0,326)		-0,012 (0,440)
ROI		0,341 (0,000)		0,341 (0,000)		0,335 (0,000)
Attività		0,092 (0,000)		0,093 (0,000)		0,075 (0,001)
R2	0,000	0,122	0,001	0,122	0,019	0,128
Osservazioni	1.371	1.371	1.371	1.371	1.371	1.371

*Fonte: nostra elaborazione su dati AIDA, Zephyr, Thomson One Reuters, Merger Market*

Dalla tabella 7 si vede che l'espansione internazionale di tipo greenfield non pare essere rilevante, come pure quella ottenuta con acquisizione di stabilimenti produttivi, mentre l'acquisizione di catene distributive è rilevante. Tra le variabili di controllo, misurate nel periodo 2004-2008 per attenuare il rischio di avere risultati spuri, è negativo ma non statisticamente significativo il rapporto tra debito e capitale proprio, e sono positivi e statisticamente significativi la redditività e la dimensione aziendale. La mancanza di significatività del rapporto tra debito e capitale proprio sul margine EBITDA non è sorprendente, dato che nel 2004-2008 il costo del denaro non era particolarmente elevato e il credito bancario era abbondante. E' invece del tutto atteso l'impatto positivo della redditività. Quanto alla dimensione, è difficile formulare delle aspettative a riguardo. L'evidenza indica che le grandi aziende hanno ottenuto, a parità di condizioni, una profittabilità più elevata.

La tabella numero 8 riporta i risultati di modelli logit in cui la variabile dipendente consiste nell'aver effettuato operazioni di M&A (nelle varie colonne troviamo rispettivamente qualsiasi operazione di M&A, M&A internazionale, M&A domestico, espansione greenfield, espansione tramite stabilimenti produttivi, espansione tramite catene distributive) nel periodo 2004-2008. In ogni caso il modello comprende variabili misurate nel 2003, per rendere più robusti i risultati, come illustrato nella sezione precedente. Il modello logit viene esclusivamente utilizzato per calcolare la probabilità alla base del modello PSM, i cui risultati sono riportati nella tabella 9. E' interessante osservare come le variabili utilizzate influenzino nel modo atteso la probabilità di avere effettuato acquisizioni. In particolare è utile notare come il rapporto tra debito e capitale proprio sia negativamente legato alla probabilità di effettuare acquisizioni, soprattutto in campo internazionale, probabilmente per la maggiore difficoltà da parte di aziende

che operano con elevata leva finanziaria di convincere il sistema bancario a prestare risorse per ulteriore espansione dimensionale e strategica.

La tabella riporta i risultati di varie regressioni logit dove la variabile dipendente nelle varie colonne è rispettivamente l'aver effettuato M&A nel periodo 2004-2008, M&A internazionale nel periodo 2004-2008, M&A domestico nel 2004-2008, espansione greenfield, acquisizione di stabilimenti produttivi, acquisizione di catene distributive. I regressori sono il ROI del 2003, il rapporto tra debito ed equity del 2003, il valore delle attività totali nel 2003, l'aver effettuato una operazione di M&A nel 2003 del tipo più adatto per spiegare la variabile dipendente, vale a dire rispettivamente per le varie colonne M&A, M&A internazionale, M&A domestico, nessuna operazione di M&A, acquisizione cross-border di stabilimenti, acquisizione cross-border to catene distributive.

*Tab. 8: regressioni logit per spiegare l'espansione internazionale tramite acquisizioni o investimento "greenfield", 2012-2015*

	M&A	M&A internazionale	M&A domestico	Greenfield	Stabilimenti	Catene
Costante	-1,688 (0,000)	-2,499 (0,000)	-1,943 (0,000)	-0,815 (0,000)	-2,557 (0,000)	-2,712 (0,000)
ROI	0,004 (0,955)	0,068 (0,474)	0,013 (0,889)	-0,101 (0,120)	-0,006 (0,957)	0,099 (0,310)
Debt-equity	-0,128 (0,065)	-0,270 (0,011)	-0,138 (0,120)	-0,105(0,072)	-0,319 (0,010)	-0,170 (0,068)
Attività totali	0,513 (0,000)	0,475 (0,000)	0,338 (0,000)	-0,180 (0,015)	0,233 (0,000)	
M&A	1,752 (0,000)					
M&A internazionale		2,684 (0,000)			1,377 (0,010)	2,452 (0,000)
M&A domestico			1,791 (0,000)			
Pseudo-R2	0,136	0,196	0,104	0,011	0,071	0,133
Osservazioni	1.074	1.074	1.074	1.074	1.074	1.074

*Fonte: nostra elaborazione su dati AIDA, Zephyr, Thomson One Reuters, Merger Market*

La tabella 9 riporta la stima di ATE (average treatment effect), da interpretarsi come l'impatto sul margine EBITDA del 2012-2015 di avere effettuato una delle operazioni descritte nelle varie righe, vale a dire una qualsiasi operazione di M&A, un'operazione di M&A internazionale, di M&A domestico, un investimento "greenfield", una acquisizione di stabilimenti produttivi, un'acquisizione di catene distributive.

La tabella riporta il valore di ATE (average treatment effect) per vari gruppi di aziende. Ogni azienda del gruppo è stata confrontata con un'azienda della parte rimanente del campione che fosse la più simile in termini di probabilità (propensity score) ottenuta dal modello logit stimato nella tabella 8. Nella prima colonna (ATE PSM) il valore teorico è ottenuto dalla media di EBITDA, e nella seconda colonna (ATE regressione) dal valore interpolato mediante una regressione lineare ottenuta usando le variabili di controllo della precedente tabella 8, di aziende di confronto. Per ogni gruppo si riporta tra parentesi il p-value.

*Tab. 9: la stime dell'average treatment effect con il propensity score matching*

	ATE PSM	ATE Regressione
Aziende che hanno effettuato acquisizioni	11,65% (0,193)	23,76% (0,003)
Aziende che hanno effettuato acquisizioni internazionali	36,88% (0,005)	30,84% (0,003)
Aziende che hanno effettuato acquisizioni domestiche	-3,35% (0,748)	17,84% (0,054)
Aziende che hanno effettuato investimenti "greenfield"	-0,27% (0,968)	-6,68% (0,241)
Aziende che hanno effettuato acquisizioni di stabilimenti produttivi	2,51% (0,857)	9,14% (0,441)
Aziende che hanno effettuato acquisizioni di catene distributive	29,23% (0,001)	33,58 (0,001)

*Fonte: nostra elaborazione su dati AIDA, Zephyr, Thomson One Reuters, Merger Market*

La prima colonna della tabella mostra che l'aver effettuato un'acquisizione internazionale causa un aumento successivo del margine EBITDA in relazione al margine del settore di appartenenza. L'aumento di 36,88% è statisticamente significativo ed economicamente rilevante. Non si rileva un miglioramento di profittabilità nel caso in cui le acquisizioni siano state effettuate in Italia. Le aziende che hanno effettuato investimento "greenfield" presentano un risultato economicamente piccolo e statisticamente non significativo. Il risultato è in contrasto con quanto evidenziato da Li e Guisinger (1991) e Nitsch, Beamish e Makino (1996), secondo cui le acquisizioni e le joint venture hanno maggiori probabilità di essere insoddisfacenti degli investimenti greenfield.

I risultati del modello PSM mostrano che le acquisizioni di catene distributive sono molto più rilevanti delle acquisizioni di stabilimenti produttivi, che non comportano alcuna evidenza di un impatto statisticamente significativo sul margine EBITDA.

La seconda colonna della tabella 9 è un'analisi della robustezza dei risultati precedenti, in cui i valori "controfattuali" dell'EBITDA margin

vengono ottenuti da regressioni lineari basate sulle stesse variabili di controllo usate nella prima colonna. I risultati sono molto simili ai precedenti, sia dal punto di vista della stima dell'impatto medio sia dal punto di vista della significatività statistica. In particolare, si conferma la maggior profittabilità delle acquisizioni internazionali rispetto a quelle domestiche e delle acquisizioni di catene distributive rispetto agli stabilimenti produttivi.

In conclusione, i risultati mostrano che le acquisizioni sono rilevanti per aumentare la profittabilità, soprattutto nel caso di acquisizioni internazionali, e che il modo migliore per aumentare gli utili consiste nell'acquisizione di catene distributive. Il risultato è coerente con Harris e Ravenscraft (1991), Markides e Ittner (1994) e Kang (1993).

## **5. Implicazioni economiche e manageriali**

La nostra analisi ha chiare implicazioni economiche e manageriali. L'aumento di profittabilità che segue le acquisizioni internazionali mostra innanzitutto l'importanza di mantenere forte l'economia italiana dal punto di vista macroeconomico. Dati i vincoli posti dal debito pubblico italiano alla politica fiscale, che deve necessariamente essere orientata in senso prudente se non restrittivo, e dato che la determinazione dei tassi di interesse dipende dalla politica monetaria seguita dalla Banca Centrale Europea, occorre ridurre il più possibile lo spread sui titoli pubblici italiani, che determina il costo del denaro pagato dalle aziende italiane. Un costo del denaro contenuto, ed un sistema bancario in grado di concedere il credito alle imprese meritevoli, possono consentire alle aziende italiane di mantenere una politica di acquisizioni internazionali, in grado, come abbiamo mostrato, di aumentare la redditività del capitale investito in Italia.

In secondo luogo, è plausibile ipotizzare che il gap di profittabilità a favore delle acquisizioni cross-border sia stata favorita anche dalla crisi economica italiana, che nel periodo 2012-2015 analizzato in questo lavoro è stata caratterizzata da una riduzione del Prodotto Interno Lordo di quasi il 3% in termini reali. L'episodio dimostra che l'acquisizione di aziende straniere anche localizzate in aree geografiche extra-europee consente alle imprese italiane di migliorare la diversificazione del rischio e stabilizzare quindi la performance complessiva dell'industria italiana.

I manager che guardano con interesse alle acquisizioni internazionali devono valutare con particolare attenzione molti elementi che sono stati segnalati dalla letteratura come critici e meritevoli di attenzione, tra cui le diversità di cultura aziendale, di organizzazione aziendale, di grado di concorrenza presente nei vari mercati, oltre che naturalmente di costo e produttività dei fattori. I nostri risultati enfatizzano il ruolo delle acquisizioni di catene distributive, che sono in grado di aumentare il fatturato,

e mettono le aziende in guardia da interpretazioni semplicistiche relativamente alla profittabilità delle acquisizioni di stabilimenti produttivi. In molti casi queste acquisizioni sfruttano un minor costo del lavoro che nasconde anche una minore produttività delle risorse.

I nostri risultati evidenziano che le aziende italiane che ne hanno la possibilità dovrebbero esplorare sistematicamente le opportunità di acquisizione, in particolare quelle presenti nei mercati internazionali. Le aziende di servizi con possibilità di raccolta dati ed analisi sistematiche dei mercati stranieri hanno l'occasione di proporre tali analisi alle imprese per accompagnarle nella crescita esterna, che può diventare l'occasione per sfuggire alle deboli condizioni di crescita dell'economia italiana. Ci sono però anche importanti implicazioni di politica economica. Le aziende che effettuano acquisizioni internazionali contribuiscono comunque alla crescita interna mediante la creazione di valore aggiunto. E' di fondamentale importanza che la politica economica europea nel prossimo futuro crei le condizioni per un continuo restringimento del divario tra paesi core e paesi periferici, che tanto impatta sul costo del credito e quindi sulla possibilità di acquisire aziende in ambito internazionale. Il riequilibrio complessivo dell'Europa e la riduzione del gap tra il reddito dei paesi core e dei paesi periferici passa anche dall'esistenza di un level playing field per quanto riguarda la possibilità di espansione all'estero.

## **6. Conclusioni**

Abbiamo analizzato l'impatto sulla profittabilità delle operazioni di M&A domestico ed internazionale effettuate da un campione di 1.371 aziende italiane osservate tra il 2004 e il 2015. Per ridurre il più possibile i problemi legati alla causalità inversa tra acquisizioni e profittabilità, abbiamo considerato le acquisizioni effettuate durante il periodo 2004-2008 e il margine EBITDA (relativamente a quello del settore di riferimento di ogni singola azienda) generato nel periodo 2012-2015. Applicando la tecnica di Propensity Score Matching, per ogni azienda che ha effettuato una o più operazioni di M&A nel 2004-2008, abbiamo selezionato un'azienda di confronto che non ha effettuato operazioni di M&A nello stesso periodo, ma che aveva una probabilità simile di essere protagonista sul mercato delle acquisizioni aziendali dal punto di vista di variabili misurate nel 2003. In altre parole, abbiamo stimato la probabilità di avere effettuato acquisizioni nel 2004-2008 sulla base di caratteristiche aziendali osservate nel 2003, ed abbiamo effettuato un'operazione di matching sulla base di tale probabilità. La nostra scelta temporale ha l'ulteriore vantaggio di eliminare l'impatto della crisi finanziaria del 2009-2012



sui dati analizzati. I risultati dimostrano che le aziende che hanno effettuato operazioni di acquisizione internazionale producono più utili di aziende che effettuano operazioni di acquisizione nazionale. In secondo luogo, che l'internazionalizzazione effettuata tramite acquisizioni orientate alle catene distributive ha un impatto più positivo sui profitti delle acquisizioni orientate verso gli stabilimenti produttivi. I risultati sono interessanti per la letteratura di riferimento perché ottenuti da un nuovo data set appositamente creato per questa ricerca, e considerano l'economia italiana al contrario della maggior parte degli studi che si basano su dati che descrivono le economie americana ed inglese. Infine, il nostro data set comprende soprattutto aziende non quotate in Borsa, ed è quindi maggiormente rappresentativo della struttura industriale di molte economie europee<sup>4</sup>.

*Beltratti Andrea  
Università Bocconi  
andrea.beltratti@unibocconi.it*

*Alessia Bezzecchi  
Università Bocconi  
alessia.bezzecchi@sdabocconi.it*

*Stefano Caselli  
Università Bocconi  
stefano.caselli@unibocconi.it*

---

<sup>4</sup>Abbiamo sino a qui enfatizzato l'interpretazione letterale dell'analisi in termini di impatto delle operazioni di acquisizione sulla profittabilità. Riteniamo però altamente plausibile che i risultati siano interpretabili più in generale in termini di impatto sulla creazione di valore, definendo quest'ultima come una situazione in cui l'aumento dei dividendi attesi non è controbilanciato da un aumento del tasso di sconto causato da una crescita del premio al rischio. Infatti, il valore medio dell'acquisizione nel nostro campione è pari a 7,8% delle attività totali, e le aziende che effettuano acquisizioni internazionali vedono un aumento del margine EBITDA (rispetto a quello di settore) di circa il 25% nel quadriennio che inizia quattro anni dopo l'acquisizione. Considerando un modello a due fasi, in cui la prima fase sconta un dividendo unitario per 8 anni, nell'ipotesi di tasso di sconto del 10% e di crescita nulla, si ottiene un valore iniziale di 15,33. Un aumento permanente del dividendo pari al 25% a partire dall'anno cinque fa aumentare il valore del 24%. Per controbilanciare tale aumento il tasso di sconto deve salire a 12,5%. Se l'aumento del dividendo fosse temporaneo invece che permanente, vale a dire avesse luogo solo dall'anno cinque all'anno otto, il valore salirebbe del 3%, e il tasso di sconto dovrebbe salire (per sempre!) a 10,5% per controbilanciare la crescita dei dividendi attesi. Tali aumenti di premio al rischio sembrano poco plausibili dato il valore medio dell'acquisizione nel nostro campione.

## **Riassunto**

Utilizziamo un nuovo campione composto da 1.371 aziende italiane osservate tra il 2003 e il 2015 per studiare l'impatto delle operazioni di M&A sul margine EBITDA delle aziende acquirenti. Mediante una metodologia robusta alla presenza di causalità inversa (propensity score matching) troviamo che le aziende italiane che hanno effettuato operazioni di M&A internazionale producono più utili anche relativamente al settore di riferimento delle aziende che hanno effettuato operazioni di M&A domestico oppure che non hanno effettuato alcuna operazione di M&A. L'espansione internazionale tramite acquisizione di stabilimenti produttivi ha un impatto minore sul margine EBITDA di quella effettuata tramite acquisizione di catene distributive.

**Keywords:** Mergers & Acquisitions; EBITDA margin; Propensity Score Matching; Non-listed firms

## **Bibliografia**

Baghai M., Smit, S., & e Viguerie, P. (2009). Is your growth strategy flying blind?, *Harvard Business Review*, 87(5), 86-96.

Bielstein, P., Fischer, M., & Kaserer, C. (2018). The cost of capital effect of M&A transactions: Disentangling coinsurance from the diversification discount, *European Financial Management*, 24(1), 1-30. DOI: <https://doi.org/10.1111/eufm.12177>

Bick, P., & Crook, M.D. (2018). The effects of mutual funds on M&A compensation, *Journal of Financial Research*, 41(1), 67-89. DOI: <https://doi.org/10.1111/jfir.12139>

Bliss, R.T. & Rosen, J. (2001). CEO compensation and bank mergers, *Journal of Financial Economics*, 61(1), 107-138. DOI: 10.1016/S0304-405X(01)00057-5

Bonaime, A., Gulen, H., & Ion, M. (2018). Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions?, *Journal of Financial Economics*, 129(3), 531-558. DOI: 10.1016/j.jfineco.2018.05.007

Bris, A., & Cabolis, C. (2008). The value of investor protection: evidence from cross-border mergers, *Review of Financial Studies*, 21(2), 605-648. DOI: 10.1093/rfs/hhm089

Bris, A., Brisley, N., & Cabolis, C. (2008a). Adopting better corporate governance: Evidence from cross-border mergers, *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 224-240. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2008.03.005

Bruner, R.F. (2002). Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker, *Journal of Applied Finance*, 12(1), 48-68.

Cartwright, S. & Schoenberg, R. (2006). 30 years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities, *British Journal of Management*, 17(S1), S1-S5. DOI: 10.1111/j.1467-8551.2006.00475.x

Das, A., & Kapil, S. (2012). Explaining M&A performance: A review of empirical research, *Journal of Strategy and management*, 5(3), 284-330. DOI: 10.1108/17554251211247580

Datta D., & Puia, G. (1995). Cross-border acquisitions: An examination of the influence of relatedness and cultural fit on shareholder value creation in U.S. acquiring firms, *Management International Review*, 35(4), 337-359.

Denis D., Denis, D., & Yost, K. (2002). Global diversification, industrial diversification, and firm value, *Journal of Finance*, 57(5), 1951-1979. DOI: 10.1111/0022-1082.00485

Doige C., Karolyi, G.A., & Stulz, R.M. (2007). Why Do Countries Matter So Much For Corporate Governance?, *Journal of Financial Economics*, 86(1), 1-39. DOI: 10.1016/j.jfineco.2006.09.002

Dos Santos, M.B., Errunza, V.R. & Miller, D.P. (2008), Does Corporate International Diversification Destroy Value? Evidence from Cross-Border Mergers and Acquisitions, *Journal of Banking & Finance*, 32(12), 2716-2724. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2008.07.010

Doukas, J., & Travlos, N. (1988). The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions, *Journal of Finance* 23(5), 1161-1178. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1988.tb03962.x

Erel, I., Liao, R.C. & Weisbach, M.S. (2012). Determinants of cross-border mergers and acquisitions, *Journal of Finance*, 67(3), 1045-1082. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2012.01741.x

Erel, I., Jang, Y., & Weisbach M.S., (2015). Do acquisitions relieve target firms' financial constraints?, *Journal of Finance*, 70(1), 289-328. DOI: 10.1111/jofi.12155

Fatemi, A.M. (1984). Shareholder Benefits from Corporate International Diversification, *Journal of Finance* 39(5), (1325-1345). DOI: 10.1111/j.1540-6261.1984.tb04910.x

Furfine, C.H., & Rosen, R. (2011). Mergers increase default risk, *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 832-849. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2011.03.003

Grinstein, Y., & Hribar, P. (2004). CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses, *Journal of Financial Economics*, 73(1), 119-43. DOI: 10.1016/j.jfineco.2003.06.002

Harford, J., & Li, K. (2007). Decoupling CEO wealth and firm performance: The case of acquiring CEOs, *Journal of Finance*, 62(2), 917-949. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2007.01227.x

Harris R.S., & Ravenscraft, D. (1991). The role of acquisition in foreign direct investment:

evidence from the U.S. stock market, *Journal of Finance*, 46(3), 825-844. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb03767.x

Healey, P., Palepu, K., & Ruback R. (1997). Which takeovers are profitable: Strategic or financial?, *Sloan Management Review*, 38(4), 45-57.

Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, 76(2), 357-398.

Kang J. (1993). The international market for corporate control, *Journal of Financial Economics*, 34(3), 345-371. DOI: 10.1016/0304-405X(93)90031-6

Li, J., & Guisinger S. (1991). Comparative business failures of foreign-controlled firms in the United States. *Journal of International Business Studies*, 22(2), 209-224.

Markides, C.C., & Ittner, C.D. (1994). Shareholder benefits from corporate international diversification: Evidence from U.S. international acquisitions, 25(2), 343-366.

Moeller, S.B., Schlingemann, F.P., & Stulz, R.M. (2005). Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave, *Journal of Finance* 60(2), 757-782. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2005.00745.x

Morck R., & Yeung, D. (1991). Why investors value multinationality, *Journal of Business*, 64(2), 165-187. DOI: 10.1086/296532

Nguyen, N.H., & Phan, H.V. (2017). Policy uncertainty and Mergers and Acquisitions, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), 613-644. DOI: 10.1017/S0022109017000175

Nitsch, D., Beamish, P., & Makino, S. (1996). Entry mode and performance of Japanese FDI in Western Europe, *Management International Review*, 36(1), 27-43.

Roberts, M.R., & Whited, T. (2013). Endogeneity in empirical corporate finance, in *Handbook of the economics of finance*, Costantinides, G., Harris M. & Stulz, R.M. (Ed.), 2, 493-572. DOI: 10.1016/B978-0-44-453594-8.00007-0

Rosenbaum P.R., & Rubin, D.B. (1983). The central role of propensity score in observational studies for causal effects, *Biometrika*, 70(1), 41-55. DOI: 10.1093/biomet/70.1.41.

Scholes, M.S., & Wolfson, M.A. (1990). The effects of changes in tax laws on corporate reorganization activity, *Journal of Business*, 63(1), 141-164.

Seth, A., Song, K.P. & Pettit, R.R. (2002). Value creation and destruction in cross-border acquisitions: an empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firm, *Strategic Management Journal*, 23(10), 921-940. DOI: 10.1002/smj.264

Wang C., & Xie, F. (2009). Corporate governance transfer and synergistic gains from mergers and acquisitions, *Review of Financial Studies*, 22(2), 829-858. DOI: 10.1093/rfs/hhn018