

**В. Г. Денисенко** (Ростов-на-Дону, РГЭУ «РИНХ»). **О влиянии информации о приобретении компании на благосостояние акционеров.**

В настоящем докладе мы обсуждаем следующий вопрос: как информация о предстоящем слиянии или поглощении (M&A-сделке) влияет на благосостояние акционера компании-участницы данной сделки. Мы руководствуемся информацией о 50-ти M&A-сделках публичных компаний в России и за рубежом (в основном, в США) за 2000–2010 гг. Сведения включают дату официального объявления о предстоящем приобретении (принятую за нулевой день), котировки цен акций компаний (за период от  $-80$  до  $+20$ -го торгового дня), а также котировки биржевых индексов, в расчет которых включены рассматриваемые компании.

Влияние информации о намерении приобретения компании-цели оцениваем с помощью аномальных доходностей и накопленных аномальных доходностей. Для их расчета, во-первых, выбираем в качестве показателя благосостояния акционера «логарифмические прибыли»  $R_n$  акций (логарифмы темпов прироста цен акций) и считываем их. Далее на основе первых семидесяти наблюдений строим линейную регрессию логарифмических прибылей  $R_n$  по логарифмическим прибылям  $R_{mn}$  соответствующего биржевого индекса и вычисляем прогнозные значения  $R_{fn}$ . Расчеты показывают, что для большинства сделок показатель тесноты связи — коэффициент детерминации — оказывается низким. Поэтому вводим альтернативную прогнозную модель ARIMA, которая дает приемлемую степень тесноты связи («заметную» и «высокую» по шкале Р. Чеддока) и в то же время хорошо аппроксимирует многие нестационарные временные ряды. Величины аномальных доходностей (за период от  $-80$  до  $+20$ -го дня) рассчитываем усреднением разностей  $AR_n = R_n - R_{fn}$  по всем сделкам. Накопленные аномальные доходности рассчитываем рекуррентно:  $CAR_n = CAR_{n-1} + AR_n$ .

Аномальные доходности  $AR_n$  мы интерпретируем как средние отклонения (в  $n$ -й торговый день,  $n = -80, \dots, +20$ ) доходов от инвестирования в акции от их «естественной» рыночной динамики. Точно так же накопленные аномальные доходности  $CAR_n$  интерпретируются как накопленные отклонения от «естественной» рыночной динамики.

Разобьем все компании, по которым мы располагаем данными, на 4 группы: 1) российские поглощающие компании; 2) российские компании-цели, 3) иностранные (американские) поглощающие компании; 4) иностранные (американские) компании-цели. Эмпирический анализ показывает, что для российских компаний (как «поглотителей», так и «целей») аномальные доходности отрицательны и постепенно нарастают по модулю задолго до даты объявления о сделке. Такой же характер имеет движение доходностей зарубежных (американских) компаний-целей. Только акционеры зарубежных (американских) поглощающих корпораций получают существенный положительный аномальный доход.

Отметим, что для отечественных компаний аномальные и накопленные аномальные доходности убывают быстрее, чем для зарубежных, что говорит о больших отрицательных «доходах», получаемых российскими акционерами, в сравнении с иностранными.

Во всех случаях хорошо наблюдается возникновение отклонений в доходностях задолго до публичного объявления о предстоящей сделке, свидетельствующее об утечке и использовании (часто незаконном) инсайдерской информации. Этот результат полностью согласуется с выводами других авторов.

Анализ эмпирических данных показывает, кроме того, существование резкого скачка аномальных доходностей зарубежных (американских) поглощающих корпораций, а также компаний-целей, происходящий практически в день объявления о планах по слиянию или поглощению. Данный факт свидетельствует об эффективности фондового рынка США в том смысле, что: а) на рынке происходит мгновенная коррекция цен, которые устанавливаются так, чтобы устранить арбитражные

возможности (как для поглощающих корпораций, так и для компаний-целей скачок произош<sup>о</sup>л в сторону уменьшения отклонения между прогнозными и реальными данными, что не позволяет реализовать арбитражные возможности); б) такой существенный скачок может быть вызван лишь однородным решением многих участников рынка, сходно интерпретирующими поступающую информацию. Для российских компаний поступление новой информации о M&A-сделках не изменяет характер динамики аномальных доходностей, что интерпретируется как низкая эффективность фондового рынка в России в указанном выше смысле.

#### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. *Keown A. J., Pinkerton J. M.* Merger announcements and insider trading activity: An empirical investigation. — *The Journal of Finance*, 1981, v. xxxvi, № 4, p. 855–859.
2. *Fama E. F., Fisher L., Jensen M. C., Roll R.* The adjustment of stock prices to new Information. — *International Economic Review*, 1969, v. 10, № 1, p. 1–21.
3. *Ito K.* The effects of M&A activity on company value in Japan and the United States: A comparative study. — *Hitotsubashi Journal of Commerce and Management* 26, 1991.
4. *Айвазян С. А., Енюков И. С., Мешалкин Л. Д.* Прикладная статистика. Основы моделирования и первичная обработка данных. М.: Финансы и статистика, 1983.
5. *Бокс Дж., Дженкинс Г.* Анализ временных рядов: Прогноз и управление. М.: Мир, 1974.
6. *Суслов В. И., Ибрагимов Н. М., Тальшева Л. П., Цыплаков А. А.* Эконометрия. Новосибирск: СО РАН, 2005.
7. *Ширяев А. Н.* Основы стохастической финансовой математики. Т. 1. М.: Фазис, 1998.