

**УДК 34****Оценка влияния прозрачности фондового рынка страны компании-цели на эффективность международных сделок слияний и поглощений, инициируемых компаниями стран группы BRICS****Бровкин Александр Владимирович**

Кандидат экономических наук,  
доцент кафедры учета, статистики и аудита,  
Московский государственный институт международных отношений (университет)  
Министерства иностранных дел Российской Федерации,  
119454, Российская Федерация, Москва, просп. Вернадского, 76;  
e-mail: brovkin\_av@mail.ru

**Медведева Наталия Игоревна**

Консультант,  
КПМГ,  
119454, Российская Федерация, Москва, просп. Вернадского, 76;  
e-mail: 1medvedevanataliya@gmail.com

**Аннотация**

Целью работы является оценка эффективности международных сделок M&A, совершенных компаниями из стран BRICS при покупке частных и публичных компаний. Эмпирическое исследование построено на выборке сделок слияний и поглощений, инициированных компаниями стран BRICS в период с 1 января 1995 года по декабрь 2015. Результаты эмпирического исследования показали, что прозрачность, представляющая степень информационной асимметрии рынка страны компании-цели имеет отрицательное влияние на выбор типа компании-цели. Результаты self-selection моделей Heckman обеспечивают доказательства того, что уровень прозрачности рынка страны компании-цели определяет выбор приобретающей фирмы компании-цели (частной/публичной). После учета проблемы эндогенности, уровень ликвидности рынка страны целевой фирмы больше не имеет значимого влияния на избыточную доходность акционеров компании-покупателя в момент объявления сделки. Выявленный детерминант эффективности международных сделок слияний и поглощений при покупке частных и публичных компаний (прозрачность) и выбора компании-цели (частной/публичной) обеспечат повышение качества финансового обоснования стратегий международных сделок слияний и поглощений.

**Для цитирования в научных исследованиях**

Бровкин А.В., Медведева Н.И. Оценка влияния прозрачности фондового рынка страны компании-цели на эффективность международных сделок слияний и поглощений, инициируемых компаниями стран группы BRICS // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2018. Том 8. № 9А. С. 341-352.

**Ключевые слова**

Слияния, поглощения, эффективность сделок СиП, сделки, экономика, M&A.

## Введение

При изучении международных сделок слияний и поглощений становится актуальным изучать ликвидность и прозрачность рынка капитала страны компании-цели как потенциальные факторы, влияющие на эффективность сделок при покупке частных и публичных компаний. Важными отличиями частных и публичных компаний являются уровень раскрытия финансовой информации и уровень ликвидности акций. Выводы эмпирических исследований показывают, что данные факторы влияют на эффективность сделок слияний и поглощений [Capron, 2013; Baе, 2013]. Факторы ликвидности и прозрачности существуют не только на внутрифирменном, но и на страновом уровне и также оказывают влияние и на эффективность сделок, и на мотивы вступления в сделку компаний. Влияние факторов ликвидности и прозрачности на эффективность сделок слияний и поглощений при покупке частных и публичных компаний на развивающихся рынках капитала в существующих исследованиях изучено только на выборках внутренних сделок.

Одним преимуществ покупки публичной целевой компании является то, что приобретатель может получить доступ к публичной финансовой информации. Требования к раскрытию финансовой информации в процессе IPO, более широкое покрытие аналитиками и прессой увеличивают прозрачность публичных компаний и уменьшают неопределенность относительно их стоимости. Различия в доступности и надежности информации о частной и публичной компании-цели влияют на выбор покупателя между публичной и частной компанией-целью. В странах с низким уровнем прозрачности надежность финансовой информации о публичных компаниях ставится под вопрос, и, столкнувшись информационной асимметрией, приобретатель вероятнее выберет частную компанию-цель, потому что частная, инсайдерская информация будет большим источником создания стоимости при приобретении частных целей, чем публичных.

### **Формулирование гипотезы исследования эффективности международных сделок слияний и поглощений при покупке частных и публичных компаний**

На основании анализа результатов исследований, проведенных ранее, сформулированы следующие гипотезы для тестирования на развивающихся рынках BRICS:

***Гипотеза.** На развивающихся рынках BRICS в международных сделках слияний и поглощений компания-покупатель вероятнее приобретет частную целевую фирму, чем публичную в стране с низким уровнем прозрачности.*

Различия в доступности и надежности информации о частной и публичной компании цели влияет на выбор покупателя между публичной и частной компанией целью. Столкнувшись информационной асимметрией, приобретатель вероятнее выберет частную компанию цель, потому что частная информация, как ожидается, будет большим источником создания стоимости в приобретении частных целей, чем публичных [Baе, 2013]. В то же время, надежность публичной информации ставится под вопрос в условиях непрозрачной информационной среды, и, таким образом, в этом случае не стоит платить дополнительную премию за публичную компанию.

Оценка эффективности международных сделок слияний и поглощений, инициируемых компаниями стран группы BRICS при покупке частных и публичных компаний.

## Модель исследования

На первом этапе исследования используется логит-модель на всей выборке компаний для определения детерминант выбора частной или публичной компании-цели. Оцениваемая детерминанта – прозрачность рынка компании-цели.

На втором этапе исследования используется логит-модель на всей выборке компаний для определения детерминант выбора частной или публичной компании-цели. Оцениваемая детерминанта – прозрачность рынка компании-цели.

На третьем этапе используется модель Нескман для борьбы с эндогенностью.

ЭТАП 1. Оценка влияния фактора «публичный статус компании-цели» на эффективность международных сделок слияний и поглощений.

На первом этапе эмпирического анализа используется регрессионный анализ. В существующей научной литературе обнаружены существенные различия в доходностях между фирмами, приобретающих частные цели и приобретающих публичные цели в период объявления о сделке. На следующем этапе мы выясняем, почему существует этот дисконт на частную компанию-цель. На данном этапе мы рассмотрим, как доходность в период объявления о сделке покупающей фирмы соотносится с публичным статусом компании-цели в присутствии характеристик покупающей компании, компании-цели, а также характеристик сделки.

Для проведения анализа мы моделируем доходность в период объявления о сделке покупающей фирмы как функцию от дамми-переменной (публичный статус компании-цели) и контрольных переменных.

$$CAR = b_0 + b_1 * Deal\ size + b_2 * Cash + b_3 * Stock + b_4 * Same\ Industry + b_5 * HighTech + b_6 * TQ + b_7 * Liquidity + b_8 * Transparency + b_9 * Private + b_{10} * Government + b_{11} * Experience + e$$

### (1 Модель)

*CAR* – кумулятивная избыточная доходность в момент объявления сделки

*Deal size* – измеряется как размер каждой сделки, данные взяты из базы Tomson Eikon

*Cash* – это бинарная переменная метода оплаты, равная один для всех сделок, оплаченных денежными средствами и нулю в обратном случае

*Stock* – бинарная переменная для метода оплаты, равной одному для всех сделок, оплаченных акциями, и нулю в обратном случае.

*Same industry* – бинарная переменная, равная единице, если компания-покупатель и компания-цель оперируют в одной отрасли

*High tech* – бинарная переменная равная единице, если целевая фирма является высокотехнологичной и нулю в противном случае. Определение высокотехнологичных фирм взято из исследования Loughran Ritter (2004).

*TQ*-прокси-переменная для оценки фирмы, измеряется как отношение рыночной стоимости к балансовой стоимости совокупных активов

*Liquidity* характеризует степень ликвидности рынка страны целевой фирмы и измеряется как фактор основных компонентов трех мер ликвидности каждой страны stock market capitalization, stock market traded value, and IPO value (данные Всемирного Банка).

*Transparency* представляет собой степень прозрачности рынка или информационной асимметрии страны компании-цели и измеряется как disclosure index (данные Всемирного банка)

*Private* – бинарная переменная равная единице, если фирма-цель это частная фирма, и 0 в обратном случае.

*Government* – доля государства в компании-цели (данные взяты из базы данных Zephyr).

*Experience* – опыт компании-цели в осуществлении сделок слияний и поглощений (данные взяты из базы данных Zephyr)

*ЭТАП 2. Оценка влияния фактора прозрачности страны компании-цели на выбор типа компании-цели (частной/публичной).*

На втором этапе эмпирического исследования оцениваются детерминанты выбора типа компании-цели (частной/публичной). Для этого оценивается логит-модель, в которой зависимой переменной является дамми-публичная или частная компания-цель, независимые переменные-это ряд контрольных переменных и тестируемая переменная – уровень прозрачности страны компании-цели

$$Private = b_0 + b_1 * Deal\ size + b_2 * TQ + b_3 * Liquidity + b_4 * Transparency + b_5 * Debt + b_5 * LnTA + e$$

**(2 модель)**

*Private* – бинарная переменная равная единице, если фирма цель это частную фирму, и 0 в обратном случае.

*Deal size* – измеряется как размер каждой сделки, данные взяты из базы Tomson Eikon

*Liquidity* – характеризует степень ликвидности рынка страны целевой фирмы и измеряется как фактор основных компонентов трех мер ликвидности каждой страны stock market capitalization, stock market traded value, and IPO value. (данные Всемирного Банка)

*Transparency* – представляет собой степень прозрачности рынка или информационной асимметрии страны компании цели и измеряется как disclosure index (данные Всемирного банка)

*LN (TA)* – натуральный логарифм от общего объема активов

*Debt ratio* – прокси-переменная для финансового риска фирмы. Данные собраны из базы данных Bloomberg

*ЭТАП 3. Двухступенчатая модель Heckman: проблема эндогенности.*

Моделирование выбора компании-покупателя между публичными и частными компаниями-целями важно не только для понимания различий между приобретением частных и публичных компаний, а также для получения несмещенных оценок влияния покупки компании-цели на доходность компании покупателя. Проблема эндогенности затронута в исследованиях различий реакции рынка на покупку частных и публичных компаний целей [Capron, 20074, Baе, 2013].

Регрессионный анализ предлагает объяснение влияния ликвидности и прозрачности рынка страны компании-цели. Однако данный метод имеет существенный недостаток, так как выбор компании-цели может быть не случайным. Эта проблема может привести к эндогенности, которая возникает из-за переменных, которые коррелируют и с доходностью, и с выбором типа компании-цели (частной/публичной). Поэтому необходимо контролировать эндогенность выбора частной или публичной компании-цели, когда сравнивается избыточная доходность акционеров компании-покупателя при покупке частной или публичной компании-цели. Чтобы учесть проблему эндогенности и получить несмещенные оценки влияния прозрачности и ликвидности на выбор компании-цели и избыточную доходность акционеров компании-покупателя, в модели используется двухступенчатая [Heckman, 1979] процедура оценивания.

На первом шаге оценивается выбор приобретателя между частной и публичной компанией целью.

На втором шаге оценивается модель избыточной доходности, включая переменную Lambda контролирующую смещение в следствие проблемы эндогенности

Коэффициент  $\lambda$  в модели, исследующей влияние факторов на избыточную доходность уже содержит влияние всех неучтенных различий между приобретением частных и публичных компаний на доходность акционеров компании цели. Включение  $\lambda$  позволяет проверить наличие эндогенности и получить несмещенные оценки.

$$Private = b_0 + b_1 * Deal\ size + b_6 * TQ + b_7 * Transparency + b_8 * Debt + b_9 * LnTA + e$$

$$CAR = b_0 + b_1 * Deal\ size + b_2 * Cash + b_3 * Stock + b_4 * Same\ Industry + b_5 * HighTech + b_6 * TQ + b_7 * Liquidity + e$$

#### (4 Модель)

*Private* – бинарная переменная равная единице, если фирма цель это частную фирма, и 0 в обратном случае.

*Deal size* – измеряется как размер каждой сделки, данные взяты из базы Tomson Eikon.

*Transparency* представляет собой степень прозрачности рынка или информационной асимметрии страны компании цели и измеряется как disclosure index (данные Всемирного банка)

*LN(TA)* – натуральный логарифм от общего объема активов.

*Debt ratio* – прокси-переменная для финансового риска фирмы. Данные собраны из базы данных Bloomberg.

*CAR* – кумулятивная избыточная доходность в момент объявления сделки

*Deal size* – измеряется как размер каждой сделки, данные взяты из базы Tomson Eikon

*Cash* – бинарная переменная метода оплата, равная один для всех сделок, оплаченных денежными средствами и нулю в обратном случае

*Stock* – бинарная переменная для метода оплаты, равной одному для всех сделок, оплаченных акциями, и нулю в обратном случае.

*Same industry* – бинарная переменная, равная единице, если компания-покупатель и компания-цель оперируют в одной отрасли

*High tech* – бинарная переменная равная единице, если целевая фирма является высокотехнологичной и нулю в противном случае. Определение высокотехнологичных фирм взято из исследования Loughran Ritter (2004).

*TQ* – прокси-переменная для оценки фирмы, измеряется как отношение рыночной стоимости к балансовой стоимости совокупных активов

*Liquidity* характеризует степень ликвидности рынка страны целевой фирмы и измеряется как фактор основных компонентов трех мер ликвидности каждой страны stock market capitalization, stock market traded value, and IPO value (данные Всемирного Банка).

*Transparency* представляет собой степень прозрачности рынка или информационной асимметрии страны компании цели и измеряется как disclosure index (данные Всемирного банка).

*Private* – бинарная переменная равная единице, если фирма цель это частную фирма, и 0 в обратном случае.

*Government* – доля государства в компании-цели (данные взяты из базы данных Zephyr)

*Experience* – опыт компании-цели в осуществлении сделок слияний и поглощений (данные взяты из базы данных Zephyr).

## Критерии формирования выборки исследования

Исследование строится на выборке из компаний стран группы BRICS [О'Нил, 2001] изначально ввел аббревиатуру BRIC для обозначения быстро растущих развивающихся

рынков Бразилии, России, Индия и Китая. В 2010 году Южная Африка присоединилась к группе, и с тех пор группа стран называется BRICS. На основании статистических данных, представленных МВФ, страны BRICS составляют примерно 20 процентов от мирового валового продукта. Кроме того, пять стран характеризуются большим культурным и географическим разнообразием. Таким образом, можно сказать, что они являются значимыми среди развивающихся рынков и в определенной степени могут представлять общую картину развивающихся экономик. Период времени, охваченный в данном исследовании, определяется как с 1 января 1995 года по декабрь 2015. Причиной выбора такого временного периода является то, что во время начала 1990-х годов, были существенные политические и экономические изменения в странах BRICS, среди них учреждение Российской Федерации в 1991 году после распада Советского Союза; введение Plano Real в Бразилии в 1994 году; Демонтаж Апартеида в Южной Африке в 1994. Кроме того, с точки зрения уровня активности международных сделок слияний и поглощений, в конце 1990-х годов начинается их рост среди развивающихся рынков.

В общей сложности получено 1087 сделок, по которым получены необходимые финансовые данные из базы данных Bloomberg. При дальнейшем рассмотрении данных, обнаружено 129 случаев, когда одна и та же компания-приобретатель объявила несколько приобретений во время окна события длиной 11 дней. Из-за данных сделок могут быть получены смещенные результаты, так как будет трудно определить, какое именно объявление о сделке оказывает влияние на изменение цены акций. Затем были исключены сделки, по которым не было котировок акций в системе Tomson Eikon и финансовых данных по компаниям в системе Bloomberg. Так же были исключены сделки, которые содержат выбросы по CAR и финансовым данным. Таким образом, эти случаи исключаются из выборки, в результате чего конечный размер выборки составляет 245 сделок. В выборке представлено 167 сделок по покупке частных компаний и 78 сделок по покупке публичных компаний

Значительно большая часть публичных компаний-целей являются высокотехнологичными компаниями. По сравнению с компаниями, приобретающими частные компании-цели, компании, приобретающие публичные компании-цели характеризуются более высоким коэффициентом Q Тобина и опытнее в совершении сделок слияний и поглощений.

Типичная сделка приобретения частной компании-цели меньше по размеру, использует денежные средства реже в качестве способа оплаты, и включает в себя менее высокотехнологичных целевые компании. Кроме того, по сравнению с компаниями, приобретающими публичные цели, компании, приобретающие частные цели, меньше по размеру и имеют менее высокий коэффициент Q Тобина.

*1 ЭТАП. Результаты эмпирического анализа оценки фактора «публичный статус компании-цели» на эффективность международных сделок слияний и поглощений на полной выборке компаний (Модель 1): робастность результатов.*

Переходя к результатам регрессии ключевых оцениваемых переменных, мы видим из таблицы 1, что коэффициент перед переменной Private подтверждает выводы, содержащиеся в результатах анализа методом событий. Данная переменная является положительной и значимой (на уровне 10%), указывая на то, что акционеры компании, приобретающей частные цели зарабатывают большую избыточную доходность в момент объявления сделки, чем акционеры компании, приобретающей публичные цели из-за существования скидки за низкую ликвидность. Это соответствует результатам исследования [Capron, 2007; Вae, 2013]. Таким образом, гипотеза 1 не отвергается на 1% уровне значимости.

**Таблица 1 - Результаты эмпирического анализа оценки фактора «публичный статус компании-цели» на эффективность международных сделок слияний и поглощений**  
R-Squared=0.6372

Переменная	Коэффициент	Значимость (P>t)	Количество наблюдений
Cash	-0.036***	0.000	245
Stock	0.025**	0.030	245
Same industry	-0.071***	0.000	245
High Tech	0.054	0.598	245
Tobin Q	.039*	0.054	245
Private	-0.0003***	0.006	245
Transparency	-0.00002	0.373	245
Liquidity	0.00032	0.486	245
Government	-0.01617	0.200	245
Deal size	0.027	0.118	245
Cons	0.027	0.078	245

Источник: по расчетам автора

Также из таблицы видно, что оплата сделки акциями положительно влияет на избыточную доходность компании-покупателя, в то время как оплата сделки денежными средствами и опыт совершения сделок влияют отрицательно.

Данные итоги соответствуют выводам проведенных ранее исследований международных сделок слияний и поглощений, построенным на выборке компаний из стран группы BRICS [Gubbi, 2010]; [Sign, 1987].

Этап 2: Результаты эмпирического анализа оценки фактора прозрачности рынка страны компании-цели на выбор компании-цели (частной/публичной) (Модель 2).

На следующем этапе оценивается логит-модель. С помощью данного анализа мы проверяем, является ли прозрачность страны компании-цели значимым фактором при объяснении выбора частной или публичной компании-цели в присутствии других характеристик сделки, компании-покупателя и компании-цели.

Согласно результатам таблицы 2, прозрачность, представляющая степень прозрачности (или информационной асимметрии) рынка страны компании-цели имеет отрицательный и значимый (на уровне 1%) коэффициент регрессии. Гипотеза 2 исследования о влиянии прозрачности на выбор компании-цели (частной/публичной) не отвергается на 1% уровне. Этот результат соответствует выводам статьям [Вае, 2013; Сапон, 2004], построенным на выборке из компаний США.

Также результаты анализа показали, что стоимость сделки и Tobin Q объясняют выбор компании-покупателя (частной/публичной).

**Таблица 2 - Результаты эмпирического анализа оценки фактора прозрачности рынка страны компании-цели на выбор компании-цели (частной/публичной)**  
R-Squared = 0.8821

Переменная	Коэффициент	Значимость (P>t)	Количество наблюдений
Transparency	-2.39***	0.000	245
Liquidity	-0.0025	0.269	245

Переменная	Коэффициент	Значимость (P>t)	Количество наблюдений
Debt	0.0028	0.165	245
LnTA	-0.00005	0.923	245
TobinQ	-0.53035**	0.003	245
Deal size	0.0068**	0.003	245
Cons	16.3105	0.000	245

Источник: по расчетам автора

Этап 3. Результаты анализа двухступенчатой моделью Heckman (3 модель).

Регрессионный анализ предлагает объяснение влияния ликвидности и прозрачности рынка страны компании-цели. Однако данный метод имеет существенный недостаток, так как выбор компании-цели может быть не случайным.

Эта проблема может привести к эндогенности, которая возникает из-за переменных, которые коррелируют и со стоимостью компании и выбором типа компании-цели (частной/публичной).

На следующем этапе мы используем версию максимального правдоподобия self-selection модели Heckman (1979) для учета проблема эндогенности и получения несмещенных оценок влияния уровня ликвидности и прозрачности страны компании-цели на выбор о покупке частной или публичной компании-цели и избыточную доходность акционеров компаний-покупателя

Следуя методологии исследований и на основе результатов логит-регрессии, мы предполагаем, что склонность компании-покупателя к приобретению частной, а не публичной компании-цели зависит от степени прозрачности рынка страны компании-цели, с которой приобретающая фирма сталкивается в первой модели регрессии (уравнение выбора). В этой регрессии используется пробит-модель для оценки вероятности выбора частной фирмы. Зависимая переменная, Target, бинарная переменная, которая равна единице для частных компаний-целей и нулю для публичных компаний-целей, в модели так же используются контрольные переменные (характеристики компании-покупателя, компании-цели и сделки) Во второй регрессионной модели (объясняющей избыточную доходность акционеров компании-покупателя), где зависимой переменной является CAR, мы используем все контрольные переменные и переменную liquidity. Данные модели оцениваются одновременно. Цель данной постановки исследовательской задачи – понять, объясняет ли ликвидность рынка страны компании-цели избыточную доходность акционеров компаний-покупателя после учета проблемы эндогенности.

В таблице обобщены результаты self-selection модели.

В качестве предварительного теста, мы сначала рассмотрим является ли выбор частной компании-цели выбором компании-покупателя. Если выбор сделан не случайно, то мы должны оценить модель выбора (используя target как зависимую переменную) и модель объяснения избыточной доходности (с использованием CAR в качестве зависимой переменной) одновременно. Тест Wald независимых уравнений ( $Rho = 0$ ) показывает хи-квадрат статистики 6.51 для модели, что значительно отличается от нуля на уровне 1%. Следовательно, нулевая гипотеза о независимости уравнений отвергается, что указывает на присутствие эндогенности.



**Таблица 3 - Результаты анализа двухступенчатой моделью Heckman**

Number of obs = 245  
 Wald chi2 (7) = 210.04  
 Prob > chi2 = 0.0000

Переменная	Коэффициент	Значимость (P>t)
Модель объяснения избыточной доходности		
liquidity	-0.523	0.102
private	-.008104	0.499
dealsizemusd	0.234	0.247
cash	.015432	0.067
stock	-.071283***	0.000
hightech	-.0648411***	0.000
experience	.0273178***	0.000
Cons	.0838233	0.000
Модель выбора		
private	.237453	0.496
transparency	-.1160647*	0.075
debt	.0007422	0.193
lnTA	.0003133	0.112
Cons	1.456203	0.005

Источник: по расчетам автора

Как показывают результаты таблицы 3, прозрачность рынков компаний-целей имеет отрицательный и значимый (на уровне 10%) коэффициент регрессии, в то время как ликвидность рынка страны компании-цели имеет положительный, но незначимый коэффициент регрессии. Следовательно, компании-покупатели с большей вероятностью покупают частные цели в странах с более низкой прозрачностью рынка, так как не доверяют публичной информации о публичных компаниях и имеют частную информацию о частных компаниях.

Обращаясь к результатам регрессии объяснения избыточной доходности в таблице 3, мы видим, что коэффициент регрессии ликвидность является отрицательным, но не имеет существенного значения на 10% уровне. Соответственно, ликвидность страны не является ключевым фактором, определяющим избыточную доходность акционеров компании-покупателя. Этот результат показывает доказательства слабой роли ликвидности рынка страны компании-покупателя в объяснении скидки за низкую ликвидность в международных сделках слияний и поглощений. Вместо этого такие факторы как способ оплаты сделки, опыт совершения сделок и высоко технологичность компании-цели объясняют избыточную доходность акционеров компании-покупателя.

Результаты self-selection моделей Heckman обеспечивают доказательства того, что уровень прозрачности рынка страны компании-цели определяет выбор приобретающей фирмы о покупке компании-цели (частной/публичной). В отличие от результатов регрессионного анализа, результаты self-selection моделей показывают, что после учета проблемы эндогенности, уровень ликвидности рынка в стране целевой фирмы больше не имеет значимого влияния на избыточную доходность акционеров компании-покупателя в момент объявления сделки. Вместо этого, другие характеристики сделки и компаний, такие как опыт совершения сделок, способ оплаты, объясняют избыточную доходность.

## Заключение

Прозрачность, представляющая степень прозрачности (или информационной асимметрии) рынка страны компании-цели имеет отрицательный и значимый коэффициент регрессии выбора типа компании-цели. Одним из ключевых преимуществ покупки публичной целевой компании является то, что приобретатель может получить доступ к публичной финансовой информации целевой фирмы. Если публичная информация не является надежной, однако, мотивация купить публичную цель будет ослаблена. Информационная асимметрия при покупке частных компаний целей ограничивает широту поиска компании-цели увеличивает риск неправильно оценить компанию-цель. В то же время, ограниченность информации о частной компании-цели создает больше возможностей создания стоимости через использование частной информации. В целом, различия в доступности и надежности информации о частных и публичных компаниях влияет на выбор покупателя между публичной и частной компанией целью. Результаты self-selection моделей Heckman обеспечивают доказательства того, что уровень прозрачности рынка страны компании-цели определяет выбор приобретающей фирмы компании-цели (частной/публичной). В отличие от результатов регрессионного анализа, результаты self-selection моделей показывают, что после учета проблемы эндогенности, уровень ликвидности рынка в стране целевой фирмы больше не имеет значимого влияния на избыточную доходность акционеров компании-покупателя в момент объявления сделки. Вместо этого, другие характеристики сделки и компаний, такие как опыт совершения сделок, способ оплаты, объясняют избыточную доходность.

Среди дальнейших направлений развития исследования можно выделить:

- Введение в модель фактора уровня экономического развития стран компании-цели
- Использование версии максимального правдоподобия модели Heckman и тестирование инструментальных переменных в модели Heckman для проверки результатов на робастность.
- Использование другого подхода измерения эффективности сделок, например, проведение анализа изменения доходности акций компании на долгосрочном временном интервале при оценке эффективности сделок слияний и поглощений.

## Библиография

1. Bae S.C. Determinants of target selection and acquirer returns: Evidence from cross-border acquisitions // *Thunderbird International Business Review*. 2013. Vol. 27(C). P. 552-565.
2. Cakici N. Foreign acquisitions in the United States: Effect on shareholder wealth of foreign acquiring firms // *Journal of Financial Economics*. 1996. Volume 20. Issue 2. P. 307-329.
3. Capron L. Acquisitions of private versus public firms: Private information, target selection and acquirer returns // *Strategic Management Journal*. 2007.
4. Conn R. Cross-border versus Domestic Acquisitions // *Journal of Business Finance and Accounting*. 2005. №17 (5).
5. Conn R. International mergers: Returns to U.S. and British firms // *Journal of Banking & Finance*. 1990.
6. Danbolt J. The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions // *Journal of Business Finance and Accounting*. 2012.
7. DePamphilis D.M. Does payment method matter in cross-border acquisitions? Elsevier, 2012.
8. Dunning J.H. Analyst coverage of acquiring firms and value creation in cross-border acquisitions // *International Review of Economics and Finance*. 1990.
9. Dutta et al. Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2013.
10. Eckbo E. Determinants of cross-border mergers and acquisitions in Canada // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2000.

11. Eckbo E. Downside Risk in Practice // *Journal of Multinational Financial Management*. 2000.
12. Faccio M. Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2006.
13. Feliciano Z. Do international acquisitions by emerging economy firms create shareholder value? // *Journal of International Business Studies*. 2002.
14. Fuller K. Foreign entry into U.S. manufacturing by takeovers and the creation of new firms // *Journal of Finance*. 2002.
15. Goergen M. Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids // *Econometrica*. 2004.
16. Gubbi P. The effects of asset liquidity: Evidence from the contract drill industry // The case of Indian firms, NBER working paper. 2010. No. 9122.
17. Heckman J.J. Sample selection bias as a specification error // *European Financial Management*. 1979.
18. Liao R.C., Erel I., Weisbach M.S. Returns of acquirers of listed and unlisted targets Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2012.

**Assessment of the impact of stock market transparency of the target company on the effectiveness of international mergers and acquisitions transactions initiated by companies of the BRICS countries**

**Aleksandr V. Brovkin**

PhD in Economics,  
Associate Professor of Accounting, Statistics and Audit Department,  
Moscow State Institute of International Relations (University)  
of the Ministry of Foreign Affairs of the Russian Federation,  
119454, 76, Vernadskogo st., Moscow, Russian Federation;  
e-mail: brovkin\_av@mail.ru

**Nataliya I. Medvedeva**

Consultant,  
KPMG,  
119454, 76, Vernadskogo st., Moscow, Russian Federation;  
e-mail: 1medvedevanataliya@gmail.com

**Abstract**

In this article we evaluate the effectiveness of international M&A transactions made by companies from the BRICS countries. The empirical research is based on a sample of mergers and acquisitions initiated by BRICS companies in the period from January 1, 1995 to December 2015. The results of empirical research have shown that Transparency, representing the degree of information asymmetry of the country's market for the target company, has a negative effect on the choice of the target company type. The results of the self-selection of Heckman models provide evidence that the level of transparency in the country's target company's market determines the choice of the acquiring firm of the target company (private / public). After taking into account the problem of endogeneity, the level of liquidity of the country's market for the target firm no longer has a significant effect on the excess return on shareholders of the company-buyer at the time of the announcement of the transaction. The revealed determinant of the effectiveness of international mergers and acquisitions when buying private and public companies (transparency) and the choice

---

of the target company (private / public) will improve the quality of financial justification for the strategies of international mergers and acquisitions.

### For citation

Brovkin A.V., Medvedeva N.I. (2018) Otsenka vliyaniya prozrachnosti fondovogo rynka strany kompanii-tseli na effektivnost' mezhdunarodnykh sdelok sliyanii i pogloshchenii, initsiiuemykh kompaniyami stran gruppy BRICS [Assessment of the impact of stock market transparency of the target company on the effectiveness of international mergers and acquisitions transactions initiated by companies of the BRICS countries]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra* [Economics: Yesterday, Today and Tomorrow], 8 (9A), pp. 341-352.

### Keywords

Mergers, acquisitions, efficiency of M&A transactions, economics, M&A, transactions.

### References

1. Bae S. (2013) Determinants of target selection and acquirer returns: Evidence from cross-border acquisitions. *Thunderbird International Business Review*.
2. Cakici N. (1996) Foreign acquisitions in the United States: Effect on shareholder wealth of foreign acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 20, 2, pp. 307-329.
3. Campa J.M. (2002) *Explaining the diversification discount*.
4. Capron L. (2007) Acquisitions of private versus public firms: Private information, target selection and acquirer returns. *Strategic Management Journal*.
5. Conn R. (2005) Cross-border versus Domestic Acquisitions. *Journal of Business Finance and Accounting*, 17(5).
6. Conn R. (1990) International mergers: Returns to U.S. and British firms. *Journal of Banking & Finance*.
7. Danbolt J. (2012) The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions. *Journal of Business Finance and Accounting*.
8. DePamphilis D.M. (2012) *Does payment method matter in cross-border acquisitions?* Elsevier.
9. Dunning J.H. (1990) Analyst coverage of acquiring firms and value creation in cross-border acquisitions. *International Review of Economics and Finance*.
10. Dutta et al. (2013) Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
11. Eckbo E. (2000) Determinants of cross-border mergers and acquisitions in Canada. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
12. Eckbo E. (2000) Downside Risk in Practice. *Journal of Multinational Financial Management*.
13. Feliciano Z. (2002) Do international acquisitions by emerging economy firms create shareholder value? *Journal of International Business Studies*.
14. Fuller K. (2002) Foreign entry into U.S. manufacturing by takeovers and the creation of new firms. *Journal of Finance*.
15. Goergen M. (2004) Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids. *Econometrica*.
16. Gubbi P. (2010) The effects of asset liquidity: Evidence from the contract drill industry. *The case of Indian firms*, NBER working paper, 9122.
17. Heckman J.J. (1979) Sample selection bias as a specification error. *European Financial Management*.
18. Liao R.C., Erel I., Weisbach M.S. (2012) Returns of acquirers of listed and unlisted targets Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.