



В.А. Черкасова, О.В. Кобылянская

**ВЛИЯНИЕ ИНТЕРНАЦИОНАЛИЗАЦИИ БИЗНЕСА
НА ЭФФЕКТИВНОСТЬ КОМПАНИЙ
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННОЙ ОТРАСЛИ**

V.A. Cherkasova, O.V. Kobylanskaya

**THE IMPACT OF BUSINESS INTERNATIONALIZATION
ON FIRM PERFORMANCE
IN THE TELECOMMUNICATIONS INDUSTRY**

За последнюю четверть XX в. непрерывное развитие телекоммуникационной отрасли, кардинальные перемены в ее институциональной структуре и общий рост ее стратегической значимости для современного информационного общества вывели на передний план необходимость более пристального исследования фундаментальных процессов, происходящих в телекоммуникациях. На фоне волны сделок по слияниям и поглощениям одним из наиболее обсуждаемых вопросов данной проблематики стала международная диверсификация бизнеса. Исследование направлено на изучение факторов, влияющих на эффективность интернационализации телекоммуникационных компаний. С помощью техники событийного анализа произведен расчет избыточных доходностей на акции с целью определения влияния объявлений об M&A сделках на стоимость компаний-покупателей. Для тестирования влияния на доходность различных страновых параметров, характеризующих уровень экономического и институционального развития страны компании-цели, использован регрессионный анализ. Исследование проведено на выборке из 66 сделок по телекоммуникационным компаниям за 2005–2015 гг. Доказано, что территориальная дистанция между странами, степень международной диверсифицированности компании-покупателя и институциональные характеристики страны проникновения оказывают воздействие на доходность акций покупателя. Результаты исследования могут быть полезны менеджерам телекоммуникационных компаний, принимающим стратегические решения, и любым специалистам-практикам в сфере сделок по слияниям и поглощениям в поиске оптимальной стратегии интернационализации, так как отрасль характеризуется высокими темпами международной экспансии. Существует оптимум степени интернационализации, который обостряет проблему выбора правильной стратегии экспансии с учетом как внешних факторов – культурных, административных, географических и экономических барьеров между странами, так и внутренних – наличия у компании опыта функционирования на зарубежных рынках.

ДИВЕРСИФИКАЦИЯ; МЕЖДУНАРОДНАЯ ЭКСПАНСИЯ; ТРАНСГРАНИЧНЫЕ СДЕЛКИ; СОБЫТИЙНЫЙ АНАЛИЗ; ДОХОДНОСТЬ АКЦИЙ; СТОИМОСТЬ КОМПАНИЙ.

Over the last quarter of a century, the continuous development of the telecommunications industry, dramatic changes in its institutional structure and the overall growth of its strategic importance for the modern information society have brought to the forefront the need for more careful study of fundamental processes in telecommunications. Amid the wave of mergers and acquisitions, international diversification of business has become one of the most debated issues. This study was designed to examine the factors influencing the efficiency of the internationalization of telecommunications companies. In order to determine the effect of M&A announcements on stock returns for acquiring companies, we applied an event study analysis. To test the impact of different country parameters characterizing the level of economic and institutional development of the target environment on acquiring firm returns, a regression analysis was used. The study was conducted on a sample of 66 M&A deals between telecommunications companies in 2005–2015. It appeared that the territorial distance between the countries, the degree of international diversification of the acquirer, and institutional characteristics of the target country have the impact on acquirer returns. Due to the high international expansion rate of this industry, the results of this research may be useful to the managers of telecommunications companies for making strategic decisions, and to any practitioners in the field of mergers and acquisitions in finding the optimal strategy of internationalization. There is an optimum degree of internationalization, which makes all the more

important the problem of choosing the right expansion strategy considering both external factors, such as cultural, administrative, geographic and economic barriers between countries, and internal factors such as the company's experience in functioning on foreign markets.

DIVERSIFICATION; INTERNATIONAL EXPANSION; CROSS-BORDER TRANSACTIONS; EVENT STUDY; STOCK RETURNS; VALUE OF COMPANY.

Введение. В современном мире растущие темпы глобализации, сопровождающиеся ростом интегрированности продуктовых рынков и рынков капитала, открывают новые инвестиционные возможности, подталкивая компании к международной диверсификации производства. Действительно, количество фирм, реализующих стратегию интернационализации, продолжает расти. Согласно опросам топ-менеджеров, проведенным ЮНКТАД совместно с McKinsey & Company, в ближайшие годы нас ожидает рост числа трансграничных сделок слияния и поглощения (M&A) по всему миру [25]. В промежутке между январем и апрелем 2015 г. чистая стоимость трансграничных M&A сделок уже в четыре раза превысила стоимость сделок в 2014 г., достигнув высочайшего уровня после 2007 г. При этом опрос агентств инвестиционного развития (IPAs) как развитых, так и развивающихся стран, выявил, что в числе наиболее востребованных отраслей для инвестирования будет числиться телекоммуникационная отрасль. Так, в первой половине 2015 г. данный сектор составил 24 % от общего объема всех M&A сделок в мире.

Однако в научной литературе нет консенсуса относительно того, является ли интернационализация экономически целесообразной для роста бизнеса или, напротив, тормозит его развитие и снижает конкурентоспособность. В стремлении найти общие паттерны исследователи склонны агрегировать крупные фирмы различных отраслей в рамках одной страны, часто даже в рамках блока стран, из-за чего, несмотря на наличие контрольных переменных, результаты лишаются специфичности, характерной для конкретной отрасли.

Начиная с ранних 1990-х гг., когда ослабли регулятивные барьеры для входа на данный рынок, фирмы телекоммуникационной отрасли предприняли колоссальное количество шагов в сторону международной экспансии, породив волну слияний конца XX в.,

суммарно оцениваемых в 1,2 трлн долл. [16]. Согласно представленным отчетам большинство менеджеров телекоммуникационных операторов придерживаются той точки зрения, что любые действия, увеличивающие международное присутствие компаний, способствуют повышению эффективности фирм. Тем не менее, представляется маловероятным, что все шаги в сторону интернационализации оказывают одинаковое благоприятное влияние на стоимость компаний. А поскольку телекоммуникация по своей сути остается одной из самых географически диверсифицированных отраслей в мире, анализ того, как влияет трансграничное расширение на ее эффективность, является особенно актуальным.

Цель данного исследования – определить основные параметры, при которых международная диверсификация оказывается наиболее эффективной для компаний телекоммуникационной отрасли.

Методика исследования.

Международная экспансия и национальное расширение. Фирмы, стремясь к максимизации прибыли, осуществляют экспансию за рубеж главным образом для того, чтобы получить возможность экономить на масштабе и охвате. Для телекоммуникационных компаний эта возможность представляет собой огромный потенциал, поскольку данная отрасль характеризуется высокими постоянными затратами и сравнительно низкими переменными. Однако интернационализация сопряжена и со значительными издержками для компаний, такими как дефицит информации, дискриминация со стороны местных покупателей, поставщиков и властей, внутренние координационные издержки, неуправляемость финансовыми рисками и необходимость адаптации к другим институтам.

Одним из широко используемых способов интегрироваться в иностранную экономику являются сделки по слияниям и поглощениям, основные причины которых –

эффект синергии и агентский мотив. В первом случае фирмы расширяются благодаря экономическим выгодам, которые им гарантирует слияние ресурсов двух фирм. Во втором случае мотивом сделок является увеличение благосостояния менеджмента компании-покупателя за счет акционеров компании-покупателя. Даже поглощение, результатом которого становится снижение стоимости компании, может быть выгодно топ-менеджменту, так как приносит ему значительную денежную компенсацию.

В случае с трансграничными слияниями и поглощениями национальные границы вносят дополнительный элемент в систему, поскольку накладывают ряд новых условий, оказывающих различное влияние на привлекательность сделок. Среди таких факторов выделяют географические и культурные различия, разницу в корпоративном и государственном регулировании, налоговые эффекты, колебания процентных ставок, макроэкономические сдвиги [6]. Все это увеличивает риск погрешности при расчетах синергии, особенно если поглотитель не имеет опыта ведения дел в другой стране, делая международное расширение более рискованным, чем национальное. Между тем, многими исследователями трансграничные слияния и поглощения продолжают восприниматься как метод борьбы с международной конкуренцией на международных рынках, дающий возможность получить выигрыш от использования несовершенств международных рынков капитала [18].

Среди компаний-покупателей и среди компаний-целей интернационализация сопряжена со значительно большими избыточными доходностями. Компании-покупатели склонны проигрывать от национального расширения, в то время как приобретение иностранных компаний скорее генерирует положительные избыточные доходности.

Отсутствие согласия относительно преимущества расширения подтверждается существованием другого пласта исследований, где получены противоположные результаты.

Трансграничные сделки, по сравнению с национальными, значительно понижают доходности покупателей в день объявления о сделке [4]. Существуют четыре различные гипотезы для обоснования наблюдаемого

эффекта. Во-первых, рыночная интеграция может вызвать рост конкуренции на рынке корпоративного контроля, что сокращает синергетические выгоды покупателя. Во-вторых, рост интеграции, с которым сопряжено снижение транзакционных затрат на сделку, способен усилить агентские издержки и переоценку менеджментом стоимости компании-цели. В-третьих, более низкие затраты, связанные с диверсификацией портфеля, также могут означать, что выгоды для покупателя больше не перевешивают издержек интернационализации через M&A сделки. Наконец, поскольку трансграничные поглощения представляют собой рост уровня международной диверсификации фирмы, а национальные, соответственно, сокращение этого уровня, выгоды покупателя зарубежной компании могут снизиться, если диверсификация считается понижающей стоимостью.

Стратегии интернационализации и эффективность. Идея разграничения трансграничного расширения на два типа: глобальное (предполагающего значительную географическую удаленность страны проникновения от страны расположения компании) и региональное (расширение на близлежащие территории) зародилась сравнительно недавно. А. Ругман и А. Вербеке – одни из первых, кто предположил, что эффективность многонациональных корпораций зависит от их регионального присутствия [23]. Действительно, более 80 % реализации крупнейших мультинациональных компаний приходится на собственный регион, что говорит об их ориентированности на близлежащие рынки и об определенных ограничениях, которые они видят в мировом расширении.

Существует целая группа исследований, утверждающих, что есть оптимальная степень интернационализации, превысив которую, многонациональные компании ухудшат показатели своей эффективности [15]. Эти исследования не останавливаются на одной причине объяснения данного феномена (вроде географической дистанции), а предлагают несколько возможных обоснований тому, почему начиная с определенного момента, экспансия может стать невыгодной.

Разумеется, дистанция – одна из них. Однако не только географическая, но и куль-

турная, экономическая и административная, т. е. любая дистанция снижает привлекательность иностранных рынков [8].

Если географическая дистанция — это всего лишь фактическое расстояние между странами, измеряемое в милях или километрах, то культурная дистанция задается различиями в социальных нормах, языке и уровне образования между странами. Административная дистанция определяется различиями в политической и бюрократической средах, а экономическая — различиями в экономической системе и ее основных параметрах, типа ставки процента и ВВП. Таким образом, каждый следующий филиал на новом рынке генерирует дополнительные организационные издержки, нарушая операционный цикл многонациональной компании. Это объясняет предпочтения международных корпораций инвестировать в страны, географически, институционально и культурно близкие их собственной стране. Расстояние и различия в культуре и институтах увеличивают объемы информации, необходимой менеджерам, чтобы грамотно управлять иностранными филиалами. Однако влияние разных типов дистанции обычно снижается, когда компания накапливает достаточно опыта и знаний [9].

Вторая причина, почему выгоды от интернационализации имеют свои пределы, кроется в необходимости адаптироваться к иностранным рынкам. Товары и услуги, реализуемые корпорацией за границей, как правило, те же самые, которые поступают на домашний рынок, однако их производство и продажа за рубежом влекут более высокие издержки, поскольку требуют модификаций производственного процесса и комплекса маркетинга [26]. И чем сильнее местные условия отличны от национальных, тем больше издержек потребует процесс адаптации.

Третья причина — это координационные издержки. Начиная с определенного уровня интернационализации, информационные, координационные и управленческие издержки растут слишком сильно. Координация, необходимая для поддержания жизнедеятельности филиалов в разных странах, может перевесить выгоды от совместного использования ресурсов и эксплуатации рыночных возможностей [13]. Чтобы получить преиму-

щества от экстенсивного трансграничного расширения, компаниям необходимо внедрить подходящие организационную и управленческую структуры.

Наконец, неэффективной интернационализацию может сделать экспансия в меньшие и более рискованные рынки. Выход на рынки стран, не входящих в топ-30 рейтинга по объему ВВП, влечет за собой сокращение ожидаемой доходности [3]. Действительно, для стран с низким рейтингом характерны не только маленькие и менее развитые рынки, но и высокий уровень политического риска. Издержки экспансии в такие страны часто перевешивают выгоды.

Тем не менее, менеджеру может быть сложно оценить, когда именно их компании станут переинтернационализированными. И если все-таки компания превысит оптимальную степень географической диверсификации, может потребоваться какое-то время, чтобы она отрегулировала свой международный профиль [12].

Таким образом, существуют три стратегии географической диверсификации бизнеса: национальная, региональная и глобальная, из которых две последние составляют отдельную категорию — международную. Фирма предпочитает последовательную экспансию, начиная с домашнего рынка и постепенно расширяя свою деятельность на близлежащие регионы. Только получив достаточно опыта функционирования на иностранных рынках, она продвигается на географически удаленные территории. На первом этапе расширение сопряжено с издержками для компании, однако с ростом степени интернационализации эффективность фирмы повышается и затем растет до некоей точки, после которой начинается снижение. Существование оптимума интернационализации ученые связывают с различными причинами. Одни объясняют это неэффективностью стратегии глобального расширения, которую фирма начинает эксплуатировать только тогда, когда исчерпывает возможности расширяться в соседние регионы [20]. Другие связывают существование оптимума с состоянием переинтернационализации, когда независимо от типа международной диверсификации бизнеса издержки экспансии будут перевешивать выгоды [2].

Страновые детерминанты эффективности трансграничного расширения. Несмотря на высокие темпы глобализации, межстрановые различия остаются одним из главных элементов неопределенности, с которыми сталкиваются компании, выбравшие стратегию международной экспансии, ведь от условий иностранной среды напрямую зависит эффективность трансграничной деятельности фирм. Развитые экономики характеризуются более высоким институциональным уровнем, что подразумевает развитые рынки факторов производства, меньшее государственное вмешательство и эффективные механизмы контрактного правоприменения [11]. Поэтому логично предположить, что издержки ведения хозяйственной деятельности в таких странах будут ниже. В то же время фирмы, действующие в развивающихся экономиках, сталкиваются с ограничениями, препятствиями и издержками, обусловленными недостаточно развитыми рыночными институтами. Отсюда следует, что успех от трансграничных сделок определяется не только специфическими характеристиками компании-цели и самой сделки, но и институциональным контекстом страны, в которой компания планирует осуществлять свою деятельность.

Этот институциональный контекст может быть описан с помощью четырех структурных элементов. Во-первых, финансовые институты дают фирмам доступ к различным каналам для привлечения финансирования, снижая бремя высоких издержек ведения бизнеса [24]. Во-вторых, образовательные институты предлагают фирмам высококвалифицированный менеджмент и рабочую силу, что также положительно влияет на эффективность компаний [5]. В-третьих, правовые институты защищают права собственности и стимулируют участие в прибыльных бизнеса-проектах, позволяя получать отдачу от научно-исследовательских разработок. Наконец, в-четвертых, государственные институты стимулируют конкуренцию, следят за соблюдением законов, осуществляют мониторинг финансовых институтов, создают и поддерживают инфраструктуру, т. е. создают благоприятный климат для развития национальной экономики [1].

На протяжении последних лет влияние уровня развития институтов и правовой системы страны на эффективность компаний является предметом пристального внимания совре-

менных исследователей. Высокие правовой и институциональный уровни гарантируют защиту прав инвесторов и кредиторов, большую экономическую свободу, стимулирующую предпринимательство и иностранные инвестиции, развитый фондовый рынок, сокращающий издержки внешнего финансирования, и, наконец, высокую конкуренцию на рынке корпоративного контроля, повышающую эффективность корпоративного управления [10].

Однако в исследованиях, где рассматривается, какое воздействие на стоимость компаний оказывает расширение в страны с разными правовыми и институциональными системами, выделены различные закономерности. С одной стороны, асимметрия информации и агентские проблемы, характерные для стран со слабой правовой и институциональной системой, могут увеличить размер выплачиваемой премии из-за более концентрированной структуры собственности компаний-целей. С другой стороны, низкий уровень развития права и институтов может быть выгоден компаниям-покупателям, если фирма-цель соглашается на низкую премию, чтобы скомпенсировать эти недостатки.

Фирмы-покупатели выигрывают от расширения в страны со слабой правовой и институциональной сферами. Фирма-цель получает доступ к более дешевым денежным средствам через международный рынок капитала, сгенерированный фирмой-покупателем, причем, чем ниже стоимость привлечения капитала для фирмы-покупателя, тем более выгодной становится для нее сделка.

Компании-покупатели получают большую доходность от трансграничных сделок, когда страна компании-цели отличается как более высоким, так и более низким институциональным и правовым уровнем развития, по сравнению со страной компании-покупателя. Позитивный эффект от расширения в менее институционально развитую страну объясняется с помощью «законного побочного эффекта»: ситуации, когда фирма-покупатель имеет более высокий уровень корпоративного управления, чем компания-цель, что позволяет компании-цели повысить свою эффективность, адаптировав лучшую систему [17]. Позитивный эффект от расширения в более институционально развитую страну называется спасением утопаю-

щих, что равносильно обратной ситуации, когда фирма-покупатель добровольно подстраивает собственную систему корпоративного управления под более высокие стандарты, характерные для компании-цели. Исходом сделки всегда станет предпочтение компанией более совершенной системы.

Гипотезы и алгоритм исследования

H1: *M&A в телекоммуникационной отрасли генерируют положительные избыточные доходности компаниям-покупателям.*

В исследованиях, где рассматриваются проблемы телекоммуникационной отрасли, мнения ученых расходятся. Так, полученные отрицательные избыточные доходности компаний-покупателей объясняются разницей в корпоративных культурах и агентскими проблемами [21]. Однако те, кто получил положительную избыточную доходность, напротив, склонны полагать, что M&A сделки позитивно воспринимаются инвесторами, поскольку, во-первых, данный вид бизнеса сопряжен с высокими постоянными издержками, которые выгодно распространить на большую клиентскую базу, а во-вторых, захват большей доли рынка дает преимущества при ценообразовании [22].

H2a: *Транснациональные сделки телекоммуникационных компаний создают положительные избыточные доходности.*

H2b: *Избыточные доходности от национальных сделок значительно ниже доходностей от трансграничных.*

Поскольку две трети крупнейших сделок за последнее десятилетие среди телекоммуникационных компаний имели международный характер, можно сделать вывод, что на практике менеджеры склонны отдавать предпочтение интернационализации, а не экспансии на внутреннем рынке. Для тестирования этих гипотез все сделки будут разделены на две подвыборки: национальные и международные.

H3a: *Международная диверсификация бизнеса в прилегающие регионы создает положительные избыточные доходности.*

H3b: *Международная диверсификация бизнеса в удаленные регионы генерирует отрицательные избыточные доходности.*

Экспансия в дальние точки земного шара негативно сказывается на эффективности компаний и выражается в ухудшении бухгал-

терских показателей фирмы. Это также должно означать падение стоимости компании, выявленное в отрицательной избыточной доходности в период событийного окна. При этом выход на прилегающие рынки в целом воспринимается позитивно.

Таким образом, необходимо решить проблему дефиниций и разграничить региональное и глобальное расширения. Сделки, заключенные на территории одного региона, будут считаться интернационализацией в близлежащие районы, а межрегиональные сделки – глобальными.

H4: *Высокая степень интернационализации компании создает отрицательные избыточные доходности при заключении новых M&A сделок.*

Гипотеза проверяет, наблюдается ли состояние переинтернационализации у самых диверсифицированных компаний телекоммуникационной отрасли. Переинтернационализированные фирмы наблюдают снижение своей эффективности, что заставляет их сокращать масштаб и охват международной деятельности. Для вычленения категории самых интернационализированных телекоммуникационных компаний будет использована методология расчета физической дисперсии. В рамках нее весь земной шар снова будет поделен на семь ключевых экономических зон. Присутствие во всех семи зонах эквивалентно 100 %-й физической дисперсии, следовательно, каждая зона добавляет около 14,286 %.

После оценочной процедуры все компании будут условно разделены на две группы: интернационализированные и неинтернационализированные. С 2005 по 2015 г. большинство компаний стремилось к расширению своего странового присутствия, поэтому одна и та же компания-покупатель в разные годы могла попасть в разные группы.

После тестирования гипотез, проверяющих зависимость избыточных доходностей от стратегии странового расширения, рассмотрим, какое влияние характеристики страны проникновения способны оказать на эффективность интернационализации. Для этого будет использован многофакторный регрессионный анализ. Поскольку параметры экономического и институционального развития коррелируют между собой, будут построены две различные регрессии.

H5: Высокий уровень экономического развития страны компании-цели положительно влияет на избыточные доходности компании-покупателя.

Большинство исследователей находили положительную зависимость между общим макроэкономическим уровнем страны проникновения и избыточными доходностями компании-покупателя [19]. В случае интеграции в развитую страну, благодаря более совершенным рыночным механизмам, компания-покупатель несет меньшие транзакционные издержки и финансовые риски.

Для тестирования данной гипотезы будут взяты как стандартные макроэкономические индикаторы: темп роста ВВП, темп инфляции, доля дохода в распоряжении 20 % беднейших в качестве показателя неравенства, так и дамми-переменные, показывающие, имеется ли разрыв (и какого он рода) в уровне развития страны компании-покупателя и страны компании-цели, поскольку зачастую именно степень межстрановых различий создает барьеры в хозяйственной деятельности расширяющейся компании [7]. Модель будет выглядеть следующим образом:

$$CAR_i = \alpha_i + \beta_1 g_i + \beta_2 \pi_i + \beta_3 I_i + \beta_4 Developed_i + \beta_5 Developing_i + \varepsilon_i. \quad (1)$$

Таблица 1

Переменные для регрессионного анализа

Обозначение	Описание
g	Темп роста ВВП (источник: The World Bank)
π	Темп инфляции (источник: The World Bank)
I	Доля дохода в распоряжении 20 % беднейших (источник: The World Bank)
Developed	Дамми-переменная, равная 1, если компания-покупатель находится на территории развитой страны, а компания-цель – на территории развивающейся (источник: МВФ)
Developing	Дамми-переменная, равная 1, если компания-покупатель находится на территории развивающейся страны, а компания-покупатель – на территории развитой (источник: МВФ)

H6: Низкий уровень институционального и правового развития страны компании-цели отрицательно влияет на избыточные доходности компании-покупателя.

Несмотря на то, что многие исследователи рассматривают слабую институциональную и правовую среду страны компании-цели как потенциальный источник выгод для компании-покупателя, в научных кругах господствует точка зрения о негативном влиянии низкого качества институциональной среды компании-цели на стоимость расширяющейся компании. Слабые финансовые институты препятствуют привлечению заемного капитала, одновременно повышая его стоимость, слабые образовательные институты генерируют издержки на поиск и подготовку квалифицированного персонала, слабая правовая структура блокирует возможность полноценно защищать свои интересы, наконец, чрезмерная бюрократизированность административных институтов снижает скорость бизнес-процессов и способствует оттоку прибылей.

Помимо таких общепризнанных показателей институционального уровня как индексы экономической и политической свободы, в качестве прокси-переменных будут использоваться различные типы коммерческого права. Среди пяти выделяемых исследователями правовых систем наиболее эффективным признается английское коммерческое право, а наименее эффективными – французское и социалистическое (право, установившееся в бывших странах социалистического лагеря), немецкое и скандинавское право отличает «средний» уровень эффективности [14]. Поскольку в данном случае имеет значение не тип права в стране компании-цели сам по себе, а существование различия в правовых системах двух стран, дамми-переменные будут равны 1 только при несовпадении двух типов коммерческого права.

Регрессионное уравнение имеет следующий вид:

$$CAR_i = \alpha_i + \beta_1 EF_i + \beta_2 PF_i + \beta_3 ENG_i + \beta_4 FR_i + \beta_5 SOC_i + \varepsilon_i. \quad (2)$$

Таблица 2

Переменные для регрессионного анализа

Обозначение	Описание
EF	Индекс экономической свободы (источник: The Fraser Institute)
PF	Индекс политической свободы (источник: Freedom House)
Eng	Дамми-переменная, равная 1, если в стране компании-цели установлен английский тип коммерческого права
Fr	Дамми-переменная, равная 1, если в стране компании-цели установлен французский тип коммерческого права
Soc	Дамми-переменная, равная 1, если в стране компании-цели установлен социалистический тип коммерческого права
Scan/Ger	Дамми-переменная, равная 1, если в стране компании-цели установлен скандинавский или немецкий тип коммерческого права

Таблица 3

Критерии формирования выборки

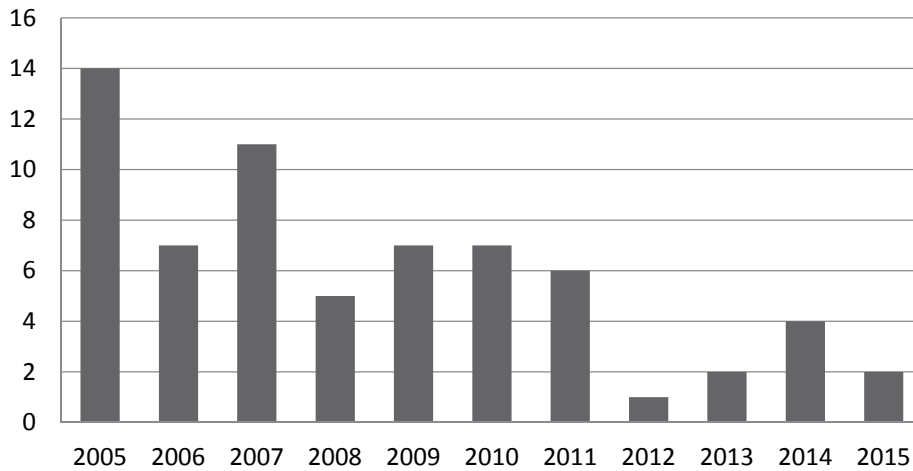
Критерий	Значение критерия
Информация о дате объявления	Обязательное наличие информации о дате объявления о сделке
Статус сделки	Завершенность или незавершенность
Размер приобретаемого пакета	Контрольный пакет акций (50 % + 1 акция) и более
Объем сделки	5 % и более от рыночной капитализации компании-приобретателя
Характеристики компаний-участниц сделки	Компания-покупатель публична, котируется на бирже
Характер котировок	Доступность цен закрытия
Характеристика данных оценочного периода	Отсутствие значимых корпоративных событий в оценочный период

Для создания выборки сначала был сгенерирован перечень потенциальных компаний-покупателей. Все они обязаны были относиться к телекоммуникационной отрасли и котируются хотя бы на одной из крупнейших европейских (лондонской, парижской, мадридской, амстердамской, франкфуртской) или американской (NYSE, NASDAQ) фондовых биржах. Причина ограничения фондового рынка этими биржами – общественное доверие, которое они снискали своими высокими стандартами. Крупные биржи также обеспечивают стабильность цен, что является немаловажной предпосылкой для событийного анализа. В случае если компания котируется на нескольких биржах, котировки отбирались согласно ее локации, поскольку,

как правило, на домашних рынках объемы торгов больше и данные более репрезентативны.

Каждая фирма была проверена в базе данных HighBeam Research на предмет совершения M&A сделок в период с 2005 по 2015 г. Все найденные сделки прошли через фильтры критериев, представленные И.В. Ивашковской и С.А. Шамраевой (см. табл. 3) [27].

Таким образом, в конечную выборку попало 66 сделок с участием 28 различных компаний-покупателей. Чтобы нивелировать побочный эффект от продуктовой диверсификации, в выборку были включены только те компании-цели, которые также принадлежат телекоммуникационной отрасли (см. рисунок).



Распределение событий по периоду 2005–2015 гг.

Результаты исследования. Эмпирическое исследование включало в себя два этапа. Сначала с помощью техники событийного анализа был произведен расчет избыточных доходностей на акции с целью выявить влияние объявлений об М&А сделках на стоимость компаний-покупателей (гипотезы Н1-Н4). Затем с использованием регрессионного анализа протестировано, какое влияние на доходность оказывают различные страновые параметры, характеризующие уровень экономического и институционального развития страны компании-цели.

На первом этапе – событийного анализа выборка разделена на две категории по типу географической диверсификации бизнеса: национальное расширение (23 сделки) и международное расширение (43 сделки).

Таблица 4

Результаты анализа (гипотезы Н1 и Н2)

Интервал	Полная выборка	Тип диверсификации	
		национальная	международная
	Число наблюдений		
	66	23	43
(-1; +1)	-0,202 (-0,073 %)	-2,161* (-1,061 %)	0,939 (0,456 %)
(-2; +2)	-0,43 (0,2 %)	-2,329* (-1,476 %)	1,54 (0,966 %)

* Уровень значимости 5 %.

Источники: расчеты авторов.

Первая гипотеза (Н1), проверяющая наличие благоприятного эффекта, который оказывает международная диверсификация производства на стоимость телекоммуникационных компаний, не подтверждается: кумулятивные избыточные доходности статистически не отличны от нуля.

Аналогично отвергается гипотеза Н2а, утверждающая, что транснациональные сделки телекоммуникационных компаний создают положительные избыточные доходности. Результаты хотя и показали положительные значения CAR, однако не прошли проверку на статистическую значимость. В то же время гипотеза Н2b получила сильное подкрепление: на 5 %-м уровне значимости можно утверждать, что расширение в пределах страны отрицательно сказывается на стоимости фирмы для обоих окон. При этом, избыточные доходности ниже для более широкого интервала (-2; +2), что может свидетельствовать о запоздалой реакции рынка на событие.

Второй шаг событийного анализа связан с более пристальным изучением транснациональных сделок. В зависимости от географической дистанции между компанией-целью и компанией-покупателем сделки были проранжированы на экспансию в прилегающий регион (20 наблюдений) и экспансию в удаленный регион (23 наблюдения).

Таблица 5
Результаты анализа (гипотеза Н3)

Интервал	Транснациональное расширение	
	прилегающий регион	удаленный регион
	Число наблюдений	
	20	23
(-1; +1)	-0,673 (-0,43 %)	1,708** (1,226 %)
(-2; +2)	-1,043 (0,861 %)	1,782** (1,652 %)

** Уровень значимости 10 %.

Источники: расчеты авторов статьи.

Проверялось сравнительное преимущество региональной диверсификации, и здесь полученные результаты полностью противоречат ожиданиям. Экспансия в соседние регионы не только характеризуется отрицательными избыточными доходностями, но и является стратегически не выгодной, по сравнению с глобальным расширением. Действительно, расширение в удаленные регионы положительно сказывается на стоимости компании (CAR = 1,632 %), однако поскольку избыточные доходности значимы только на 10 %-м уровне, гипотеза Н3b получила слабую поддержку.

На третьем шаге событийного анализа M&A сделки были не только разделены по типам расширения (национальное, региональное, глобальное), но и по степени интернационализированности компании-покупателя, где в зависимости от медианного значения в отдельную группу попали самые диверсифицированные корпорации.

Несмотря на то что гипотеза Н4, предполагающая отрицательные избыточные доходности у высокоинтернационализированных фирм, оказалась отвергнута, так как не прошла проверку на статистическую значимость результатов, были обнаружены следующие немаловажные закономерности.

Во-первых, отсутствие значительного опыта функционирования на международных рынках генерирует отрицательные избыточные доходности (-1,818 %) при национальной экспансии. Это может быть объяснено тем, что для большинства компаний расширение внутри своей страны – это первый шаг на пути географической диверсификации производства. Отсутствие отлаженной организационной схемы и опыта управления множеством филиалов ведет к снижению эффективности компаний, что выражается в падении их стоимости. В данной модели это соответствует первой стадии.

Во-вторых, недостаток опыта функционирования на международных рынках создает положительные избыточные доходности (3,356 %) при экспансии в удаленные регионы. Для глобальной экспансии компании требуется определенный уровень интернационализированности (иначе фирме гораздо выгоднее начинать расширение с прилегающего региона). Таким образом, можно утверждать, что компании, выбравшие стратегию глобального расширения, были довольно опытными, но не переинтернационализированными, и это сделало экспансию выгодной, способствуя росту стоимости корпораций.

Результаты анализа (гипотеза Н4)

Таблица 6

Тип решения	Степень интернационализации			
	высокая		низкая/умеренная	
	(-1; +1)	(-2; +2)	(-1; +1)	(-2; +2)
Национальное расширение	-0,304 (-0,253 %)	-0,775 (-0,834 %)	-2,457* (-1,491 %)	-2,320* (-1,818 %)
Экспансия в прилегающий регион	-0,509 (-0,276 %)	-1,259 (-0,881 %)	-0,768 (-3,36 %)	-0,11 (-0,482 %)
Экспансия в удаленный регион	-0,163 (-0,124 %)	0,091 (0,09 %)	2,157* (2,699 %)	2,077* (3,356 %)

*Уровень значимости: 5 %.

Источники: расчеты авторов.

Следующий этап регрессионного анализа связан с проведением многофакторного анализа влияния детерминантов страны целевой компании на стоимость компании-цели, для чего использована регрессионная модель. В одно уравнение регрессии вошли факторы, характеризующие общую макроэкономическую среду страны компании-цели, а в другое – факторы, характеризующие институциональную среду. В качестве зависимой переменной использованы средние избыточные доходности для окна длиной $(-2; +2)$, которое обладает большей объясняющей способностью.

В табл. 7 представлены результаты тестирования влияния уровня экономического и институционального развития страны компании-цели на избыточную доходность компании-покупателя.

Таблица 7

Результаты влияния межстрановых различий на значения CAR

Модель 1		Модель 2	
Экономическая среда		Институциональная среда	
переменная	коэффициент	переменная	коэффициент
<i>g</i>	-0,002 (-0,581)	EF	0,048 (1,690**)
<i>π</i>	-0,001 (-0,252)	PF	0,035 (1,336)
<i>I</i>	-0,003 (-0,515)	ENG	0,035 (1,334)
Developed	0,05 (1,321)	FR	0,053 (2,05*)
Developing	-0,004 (-0,195)	SOC	0,025 (1,886**)
Значение R2	0,102	Значение R2	0,141

** Уровень значимости 10 %.

Источники: расчеты авторов.

Низкие значения R^2 говорят о слабой объясняющей силе моделей, однако вполне соответствуют результатам, полученным другими исследователями. Что касается самих моделей, то при тестировании детерминантов экономической среды коэффициенты при параметрах, характеризующих экономический рост, темп инфляции и сравнительное

равенство доходов населения, оказались отрицательны, однако не значимы. Также не значимым оказался коэффициент перед фиктивной переменной, определяющей ситуацию, когда сделка происходит между компанией-покупателем из развивающейся страны и компанией-целью из развитой. Однако в ситуации, когда сделка, наоборот, осуществляется между компанией-покупателем из развитой страны и компанией-целью из развивающейся, коэффициент положителен и сравнительно высок, хотя и все равно не значим. Таким образом, гипотеза H5, утверждающая, что чем выше уровень развития страны компании-цели, тем большие избыточные доходности на свои акции наблюдает компания-покупатель, не находит подтверждения.

Более информативные результаты демонстрирует модель, тестирующая влияние институциональных характеристик на стоимость компании-покупателя. Согласно полученным данным, экспансия в страны с наименее эффективными типами коммерческого права (французским и социалистическим) оказывает статистически значимое положительное влияние на избыточную доходность. Выявленную закономерность можно объяснить «законным побочным эффектом», когда ожидается повышение эффективности компании-цели за счет новой, более совершенной, системы корпоративного управления, что формирует позитивные ожидания инвесторов, увеличивая доходность акций компании-покупателя. Помимо этого, положительное влияние на CAR демонстрирует переменная, определяющая уровень экономической свободы, тем самым частично подтверждая гипотезу H6, утверждающую, что страна с более высоким институциональным уровнем больше подходит для экспансии.

Выводы. В последнее десятилетие в телекоммуникационной отрасли преобладали трансграничные сделки по слияниям и поглощениям, их число вдвое превысило национальные, при этом последние, как показали результаты, в среднем не отличались эффективностью. Эффективность международных сделок была выше, если фирма отдавала предпочтение глобальному типу расширения. Это противоречит теории интер-

национализации, согласно которой экспансия в удаленные регионы является заключительным шагом стратегии трансграничной диверсификации и сопровождается снижением эффективности компаний. Однако в то же время это соответствует другой теории, утверждающей, что снижение эффективности объясняется не столько выбранным типом международного расширения, сколько общим состоянием переинтернационализированности фирмы. Было выявлено, что наибольшую эффективность от трансграничного расширения наблюдают фирмы, с одной стороны, выбравшие глобальную стратегию, с другой — характеризующиеся умеренной степенью интернационализации.

Институциональная среда страны проникновения оказывает влияние на доход-

ность компании-покупателя в момент объявления о сделке. При этом несмотря на то, что чем выше экономическая свобода страны компании-цели, тем более благоприятный эффект наблюдает компания-покупатель, экспансия в страны с наименее эффективными типами коммерческого права (французский и социалистический) генерировала большую избыточную доходность. Это может быть связано, во-первых, с тем, что акционеры поглощаемой компании часто готовы согласиться на заниженную премию, чтобы скомпенсировать недостатки среды, и, во-вторых, с так называемым законным побочным эффектом, когда инвесторы ожидают, что компания-покупатель экстраполирует более эффективную систему на компанию-цель, тем самым улучшая хозяйственную деятельность последней.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. **Bris A., Cabolis C.** The value of investor protection: firm-evidence from cross-border mergers // *The review of financial studies*, 2008, no. 21, pp. 605–649.
2. **Buigues P., Lacoste D., Lavigne S.** When over internationalized companies reduce their international footprint // *International Business Review*, 2015, no. 24, pp. 1039–1047.
3. **Contractor F.** Why do multinational firms exist? A theory note about the effect of multinational expansion on performance and recent methodological critiques // *Global Strategy Journal*, 2012, no. 2, pp. 318–331.
4. **Danbolt J., Maciver G.** Cross-border versus domestic acquisitions and the impact on shareholder wealth // *Journal of Business Finance and Accounting*, 2012, no. 37 (7), pp. 1028–1067.
5. **Deng P.** Why do Chinese firms tend to acquire strategic assets in international expansion? // *Journal of World Business*, 2009, no. 44, pp. 74–84.
6. **Erel I., Liao R.C., Weisbach M.S.** Determinants of cross-border mergers and acquisitions // *Journal of Finance*, 2012, no. 67, pp. 1045–1082.
7. **Francis B., Hassan I., Sun X.** Financial market integration and the value of global diversification: evidence for U.S. acquirers in cross-border mergers and acquisitions // *Journal of banking and finance*, 2006, no. 32, pp. 1522–1540.
8. **Ghemawat P.** Regional strategies for global leadership // *Harvard Business Review*, 2005, no. 83(12), pp. 98–108.
9. **Gielsens K., Helsen K., Dekimpe M.** International entry strategies. Cheltenham UK: Edward Elgar Publishing, 2012.
10. **Hagendorff J., Collins K., Keasey K.** Investor protection and the value effects of bank merger announcements in Europe and the US // *Journal of banking and finance*, 2007, no. 54, pp. 1969–1997.
11. **Hasan M., Ibrahim Y.** Institutional distance on cross-border mergers and acquisition performance: a hypothetical framework // *Proceedings of the Asia Pacific conference on business and social sciences*, Kuala Lumpur, 2015.
12. **Hennart J.F.** A theoretical assessment of the empirical literature on the impact of multinationality on performance // *Global Strategy Journal*, 2011, no. 1(1), pp. 135–151.
13. **Hitt M., Hoskisson R., Kim H.** International diversification: effects of innovation and firm-performance in product-diversified firms? // *Academy of management journal*, 1997, no. 40(4), pp. 767–798.
14. **La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.** Investor protection and corporate governance // *Journal of financial economics*, 2000, no. 58, pp. 3–27.
15. **Lu J., Beamish P.** International diversification and firm performance: The S-curve hypothesis // *Academy of Management Journal*, 2004, no. 47, pp. 598–609.
16. **Majumdar S., Yalacicegi U., Moussawi R.** Mergers and synergy: lessons from contemporary telecommunications history // *Telecommunications policy*, 2012, no. 36, pp. 140–154.
17. **Martynova M., Renneboog L.** Spillover of corporate governance standard in cross-border mergers and acquisitions // *Journal of corporate finance*, 2008, no. 14, pp. 200–223.

18. **Mateev M., Andonov K.** Do cross-border and domestic bidding firms perform differently? New evidence from continental Europe and the UK // *Research in International Business and Finance*, 2016, no. 36, pp. 327–349.

19. **Nicholson R., Salaber J.** The motives and performance of cross-border acquirers from emerging economies: comparison between Chinese and Indian firms // *International business review*, 2012, no. 22, pp. 963–980.

20. **Oh C., Contractor F.** A regional perspective on multinational expansion strategies: reconsidering the three-stage paradigm // *British Journal of Management*, 2014, no. 25, pp. 42–59.

21. **Park M., Yang D., Nam C., Ha Y.** Mergers and acquisitions in the telecommunications industry: myths and reality // *ETRY Journal*, 2002, no. 24(1), pp. 56–68.

22. **Rieck O., Doan C.** Shareholder Wealth Effects of Mergers and Acquisitions in the Telecommunications

Industry // *Telecommunication Markets. Drivers and Impediments*. Germany: Springer, 2006, pp. 363–397.

23. **Rugman A., Verbeke A.** A perspective of regional and global strategies of multinational enterprises // *Journal of International Business Studies*, 2004, no. 35 (1), pp. 3–18.

24. **Scoenberg R.** Measuring the performance of corporate acquisitions: an empirical comparison of alternative metrics // *British Journal of management*, 2006, no. 17, pp. 361–370.

25. UNCTAD. *World Investment Report 2015: Reforming International Investment Governance*, 2015, pp. 22–25.

26. **Usenier J.** *Marketing across cultures* (2nd ed.) London: Prentice-Hall, 1996.

27. **Ивашковская И.В., Шамраева С.А.** Эффективность международных сделок слияний и поглощений компаний с развивающихся рынков капитала: эмпирический анализ: матер. докл. науч. конф. ГУ–ВШЭ (апрель 2010 г.). М., 2010.

REFERENCES

1. **Bris A., Cabolis C.** The value of investor protection: firm-evidence from cross-border mergers. *The review of financial studies*, 2008, no. 21, pp. 605–649.

2. **Buigues P., Lacoste D., Lavigne S.** When over internationalized companies reduce their international footprint. *International Business Review*, 2015, no. 24, pp. 1039–1047.

3. **Contractor F.** Why do multinational firms exist? A theory note about the effect of multinational expansion on performance and recent methodological critiques. *Global Strategy Journal*, 2012, no. 2, pp. 318–331.

4. **Danbolt J., Maciver G.** Cross-border versus domestic acquisitions and the impact on shareholder wealth. *Journal of Business Finance and Accounting*, 2012, no. 37 (7), pp. 1028–1067.

5. **Deng P.** Why do Chinese firms tend to acquire strategic assets in international expansion? *Journal of World Business*, 2009, no. 44, pp. 74–84.

6. **Erel I., Liao R.C., Weisbach M.S.** Determinants of cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Finance*, 2012, no. 67, pp. 1045–1082.

7. **Francis B., Hassan I., Sun X.** Financial market integration and the value of global diversification: evidence for U.S. acquirers in cross-border mergers and acquisitions. *Journal of banking and finance*, 2006, no. 32, pp. 1522–1540.

8. **Ghemawat P.** Regional strategies for global leadership. *Harvard Business Review*, 2005, no. 83(12), pp. 98–108.

9. **Gielsens K., Helsen K., Dekimpe M.** *International entry strategies*. Cheltenham UK: Edward Elgar Publishing, 2012.

10. **Hagendorff J., Collins K., Keasey K.** Investor

protection and the value effects of bank merger announcements in Europe and the US. *Journal of banking and finance*, 2007, no. 54, pp. 1969–1997.

11. **Hasan M., Ibrahim Y.** Institutional distance on cross-border mergers and acquisition performance: a hypothetical framework. *Proceedings of the Asia Pacific conference on business and social sciences, Kuala Lumpur*, 2015.

12. **Hennart J.F.** A theoretical assessment of the empirical literature on the impact of multinationality on performance. *Global Strategy Journal*, 2011, no. 1(1), pp. 135–151.

13. **Hitt M., Hoskisson R., Kim H.** International diversification: effects of innovation and firm-performance in product-diversified firms? *Academy of management journal*, 1997, no. 40(4), pp. 767–798.

14. **La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.** Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 2000, no. 58, pp. 3–27.

15. **Lu J., Beamish P.** International diversification and firm performance: The S-curve hypothesis. *Academy of Management Journal*, 2004, no. 47, pp. 598–609.

16. **Majumdar S., Yalacicegi U., Moussawi R.** Mergers and synergy: lessons from contemporary telecommunications history. *Telecommunications policy*, 2012, no. 36, pp. 140–154.

17. **Martynova M., Renneboog L.** Spillover of corporate governance standard in cross-border mergers and acquisitions. *Journal of corporate finance*, 2008, no. 14, pp. 200–223.

18. **Mateev M., Andonov K.** Do cross-border and domestic bidding firms perform differently? New evidence from continental Europe and the UK.

Research in International Business and Finance, 2016, no. 36, pp. 327–349.

19. **Nicholson R., Salaber J.** The motives and performance of cross-border acquirers from emerging economies: comparison between Chinese and Indian firms. *International business review*, 2012, no. 22, pp. 963–980.

20. **Oh C., Contractor F.** A regional perspective on multinational expansion strategies: reconsidering the three-stage paradigm. *British Journal of Management*, 2014, no. 25, pp. 42–59.

21. **Park M., Yang D., Nam C., Ha Y.** Mergers and acquisitions in the telecommunications industry: myths and reality. *ETRY Journal*, 2002, no. 24(1), pp. 56–68.

22. **Rieck O., Doan C.** Shareholder Wealth Effects of Mergers and Acquisitions in the Telecommunications Industry. *Telecommunication Markets. Drivers and Impediments*. Germany: Springer, 2006, pp. 363–397.

23. **Rugman A., Verbeke A.** A perspective of regional and global strategies of multinational enterprises. *Journal of International Business Studies*, 2004, no. 35(1), pp. 3–18.

24. **Scoenberg R.** Measuring the performance of corporate acquisitions: an empirical comparison of alternative metrics. *British Journal of management*, 2006, no. 17, pp. 361–370.

25. UNCTAD. World Investment Report 2015: Reforming International Investment Governance, 2015, pp. 22–25.

26. **Usenier J.** Marketing across cultures (2nd ed.) London: Prentice-Hall, 1996.

27. **Ivashkovskaia I.V., Shamraeva S.A.** Effektivnost' mezhdunarodnykh sdelok slianii i pogloshchenii kompanii s razvivaiushchikhsia rynkov kapitala: empiricheskii analiz: mater. dokl. nauch. konf. GU–VShE (aprel' 2010 g.). M., 2010. (rus)

ЧЕРКАСОВА Виктория Артуровна – доцент Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», кандидат экономических наук.

101000, ул. Мясницкая, д. 20, г. Москва, Россия. E-mail: vacherkasova@yandex.ru

CHERKASOVA Viktoriia A. – National Research University Higher School of Economics.

101000. Myasnitskaya str. 20. Moscow. Russia. E-mail: vacherkasova@yandex.ru

КОБЫЛЯНСКАЯ Оксана Владимировна – аналитик ООО «Маккинзи и Компания СиАйЭс», отдел консалтинга. Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», В.Сс.

101000, ул. Мясницкая, д. 20, г. Москва, Россия. E-mail: oksana3981314@mail.ru

KOBYLYANSKAYA, Oksana V. – National Research University Higher School of Economics.

101000. Myasnitskaya str. 20. Moscow. Russia. E-mail: oksana3981314@mail.ru
